

**BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN FİNANSAL ORANLAR YOLUYLA  
İŞLETMELERİN  
FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ  
ETKİSİNİN İNCELENMESİ**

Kenan İLARSLAN

Doktora Tezi

Danışman: Prof.Dr.Rıza AŞIKOĞLU

Haziran, 2011

Afyonkarahisar

**T.C.**  
**AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**  
**DOKTORA TEZİ**

**BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN FİNANSAL  
ORANLAR YOLUYLA İŞLETMELERİN FİNANSAL  
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN  
İNCELENMESİ**

**Hazırlayan**  
**Kenan İLARSLAN**

**Danışman**  
**Prof. Dr. Rıza AŞIKOĞLU**

**AFYONKARAHİSAR 2011**

## YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum ‘‘Birleřme ve Satın Almaların Finansal Oranlar Yoluyla İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi’’ adlı çalışmanın bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dūőecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

13/06/2011

Kenan İLARSLAN

## TEZ JÜRİSİ KARARVE ENSTİTÜ ONAYI

### JÜRİ ÜYELERİ

İmza

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Rıza AŞIKĞLU .....

Jüri Üyeleri : Prof. Dr. M. Kemalettin ÇONKAR .....

: Prof. Dr. Hüseyin ERGİN .....

: Doç. Dr. İsa SAĞBAŞ .....

: Doç. Dr. Oğuzhan AYDEMİR .....

İşletme Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Kenan İLARSLAN'ın “**Birleşme ve Satın Almaların Finansal Oranlar Yoluyla İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi**” başlıklı tezi 13.06.2011 tarihinde, saat 10:30'da Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca yukarıda isim ve imzaları bulunan jüri üyeleri tarafından değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Mehmet KARAKAŞ

MÜDÜR

## ÖZET

# BİRLEŞME VE SATINALMALARIN FİNANSAL ORANLAR YOLUYLA İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ

**Kenan İLARSLAN**

**AFYON KOCATEPE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**Haziran 2011**

**Danışman: Prof. Dr. Rıza AŞIKOĞLU**

Bu çalışmada amaç, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansı üzerinde herhangi bir değişme meydana getirip getirmediğinin incelenmesidir. Çalışmada ayrıca birleşme ve satın alma işlemlerinde bulunan firmaların finansal performans düzeylerinin likidite, etkinlik, mali yapı, karlılık ve piyasa performans gibi farklı alanlardan seçilen finansal oranlardan hangileriyle anlamlı olarak açıklanabileceği araştırılmıştır. Bu çerçevede 2004-2005 yılları arasında İMKB'ye kote imalat sanayindeki işletmelerden 17'sinin gerçekleştirmiş olduğu birleşme ve satın alma işlemleri incelenmiştir. Oran analizi sonucunda birleşme sonrasında işletmelerin finansal performans düzeyinde bir artış görülmüştür. Metodolojik olarak panel veri regresyon analizi yöntemi kullanılarak analiz yapılmış ve elde edilen bulgulara göre asit-test oranı, aktif devir hızı, stok devir hızı ve borçlanma rasyosu'nun işletmelerin finansal performansının önemli birer belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Birleşme, satın alma, finansal performans, panel veri analizi.

## **ABSTRACT**

# **THE STUDY BY FINANCIAL RATIOS OF IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF CORPORATES**

**Kenan İLARSLAN**

**AFYON KOCATEPE UNIVERSITY**

**THE INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES**

**DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION**

**June 2011**

**Supervisor: Prof. Dr. Rıza AŞIKOĞLU**

The aim of this study is to investigate if merger and acquisition activities would cause any changes on firms' financial performance. In addition, it also is investigated that the level and direction of financial performance of such corporates would be explained in a meaningful way by which of those financial ratios that are selected from various areas like liquidity, efficiency, capital structure, profitability and market performance. Within that context, the merger and acquisition transactions of 17 enterprises from manufacturing industry that are listed in the Istanbul Stock Exchange in the years of 2004 and 2005 were studied. At the end of ratio analysis, it was seen an increase on return on equity parameter which is an indicator of financial performance after the merging operation. Methodologically, the analysis was done by using the method of panel data regression analysis. According to the findings, the acid-test ratio, asset turnover, inventory turnover and debt ratio are important determinants of enterprises' financial performance.

**Key Words:** Merger, acquisition, financial performance, panel data analysis.

## ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının ortaya çıkması, şekillenmesi ve sonuçlanmasında desteklerini sürekli olarak gördüğüm değerli danışmanım Prof. Dr. Rıza AŞIKOĞLU'na, doktora çalışmasına başlamam ve bitirmem noktasında büyük emeği ve katkıları olan değerli Prof. Dr. Kemalettin ÇONKAR'a, söz konusu çalışmaya getirdikleri yapıcı destek ve katkılar için çok değerli Prof. Dr. Hüseyin ERGİN'e, bu çalışmanın her aşamasında büyük destek, yönlendirme ve yapıcı eleştiriler getiren değerli bilim ve gönül insanı Doç. Dr. İsa SAĞBAŞ'a, çalışmanın şekillenmesindeki yardım ve destekleri için değerli Doç. Dr. Oğuzhan AYDEMİR'e, teşekkürlerimi sunarım.

Maddi ve manevi olarak her zaman yanımda olan, bugünlere getiren annem Nayza İLARSLAN ve babam Ahmet İLARSLAN'a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca disiplin ve başarılarını örnek aldığım ağabeyim Hava Harp Okulu Havacılık ve Uzay Teknolojileri Enstitüsü Müdürü Hava Mühendis Albay Mustafa İLARSLAN'a, azmin ve başarının ne olduğunu kendisinde gördüğüm ağabeyim Kırıkkale Üniversitesi Fen Edebiyat Fakültesi Matematik Bölümü öğretim üyesi Prof. Dr. Kazım İLARSLAN'a gurur ve mutluluk içinde teşekkürlerimi sunarım.

Doktora çalışmasına başlamam da çok büyük emekleri, yardımları olan okulumuz eski müdürlerinden Doç. Dr. Mahmut Masca'ya, doktora çalışmamda her zaman yanımda olan ve kendisini tanımaktan mutluluk duyduğum bir dost, bir ağabey olan Öğr.Gör.Abdullah UĞUR'a, destek ve yardımları için Yrd. Doç. Dr. Hayrettin ERTAN'a ve bu süreçte her an yanımda ve yardımcı olan Ahmet ERKALAN'a sonsuz teşekkür ederim.

Bu zorlu süreçte göstermiş oldukları sabır ve destekleri için değerli eşim Meliha ve canım oğlum Mustafa Emir'e teşekkürleri sunarım.

Kenan İLARSLAN

Afyonkarahisar, Haziran 2011

## İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ.....	ii
TEZ JÜRİSİ KARARI VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xvi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xviii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İŞLETME BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINA YÖNELİK KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1. İŞLETME BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI.....	4
1.1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ TANIMI VE TÜRLERİ.....	4
1.1.1. Birleşme Tanımı.....	4
1.1.2. Birleşme Türleri.....	5
1.1.2.1. Yatay Birleşmeler.....	5
1.1.2.2. Dikey Birleşmeler.....	6
1.1.2.3. Kümeli Birleşmeler.....	7
1.1.2.4. Ortak Merkezli Birleşmeler.....	8
1.2. İŞLETME SATIN ALMALARI TANIMI VE TÜRLERİ.....	12
1.2.1. Satın Alma Tanımı.....	12
1.2.2. Satın Alma Türleri.....	13
1.2.2.1. Yaklaşımına Göre Satın Almalar.....	13
1.2.2.1.1. Dostça Satın Almalar.....	14



1.2.2.1.2. Düşmanca Satın Almalar.....	15
1.2.2.2. Konusuna Göre Satın Almalar.....	16
1.2.2.2.1. Hisse Senedi Satın Almaları.....	16
1.2.2.2.2. Varlık Satın Almaları.....	18
1.2.3. Birleşme ve Satın Almalara Yönelik Diğer Sınıflandırmalar.....	19
<b>2. BİRLEŞME VE SATIN ALMA NEDENLERİ.....</b>	<b>23</b>
2.1. KÜRESELLEŞME.....	25
2.2. BÜYÜME.....	27
2.2.1. İç Büyüme.....	30
2.2.1.1. İç Büyüme Yöntemleri.....	31
2.2.1.1.1. Pazar Payını Artırma.....	31
2.2.1.1.2. Yeni Ürünler ve Hizmetler Geliştirme.....	31
2.2.1.1.3. Yeni Piyasalarda Büyüme.....	31
2.2.2. Dış Büyüme.....	31
2.3. SİNERJİ.....	35
2.3.1. Faaliyet Sinerjisi.....	36
2.3.1.1. Ölçek Ekonomileri.....	36
2.3.1.2. Kapsam Ekonomisi.....	39
2.3.2. Finansal Sinerji.....	40
2.4. ÇEŞİTLENDİRME.....	41
2.5. VERGİ AVANTAJLARINDAN YARARLANMA.....	42
2.6. DİĞER NEDENLER.....	44
<b>3. BİRLEŞME SÜRECİ.....</b>	<b>46</b>
3.1. BİRLEŞME ÖNCESİ DÖNEM.....	48
3.1.1. İşletme Stratejisinin Tanımlanması.....	48
3.1.2. Aday İşletmelerin Belirlenmesi ve Seçimi.....	49
3.2. BİRLEŞME DÖNEMİ.....	50
3.2.1. Hedef İşletme ile Temasa Geçilmesi.....	50
3.2.2. Özel İnceleme.....	51
3.2.2.1. Finansal İnceleme.....	52
3.2.2.2. Vergisel İnceleme.....	53
3.2.2.3. Hukuksal İnceleme.....	53

3.2.3. Müzakere Süreci.....	54
3.3. BİRLEŞME SONRASI DÖNEM.....	56
3.3.1. Bütünleşme.....	56
3.3.2. İşlem Sonrası Değerlendirme.....	56

## İKİNCİ BÖLÜM

### BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN TÜRKİYE VE DÜNYA'DAKİ HUKUKİ VE RAKAMSAL BOYUTLARI

<b>1. TÜRKİYE'DE BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR İLE İLGİLİ HUKUKSAL DÜZENLEMELER.....</b>	<b>57</b>
1.1. TÜRK TİCARET KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ.....	57
1.2. SERMAYE PİYASASI KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ..	60
1.2.1. Yetkili Organların Ön Kararı.....	60
1.2.2. Birleşmeye Esas Alınacak Finansal Tablolar ve Özel Bağımsız Denetim Raporu.....	61
1.2.3. Bilirkişi İncelemesi.....	62
1.2.4. Birleşme Oranının Hesaplanmasında Uygulanabilecek Yöntemler.....	62
1.2.5. Uzman Kuruluş İncelemesi.....	63
1.2.6. Birleşme Sözleşmesi.....	64
1.2.7. Yönetim Kurulu Raporu.....	64
1.2.8. Kurula Başvurularak Onay Alınması.....	64
1.2.9. Pay Sahiplerinin Bilgilendirilmesi.....	65
1.2.10. Birleşme Sözleşmesinin Onaylanması ve Ortaklık Devralma Yoluyla Birleşme İşleminde Sermaye Artırım Kararı.....	66
1.2.11. Kurul Kaydına Alınma.....	66
1.2.12. Hisse Senetlerinin Teslim Esasları.....	66
1.2.13. Kurula Bildirim.....	67
1.2.14. Ortaklık Devralma Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabilecek Sermaye Tutarı.....	67

<b>1.2.15. Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabilecek Sermaye Tutarı</b> .....	68
1.3. VERGİ MEVZUATI AÇISINDAN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ.....	68
1.4. REKABET HUKUKU AÇISINDAN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ.....	75
<b>2. TÜRKİYE’DEKİ 2002-2010 YILLARI ARASINDAKİ BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR</b> .....	79
2.1. TÜRKİYE’DE GERÇEKLEŞEN BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR.....	81
2.1.1. 2002 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	81
2.1.2. 2003 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	86
2.1.3. 2004 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	91
2.1.4. 2005 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	95
2.1.5. 2006 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	100
2.1.6. 2007 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	107
2.1.7. 2008 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	111
2.1.8. 2009 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	116
2.1.9. 2010 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	121
2.1.10. 2002-2010 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların Genel Bir Özeti.....	126
<b>3. DİĞER ÜLKELERDEKİ BİRLEŞME VE SATIN ALMALARA YÖNELİK HUKUKSAL DÜZENLEMELER</b> .....	128
<b>4. DÜNYA’DA BİRLEŞME VE SATIN ALMA DALGALARI</b> .....	133
4.1. BİRLEŞME VE SATIN ALMA DALGALARI.....	134
4.1.1. Birinci Dalga (1897-1904).....	134
4.1.2. İkinci Dalga (1916-1929).....	136
4.1.3. Üçüncü Dalga (1965-1969).....	137
4.1.4. Dördüncü Dalga (1984-1989).....	138
4.1.5. Beşinci Dalga (1991-2001).....	139
4.1.6. Altıncı Dalga (2004-2009).....	140

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İŞLETMELERDE FİNANSAL PERFORMANSIN ÖLÇÜLMESİ

<b>1. PERFORMANS ÖLÇÜMÜNE YÖNELİK TANIMLAR.....</b>	<b>146</b>
1.1. PERFORMANS.....	146
1.2. İŞLETMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ VE GEREKLİLİĞİ...	147
<b>2. FİNANSAL PERFORMANS KAVRAMI.....</b>	<b>148</b>
<b>3. FİNANSAL PERFORMANSIN ÖLÇÜMÜNDE KULLANILAN YÖNTEMLER.....</b>	<b>151</b>
3.1. FİNANSAL ORANLAR.....	151
3.1.1. Likidite Oranları.....	153
3.1.2. Faaliyet Oranları.....	155
3.1.3. Finansal Yapı (Kaldıraç) Oranları.....	157
3.1.4. Karlılık Oranları.....	159
3.1.5. Piyasa Performans Oranları.....	160
3.2. NET BUGÜNKÜ DEĞER.....	162
3.3. İÇ KARLILIK ORANI.....	162
3.4. ARTIK KAR.....	163
3.5. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA).....	164
3.6. PAZAR KATMA DEĞER.....	164
3.7. NAKİT KATMA DEĞER (CVA).....	165
3.8. PERFORMANS KARNESİ.....	165

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE 2004-2005 YILLARI ARASINDAKİ BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSINA YÖNELİK ETKİLERİ ÜZERİNE İNCELEMELER: PANEL VERİ ANALİZİ

<b>1. İLGİLİ LİTERATÜR İNCELEMESİ.....</b>	<b>166</b>
--	------------

1.1. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN İŞLETMELERİN FİNANSAL VE FAALİYET PERFORMANSINA YÖNELİK ETKİLERİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR.....	166
1.2. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN İŞLETMELERİN PİYASA PERFORMANSINA YÖNELİK ETKİLERİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR.....	182
<b>2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ VE AMACI.....</b>	<b>190</b>
<b>3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI.....</b>	<b>190</b>
<b>4. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİLER VE DEĞİŞKENLER....</b>	<b>192</b>
4.1. ARAŞTIRMA VERİLERİ.....	192
4.2. DEĞİŞKENLER.....	193
<b>4.2.1. Bağımlı Değişken.....</b>	<b>193</b>
<b>4.2.2. Bağımsız Değişkenler.....</b>	<b>194</b>
<b>5. FİNANSAL ANALİZ SONUÇLARI.....</b>	<b>194</b>
<b>6. TEMEL İSTATİSTİKSEL ANALİZLER.....</b>	<b>198</b>
6.1. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER.....	198
6.2. KORELASYON ANALİZİ.....	198
<b>7. TEORİK BEKLENTİLER VE ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ....</b>	<b>199</b>
7.1. TEORİK BEKLENTİLER.....	199
7.2. ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ.....	201
<b>8. EKONOMETRİK METODOLOJİ.....</b>	<b>202</b>
8.1. PANEL VERİ ANALİZİ.....	202
8.2. PANEL VERİ ANALİZİNİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI.....	204
8.3. PANEL VERİ SETİNİN OLUŞTURULMASI.....	205
8.4. BİRİM KÖK TESTLERİ.....	206
8.5. PANEL VERİ REGRESYON MODELLERİ.....	207
<b>8.5.1. En Küçük Kareler Yöntemi.....</b>	<b>207</b>
<b>8.5.2. Sabit Etkiler Modeli.....</b>	<b>208</b>
<b>8.5.3. Tesadüfi Etkiler Modeli.....</b>	<b>209</b>
8.6. AMPİRİK ANALİZ.....	209
<b>8.6.1. Panel Veri Regresyon Modeli Belirleme Testleri.....</b>	<b>209</b>

<b>8.6.2. Araştırmada Kullanılan Model.....</b>	<b>210</b>
<b>8.6.3. Ampirik Bulgular.....</b>	<b>213</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>219</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>223</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>241</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>257</b>

## TABLolar LİSTESİ

<b>Tablo 1.</b> İç ve Dış Büyümenin Yarar ve Sakıncaları.....	33
<b>Tablo 2.</b> Kapsam Ekonomisine Yönelik Bir Örnek.....	40
<b>Tablo 3.</b> 2002 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	85
<b>Tablo 4.</b> 2003 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	90
<b>Tablo 5.</b> 2004 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	94
<b>Tablo 6.</b> 2005 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	99
<b>Tablo 7.</b> 2006 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	106
<b>Tablo 8.</b> 2007 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	110
<b>Tablo 9.</b> 2008 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	115
<b>Tablo 10.</b> 2009 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	120
<b>Tablo 11.</b> 2010 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem.....	125
<b>Tablo 12.</b> Dünya’da 2003-2009 Yılları Arasında Farklı Ülke ve Bölgelerde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Sayı ve Değerleri.....	145
<b>Tablo 13.</b> Tarihsel Süreç İçerisinde Kullanılan Finansal Performans Değerlendirme Modelleri.....	150
<b>Tablo 14.</b> Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Finansal ve Faaliyet Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti.....	177
<b>Tablo 15.</b> Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Piyasa Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti.....	187
<b>Tablo 16.</b> Araştırmaya Konu Olan İşlemlerin Tarafları, Türü ve Tarihi.....	191
<b>Tablo 17.</b> Araştırma Kapsamında Kullanılan Oranlar.....	193
<b>Tablo 18.</b> Araştırmaya Konu Olan İşletmelerin Finansal Oranlarının Dönemsel Ortalamaları.....	195
<b>Tablo 19.</b> Im Pesaran Shin (IPS) Birim Kök Test Sonuçları.....	207
<b>Tablo 20.</b> Model Belirleme Test Sonuçları.....	210
<b>Tablo 21.</b> Sabit Etkiler Panel Veri Regresyon Analizi Sonuçları.....	212
<b>Tablo 22.</b> Hipotez Testi Sonuçları ve Oranların Finansal Performansla Olan İlişkisi.....	217

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1.</b> İşletmelerin Faaliyet Konularına Göre Birleşme Türleri.....	11
<b>Şekil 2.</b> Doğrudan Yabancı Yatırımlar Bağlamında Uluslararası Fon Akımlarının Gerçekleştirilme Şekilleri ve Yüzdeleri.....	21
<b>Şekil 3.</b> Büyüme Yön ve Yöntemleri.....	34
<b>Şekil 4.</b> Ölçek Ekonomileri.....	38
<b>Şekil 5.</b> Birleşme Süreci Aşamaları.....	47



## GRAFİKLER LİSTESİ

<b>Grafik 1.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2002.....	82
<b>Grafik 2.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2002.....	83
<b>Grafik 3.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değerine Göre, 2002....	83
<b>Grafik 4.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2002.....	84
<b>Grafik 5.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2003.....	86
<b>Grafik 6.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2003.....	87
<b>Grafik 7.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2003.....	88
<b>Grafik 8.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2003.....	88
<b>Grafik 9.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2004.....	91
<b>Grafik 10.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2004.....	92
<b>Grafik 11.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2004.....	93
<b>Grafik 12.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2004.....	93
<b>Grafik 13.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2005.....	95
<b>Grafik 14.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2005.....	96
<b>Grafik 15.</b> Hedef İşletmelerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2005.....	97
<b>Grafik 16.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2005.....	97
<b>Grafik 17.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2006.....	101
<b>Grafik 18.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2006.....	102
<b>Grafik 19.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2006 .....	103
<b>Grafik 20.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2006.....	104
<b>Grafik 21.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2007.....	107
<b>Grafik 22.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2007.....	108
<b>Grafik 23.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2007.....	108
<b>Grafik 24.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2007.....	109
<b>Grafik 25.</b> Satın Alan İşletmelerin Menşei-İşlem Değeri, 2008.....	111
<b>Grafik 26.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2008.....	112
<b>Grafik 27.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2008.....	113
<b>Grafik 28.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2008.....	113
<b>Grafik 29.</b> Satın Alan İşletmelerin Menşei-İşlem Değeri, 2009.....	117
<b>Grafik 30.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2009.....	117
<b>Grafik 31.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2009.....	118

<b>Grafik 32.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2009.....	119
<b>Grafik 33.</b> Satın Alan İşletmelerin Menşei-İşlem Değeri, 2010.....	121
<b>Grafik 34.</b> Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2010.....	122
<b>Grafik 35.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2010.....	123
<b>Grafik 36.</b> Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2009.....	124
<b>Grafik 37.</b> 2002-2010 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Sayıları.....	126
<b>Grafik 38.</b> 2002-2010 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Değerleri.....	127
<b>Grafik 39.</b> Birleşme Dalgaları.....	143

## KISALTMALAR LİSTESİ

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
AB:	Avrupa Birliği
ADH:	Alacak Devir Hızı
AK:	Aktif Karlılığı
AKDH:	Aktif Devir Hızı
ATO:	Asit-Test Oranı
BR:	Borçlanma Rasyosu
CO:	Cari Oran
CVA:	Nakit Katma Değer
E&Y:	Ernst&Young
EKK:	En Küçük Kareler
EVA:	Ekonomik Katma Değer
F/K:	Fiyat/Kazanç Oranı
FKO:	Finansal Kaldıraç Oranı
FTC:	Amerikan Ulusal Ticaret Komisyonu
HHI:	Herfindahl-Hirschman İndeksi
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KVK:	Kurumlar Vergisi Kanunu
NBD:	Net Bugünkü Değer
NKM:	Net Kar Marjı
OGG:	Ortak Girişim Grubu
OLS:	Sıradan En Küçük Kareler
ÖK:	Özsermaye Karlılığı

PD/DD: Piyasa Değeri/Defter Değeri

SDH: Stok Devir Hızı

TTK: Türk Ticaret Kanunu

TTSG: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi

## GİRİŞ

Günümüzdeki teknolojik gelişmeler, küreselleşme nedeniyle rekabetin ulusal pazarlardan uluslar arası pazarlara taşınması, dünya ölçeğinde ekonomik sınırların kalkması, ticaretin serbestleşmesi, müşteri taleplerinin artması ve farklılaşması gibi nedenler işletmeleri değişik açılardan etkilemektedir. İşletmelerin değişen çevre koşullarına uyum sağlayabilmek ve bu koşulların ortaya çıkardığı fırsatlardan yararlanmak, tehditlerden ise sakınmak için yeniden yapılanmaları zorunlu olmaktadır.

İşletmeler satışlarını artırarak, yeni ürünler piyasaya sürerek satış gelirlerinde artış sağlayacak şekilde içsel olarak büyürken aynı zamanda başka bir işletme ile birleşerek veya onu satın alarak dışsal olarak da büyüebilirler. Birleşme ve satın alma şeklindeki bir büyüme stratejisi ile işletmeler küreselleşme olgusuna karşı bir tepki verirken aynı zamanda büyümenin ortaya çıkaracağı sinerjik kazanımları da elde etmiş olacaktır.

Aynı, farklı ve benzer endüstrilerde yer alan işletmeler arasında değişik isimlerle ifade edilen birleşme ve satın alma işlemleri yapılabilmektedir. Bu işlemler sonucunda işletmelerin ilgili pazardaki payı artabilmekte, rekabet azalabilmekte, risk dağıtılmakta ve hammadde kaynakları ile dağıtım kanalları üzerinde hakim olma durumları ortaya çıkabilmektedir.

Birleşme ve satın alma işlemleri sayı ve tutar olarak başta ABD olmak üzere bazı Avrupa ülkeleri'nde çok büyük rakamlara ulaşmıştır. Türkiye'de ise rakamsal olarak küçük boyutlu olan bu piyasa yavaş yavaş gelişmektedir. Örneğin, 2002 yılında 54 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşirken, bu işlemlerinin toplam değeri yaklaşık 1 Milyar ABD doları olmuştur. Bu rakamlar 2007 yılında 182 adet ve 26,7 Milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2008 yılındaki küresel ekonomik kriz nedeniyle azalan bu rakamlar 2009 yılında en düşük seviyesine gelmiştir. 2010 yılında ise tekrar ivme kazanan bu piyasa işlem adedinde 241, işlem hacminde ise 30 Milyar ABD doları seviyelerine ulaşmıştır. Şüphesiz ki, bu piyasanın gelişmesinde 2002 yılından itibaren görülen siyasal ve ekonomik politikalar, özelleştirme uygulamaları ve küresel likidite bolluğu önemli katkıda bulunmuştur.

Bu çalışmanın amacı, birleşme ve satın almaların işletmelerin finansal performansı üzerinde herhangi bir değişme meydana getirip getirmediği, eğer değişim söz konusu ise bunun hangi yönde olduğunun ve hangi unsurların finansal performans üzerinde belirgin bir etkiye sahip olduğunun ortaya çıkarılmasıdır. Bir diğer ifade ile çalışmanın amacı birleşme ve satın alma işlemlerinde bulunan firmaların finansal performans düzeylerinin likidite, etkinlik, mali yapı, karlılık ve piyasa performans gibi farklı alanlardan seçilen toplam 12 finansal göstergeden hangileriyle anlamlı olarak açıklanabileceği ve bu göstergelerle finansal performans arasındaki ilişkilerin yönünü araştırmaktır.

Bu kapsamda dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde birleşme ve satın almaya yönelik kavramsal bilgiler sunulmuştur. Birleşme ve satın alma tanımları ele alınarak bu işlemlerin türleri ayrıntılı olarak incelenmiştir. Ayrıca her ne kadar hukuki olarak farklı kavramlar olsalar da birleşme ve satın alma işlemlerinin altında yatan ekonomik nedenler aynıdır. Söz konusu bu nedenlere birinci bölümde yer verilmiş ve bölüm birleşme süreci aşamalarına yönelik kavramsal bilgiler ile tamamlanmıştır.

İkinci bölümde birleşme ve satın almalara yönelik hem Türkiye'deki hem de ABD ve AB'deki hukuki düzenlemelere yer verilmiştir. Ayrıca bu bölümde Türkiye de 2002-2010 dönemindeki birleşme ve satın alma işlemleri adet ve tutar olarak incelenmiş, işlemlerin yoğunlaştığı sektörlerle vurgu yapılmıştır. Bununla birlikte dünya'daki birleşme ve satın almalara da yer verilerek altı birleşme dalgası içerisinde inceleme yapılmıştır.

Üçüncü bölümde ise performans ölçümü kavramı ve performans ölçümünün gerekliliği üzerinde durulmuş, finansal performans kavramına yönelik tanımlamalar yapılarak özellikle finansal performans ölçüm teknikleri hakkında bilgiler verilmiştir.

Dördüncü ve son bölüm ise uygulama bölümüdür. Bu bölümde öncelikle birleşme ve satın almaların işletmelerin faaliyet, finansal ve piyasa performansına yönelik etkilerini inceleyen literatür araştırmasına yer verilmiştir. Daha sonra araştırmanın kapsam ve kısıtları ortaya konulmuş, hipotezler belirlenmiş ve metodolojik süreçte kullanılacak panel veri regresyon modelleri tanıtılmıştır. Ayrıca model belirleme testleri ile panel veri regresyon modeli seçilerek Türkiye'deki 2004-

2005 yılları arasında İMKB'ye kayıtlı imalat sanayinde yer alan 17 işletmenin gerçekleştirdiği birleşme ve satın alma işleminin söz konusu bu işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkileri incelenmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İŞLETME BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINA YÖNELİK KAVRAMSAL ÇERÇEVE

#### 1. İŞLETME BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

##### 1.1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ TANIMI VE TÜRLERİ

###### 1.1.1. Birleşme Tanımı

Sözcük anlamı ile birleşme, ayrı iken tek bir bütün durumuna gelmek anlamını içerir. O halde dar anlamı ile işletme birleşmeleri iki veya daha fazla ayrı işletmenin tek bir bütün durumuna gelmesidir. Geniş tanımıyla işletme birleşmeleri; iki ya da daha fazla işletmenin, büyüme amacıyla faaliyetlerinin ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirilmesi veya işbirliğine gitmeleridir (Akay, 1997: 12). Birleşme, iki işletmenin bir araya gelerek kaynaklarını tek bir işletme içinde topladıkları (Coyle, 2000: 2) ve birleşen örgütler olarak orijinal bir isim altında faaliyetlerini sürdürdükleri bir bütünleşmedir (DePamphilis, 2010: 18).

Tanımlardan da anlaşılacağı üzere birleşme, iki ya da daha fazla firmanın bir araya gelmeleri ve tüzel kişiliklerini kaybederek yeni bir firma oluşturmaları anlamına gelmektedir (Berk, 2007: 508). Birleşmede genellikle küçük firmanın varlıkları, büyük firmanın varlıklarına eklenmiş olur (Gürsoy, 2007: 753). Birleşmeler, genelde mevcut bir şirkete katılarak veya tamamen yeni bir şirket kurarak gerçekleşebilir. Her iki halde de birleşen şirket veya şirketler fesholur ve fesholan şirketin ortakları yeni şirketin ortakları olur. Çoğu kez “şirket evlilikleri” diye de adlandırılan birleşmelerde, birleşerek başka bir şirkete katılan ve kendi tüzel kişilikleri sona eren şirketlerin, bu şirketleri bünyesine alan şirketlere göre sermayeleri, ciroları veya karlılıklarının daha az olduğu söylenebilir (Ulusoy, 2004: 17).

Birleşme, firmaların hisse senetlerinin birleştirilmesi, alım için nakit ödeme yapılması ya da her iki unsurun bileşimi ile iki veya daha fazla organizasyonun bir araya getirilmesi olarak da tanımlanabilmektedir. Birleşme faaliyetinde genellikle bir araya gelme kararı, öncelikle her iki tarafın yönetim mercilerince tartışılmakta, ancak bundan sonra hedef firma pay sahiplerinin oylarına başvurulmaktadır. Görüldüğü



üzere, ilk mutabakatın yöneticiler arasında gerçekleşmiş olması önemli bulunmaktadır (İçke, 2007: 9).

Birleşme kavramı ile benzer tarafları olan bir diğer kavram da konsolidasyondur. Birleşme sonucunda alıcı firma faaliyetlerini devam ettirirken, satın alınan firmanın bağımsız olarak sürdürdüğü faaliyeti sona ermekte ve firma tüzel kişiliğini kaybederek alıcı firmaya katılmaktadır. Konsolidasyon ise, iki firmanın birleşerek yeni bir firma oluşturmaları olarak tanımlanmaktadır. Gerçekte konsolidasyon birleşme ile aynı işlem olup, tek farkı her iki firmanın da birleşme sonrasında tüzel kişiliklerini kaybederek yeni oluşan firmaya katılmalarıdır (Akkum, 2000: 51). Ayrıca konsolidasyonun yapılabilmesi için şirketlerin aynı faaliyet alanlarında veya birbirlerini tamamlayan alanlarda faaliyette bulunmaları gereklidir. Farklı faaliyet alanlarında faaliyet gösteren şirketlerin konsolide edilmesi hemen hemen olanaksızdır (Sarıkamış, 2003: 41).

### **1.1.2.Birleşme Türleri**

#### **1.1.2.1. Yatay Birleşmeler**

Yatay birleşme, herhangi bir coğrafi piyasada aynı türden ürünler üreten işletmeler arasındaki birleşmedir (Megginson ve diğerleri, 2008: 572). Bu birleşme türü, aynı iş kolunda faaliyette bulunan ve üretim süreçlerinin niteliği benzer olan iki veya daha fazla işletmenin birleşmesi sonucu oluşur (Eren, 2005: 228). Yatay birleşmede büyük işletmenin bilgi birikimi ile sağlayacağı teknoloji ve yönetim üstünlüğü, üretim faktörlerinin daha rasyonel kullanımı, büyümenin sağlayacağı içsel ve dışsal etki, piyasaya girme kolaylığı, piyasa hakimiyeti ve marka imajı birleşmenin önemli nedenlerindedir (Aşıkoğlu, 1993: 43-44). Yatay birleşmeler, pazar payı ve buna bağlı olarak daha fazla pazar gücü elde etmek, ölçek ekonomilerine ulaşmak, atıl kapasitenin ortadan kaldırılması, ürün çeşitlendirmesine gidilmesi gibi nedenlerle gerçekleştirilirken (Öztunalı, 2008: 11) aynı zamanda bu tür birleşme ile verimsiz bir işletmenin marjinal üretim maliyetleri genellikle düşer (Lehto ve Böckerman, 2008: 114). İki işletme arasındaki bir birleşmede birleşen işletmelerin toplam sermayeleri tek bir otorite ve genel merkez altında bir araya getirilir ve sonradan birleşmeyi meydana getiren işletmelerde sermaye optimal bir şekilde yeniden dağıtılmaya çalışılır (Mialon, 2008: 862). Yatay birleşme ve satın

almaların beklenen iki etkisi olabilir. Birincisi, birleşme yatırım ve fiyat üzerinde rekabeti engelleyici etkilere sahip olabilir. İkincisi, birleşme maliyetleri azaltabilir (Pesendorfer, 2003: 502).

Yatay birleşme iki rakip işletmenin birleşmesiyle gerçekleşir. Eğer yatay birleşme nedeniyle birleşen firmanın piyasa gücünde bir artış görülüyorsa rekabeti önleyici etkiler söz konusu olacaktır (Gaughan, 2007: 13). Pazar payını yüksek oranda arttırmaya yönelik ve bunun bir sonucu olarak pazarda rekabeti engelleyebilecek çaptaki birleşme ve satın almalar resmi makamların iznine bağlıdır. Çünkü, birleşme veya satın alma yolu ile pazarda monopol veya hakim güç haline gelebilecek rakip işletmeler, pazarda rekabeti engelleyebilmekte ve etkin hakim durumları ile pazar yapısını ve fiyat mekanizmasını bozabilmektedirler (Ülgen ve Mirze, 2007: 316).

Yatay birleşmelerden beklenen yararlar şunlardır (Akay, 1997: 19).

- Kaynakların etkin kullanımına zemin hazırlamak,
- Üretimde ihtisaslaşma ve üretim maliyetlerinde tasarruf,
- Mal ve hizmet pazarlamasında, dağıtım kanallarında avantajlı duruma yükselmek,
- Üretim teknolojisinde ve diğer konularda işbirliği,
- Birleşme öncesi aleyhte gelişen rekabetin ortadan kalkması ile ortak amaçlara yönelme imkanının doğması.

#### 1.1.2.2. Dikey Birleşmeler

Bu tür birleşmede işletme kendisine hammadde sağlayan tedarikçi firma ve/veya ürünlerini son kullanıcılara sunan satıcı firma ile birleşmektedir. İşletmenin ürünlerinin tüketici pazarına yönelik dağıtımını yapan diğer işletmelerle yapılan birleşme ve satın alma, ileriye yönelik dikey birleşme ve satın almadır. İşletmenin girdilerini sağlayan tedarikçi pazarına yönelik tedarik faaliyetinde bulunan işletmelerle yapılan birleşme ve satın almalar, geriye yönelik dikey birleşme veya satın alma olarak tanımlanır (Ülgen ve Mirze, 2007: 315). Dikey birleşmede, işletme aynı sektörde hammadde ile başlayan ve satış ile sonuçlanan üretim aşamalarını

kendi içinde tamamlayıp pazara hakim olma avantajını kullanarak büyüme hızlandırır (Berk, 2007: 496). Dikey birleşme, ürün kalitesini geliştirme, düşük fiyat ve bu şekilde müşteri refahını artıran bir takım etkinliği artırıcı sonuçlara sahip olabilir (Chipty, 2001: 428). Dikey bütünleşme, aynı endüstri içindeki bir firmanın rekabet alanını genişletir. Bu genişleme ile firma faaliyetleri ileriye dönük olarak nihai ürünün son kullanıcılarını ve/veya geriye dönük olarak kaynak tedarikçilerini kapsar (Thompson ve Strickland, 2003: 178). Dikey birleşme, üretimin farklı evrelerinde yer alan işletmeleri kapsar. Alıcı firma, hammadde kaynaklarına doğru geriye, son tüketiciye doğru ileriye genişler (Brealey ve diğerleri, 2007: 578). Dikey birleşmeler, tedarik zinciri kapsamındaki firmalar arasında gerçekleşir (Bruner ve Perella, 2004: 752). Maliyet tasarrufu dikey bütünleşmenin nedenlerinden birisidir. Aşağı ve yukarı yöndeki firmalar arasındaki pazarlık maliyetlerini azaltabilir (Suzuki, 2009: 3). Dikey birleşmenin yukarıya doğru olması durumunda firma pazarlama faaliyetlerinin etkinliğini artırma, dağıtım kanalının kontrolüne sahip olma ve pazarlama maliyetlerinde tasarruf sağlama olanaklarına kavuşur. Birleşme aşağıya doğru olduğunda, birleşme, bünyesinde birleşilen firmaya hammadde malzeme veya hizmet tedariklemede maliyet avantajları sağlar (Sarıkamış, 2003: 43). Ayrıca bir şirketin genellikle bir tedarikçisini ya da müşterisini satın alması şeklinde gerçekleşen dikey birleşme ile stoklama maliyetlerinin azaltılması, satın almada fiyat avantajı elde edilmesi, pazarlık sorunlarının en aza indirilmesi gibi avantajlar sağlanır ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010).

### 1.1.2.3. Kümeli Birleşmeler

Kümeli birleşme, ne yatay ne de dikey bir birleşmedir. İlişkisiz piyasalarda faaliyetle bulunan iki işletmenin birleştiği durumlar için genellikle kullanılan bir kavramdır (Gabrielsen, 2003: 1). Diğer bir ifade ile kümeli birleşme birbirinden farklı ürün ya da hizmet üreten iki ya da daha fazla işletmenin birleşmesini ifade eder (Büker ve diğerleri, 2008: 577). Bu tür birleşme, riske karşı önlem almak amacıyla işletmelerin çeşitlendirilmiş bir portföy meydana getirmek istemeleri nedeni ile çoğu kez ilişkisiz endüstrilerdeki işletmeler arasında gerçekleşir (Advani, 2006: 177). Bu birleşme kapsamında alıcı ve hedef işletmeler arasında benzerlik ya da

tamamlayıcılık yoktur. Kümeli birleşmeler çoğu kez çeşitlendirme ya da portföy stratejisinin bir parçasıdır (Straub, 2007: 18). Bu bağlamda, işletmeler, bilgi ve deneyimlerinin bulunmadığı, kendileri için yeni olan pazarlara ortalamanın üzerinde getiri sağlamak veya diğer nedenlerden dolayı girmeyi isteyebilirler (Mirze ve Ülgen, 2007: 316). İşletmelerin ilişkisiz birleşme olarak da adlandırılan kümeli birleşme şeklinde gerçekleştirdikleri dış büyüme stratejisinin altında yatan temel düşünce özellikle ticari yaşamdan kaynaklanan risk unsurlarının etkisini giderme amacıyla farklı sektörlere girilmesi ile yapılan çeşitlendirme esasına dayanmasıdır.

Bu birleşmelerde, temel amaç farklı sektörlere girerek riski azaltmaktır. Bunun dışında, faaliyet gösterilen sektörün karlılığının azalması ya da farklı sektörlerde yeni yatırımlar yapma isteği de bu tür birleşmelerin ortaya çıkmasında önemli olmaktadır (Arı, 2007: 47). Kümeli birleşmeler üç kategoride incelenebilir:

1. Ürün Genişletme: Rekabetin olmadığı aynı piyasada ancak aynı pazarlama kanallarını kullanan firmalar arasındaki birleşme. Örneğin; Pizza Hut'ın PepsiCo tarafından satın alınması.
2. Piyasa Genişletme: Aynı ürünün farklı coğrafi piyasalarda pazarlamasını yapan firmalar arasındaki birleşme. Bu bağlamda Walmart ve Wollco Canada arasındaki birleşme güzel bir örnektir.
3. Saf Kümeli (Karma) Birleşme: Firmalar arasında belli bir ilişkinin olmadığı durumlardaki birleşme. (Pilsbury ve Meaney, 2009: 27).

#### 1.1.2.4. Ortak Merkezli Birleşmeler

Ortak merkezli birleşmeler, ya müşteri işlevleri, müşteri grupları ya da alternatif teknoloji kullanımı açısından birbiri ile ilişkili iki veya daha fazla organizasyonun birleşmesinden meydana gelir (Kazmi, 2005: 183). Bu tür birleşme, katılımcı firmaların üretim teknolojileri, dağıtım sistemleri, ya da araştırma-geliştirme kapasiteleri gibi know-how potansiyelleri ile ilgili (Straub, 2007: 13) olup, bir banka ile leasing firması arasındaki birleşme gibi aralarında tedarikçi ve müşteri/satıcı ilişkisinin olmadığı aynı genel endüstri içindeki firmaların birleşmesi ile gerçekleşir ([http://wopedia.mobi/en/Mergers\\_and\\_acquisitions?t=2](http://wopedia.mobi/en/Mergers_and_acquisitions?t=2). 20.04.2009).

Söz konusu birleşmelerin en önemli faydası, birleşilen firmaya yönetsel öğrenme ile birlikte, iş koluna özgü yönetsel tecrübe ve beceriyi de transfer etme olanağı sağlamasıdır (İçke, 2007: 18).

Ortak merkezli birleşmeler üç tip olabilir:

1. İlişkisiz teknolojiler yardımıyla ürünlerin benzer tiplerinin satışa sunulması. Örneğin; dikiş makinesi üreten bir işletmenin mutfak aletleri ve ev gereçleri içinde çeşitlendirmeye gitmesi.
2. İlişkili teknolojiler yardımı ile ürünlerin benzer tiplerinin elde edilmesi. Örneğin; yağmurluk üreticisinin aynı perakende mağazalarda satışı yapılan plastik eldiven ve yağmur geçirmez ürünler gibi plastik bazlı diğer ürünler üretmesi.
3. İlişkili teknolojiler yardımı ile yeni tip ürün ve hizmetler elde edilmesi. Örneğin; leasing firmasının kurumsal müşterilerine ve dayanıksız malları satın alması için bireysel müşterilere taksitli satış için teklifte bulunması. (Prakash, 2007: 213-214).

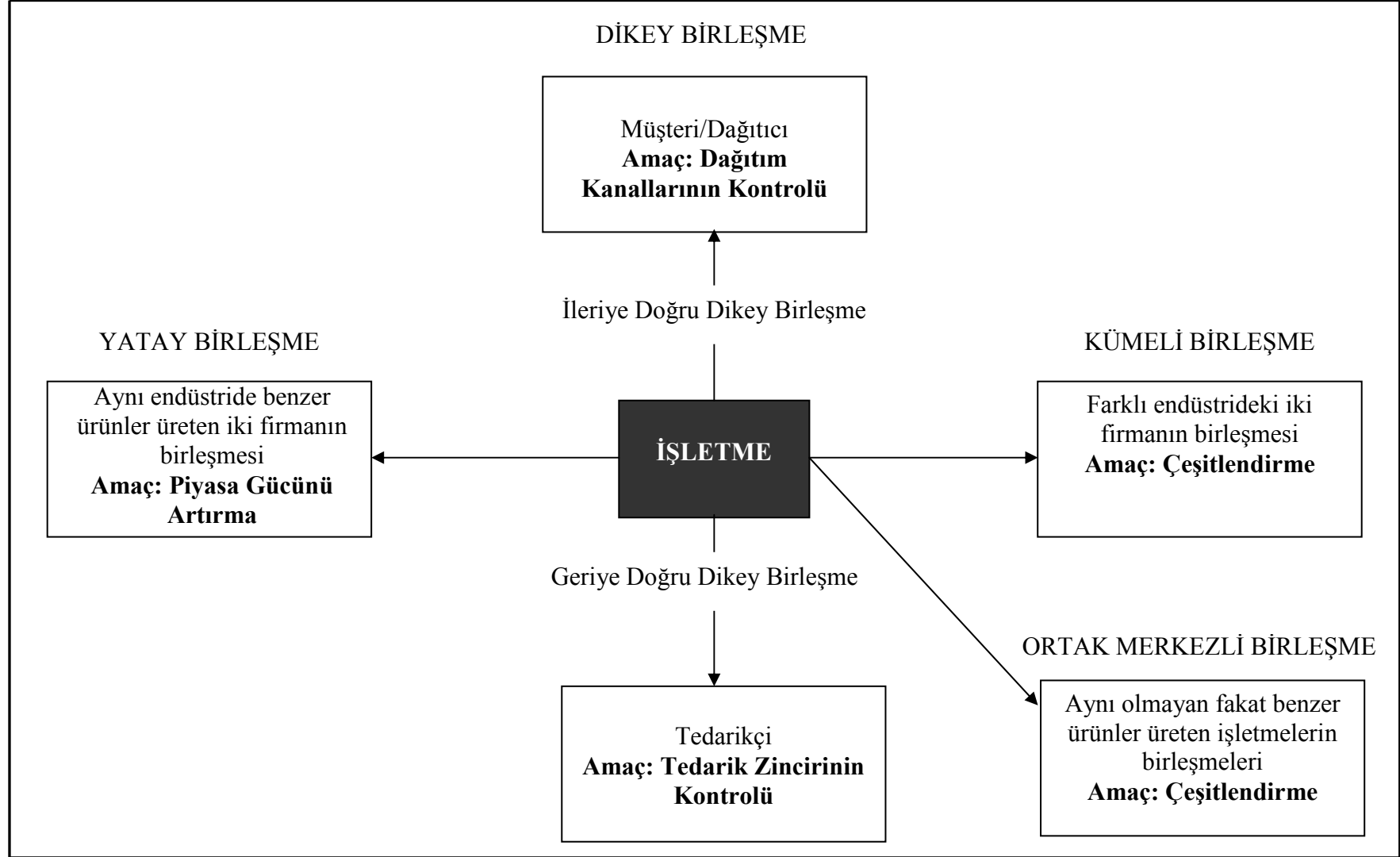
İşletmeler açısından gerek kümeli birleşmelerin, gerekse ortak merkezli birleşmelerin altında yatan temel düşünce çeşitlendirme esası ile işletme risklerinin giderilmeye çalışılmasıdır. Dolayısıyla çeşitlendirme düşüncesi her iki birleşme türünde ortak nokta olmaktadır. Ancak söz konusu birleşme türleri arasındaki farklılık, kümeli birleşmelerdeki çeşitlendirmenin farklı, ilişkisiz alanlarda bulunan işletmeler arasında yapılması, ortak merkezli birleşmelerde ise çeşitlendirmenin birebir aynı olmayan fakat benzer ilişkili olabilecek sektörlerdeki işletmeler arasında yapılıyor olmasından ileri gelmektedir.

İşletmenin çeşitlendirilmesi, kaynak, piyasa yetersizliği, hükümet politikaları ya da varlık portföyleri gibi objektif nedenlerden daha ziyade yöneticilerin artan ücretleri ve iş risklerinin azaltılması ile ilgili yönetsel etkenlerden de kaynaklanabilir (Lianding ve diğerleri, 2007: 104). Ayrıca kümeli ve ortak merkezli birleşmelerdeki çeşitlendirme nedeni vekalet teorisi (Agency Theory) açısından da değerlendirilebilir. Bu teori, sahiplik ve kontrolün ayrı olması durumunda, hissedarlar ve yöneticilere göre farklı riskler doğmuş olması ve amaçlar ile çıkarlar arasındaki farklılıktan dolayı firmanın sahipleri ve yöneticileri arasındaki çıkar

çatışmalarının ortaya çıkacağı mantığını ileri sürer (Lim ve diğerleri, 2009: 580-581). Halka açık şirketlerde işletme sahipleri, işletmenin yönetimini uzman kişilere bırakmaktadır. İşletme yöneticisi olarak adlandırılan bu kişiler aynı zamanda sermaye sahiplerinin getirilerini maksimize etmek için çalışmaktadırlar. Bu yüzden hissedarlar ve yöneticiler arasında çıkar çatışmaları yaşanabilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 260). Sahipliğin hissedarların elinde olduğu ve hakim gücün yöneticiler olduğu işletmelerde, yöneticiler çeşitlendirme ile boyutu artan işletmede daha fazla güç ve itibar kazanırlar. Bilgi avantajından dolayı yöneticiler, hissedarların amaçlarına (kar maksimizasyonu) göre, çok fazla engel olmaksızın amaçlarını maksimize edebilirler. Firmalarda elde edilen nakdi yöneticiler hissedarlara tahsis etmeksizin yeni endüstrilere girme kararlarında kullanabilir (Vannoni, 2000: 49).

Aşağıdaki Şekil 1’de İşletmelerin faaliyet konularına göre birleşme türleri amaçları ile birlikte gösterilmiştir.

Şekil 1. İşletmelerin Faaliyet Konularına Göre Birleşme Türleri



Kaynak: <http://www.bpp.com/acca/downloads/sc/ATP47-Sc.pdf> ve Nieman ve Pretorius, 2004: 112'den geliştirilerek alınmıştır.

## 1.2. İŞLETME SATIN ALMALARI TANIMI VE TÜRLERİ

### 1.2.1. Satın Alma Tanımı

İşletme satın almaları, bir işletmenin başka bir işletmenin tamamını veya çoğunluk senetlerini satın alarak, o işletmeyi kontrolü altında, kendine bağlı bir işletme haline getirmesidir. Burada birleşmede olduğu gibi, satın alan ve satın alınan işletmenin kimlik ve tüzel kişiliği sona ermez. İki işletmede aynen eskisi gibi faaliyetlerine devam eder. Satın alma birleşmelerin aksine, genellikle, satın alan işletmenin tek taraflı arzu ve niyeti ile olmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2007: 312). Birleşmelerde birleşen firmalar yeni bir tüzel kişilik haline gelirken satın almalarda işletmelerden biri diğer bir işletmenin varlıklarını kontrolü altına alacaktır. Ayrıca satın alınan işletmenin hissedarlarının firma üzerindeki sahipliği sone erer ve satın alınan işletme satın alan firmaya bağlı olur. Satın alan işletme varlıklarını, parasını ve kimliğini korur iken satın alınan firma ise tüm varlıklarını ve borçlarını yitirecektir (Mohamad ve Demudoo; 2008: 12).

Bir firmanın bir ya da birden çok firmayı alması durumunda, bu faaliyet satın alma olarak adlandırılmaktadır. Bu işlemde, hedef firma hisselerinin bir kısmının, tamamının ya da varlıklarının önemli bir kısmının alıcı firma tarafından satın alınması söz konusudur. Satın alınan firmanın yapısında bazı örgütsel, finansal ve teknik değişiklikler gerçekleşmektedir (İçke, 2007: 11). Satın almalarda, iki taraf bulunmaktadır: Alıcı ve hedef şirket. Alıcı, hedef şirketi alan taraftır, bu şirketi tüm aktifleri ve pasifleri ile alır ve şirket kontrolünü de elinde bulundurur (Ulaş, 2009: 179).

Satın alma stratejisinin avantajlarını şu şekilde sıralayabiliriz (Ulaş, 2009: 179-180), (Barkema, 2006: 121):

- Satın alma stratejisi hedef ülkeye hızlı giriş imkanı sağlamaktadır. Yatırımcı; ürün hattı, üretim tesisleri, yöneticiler, çalışanlar ve müşteriler üzerinde kontrol kazanmaktadır. Yeni bir girişim kurarak aynı şekilde pazara nüfuz edebilmek ise yılları alabilir.
- Satın alma stratejisinde yatırımın geri dönüşü hızlı olur. Bazı stratejik varlıklar, örneğin bilinen markalar, patentler ve güçlü dağıtım kanallarını geliştirmek mümkün olsa bile güçtür. Satın alınan



işletmenin ürün hattı yatırımcı işletmeninkinden çok farklı olabilir. Satın alınacak aday işletmenin büyüklüğü, ürün hattı, satış, karlılık potansiyeli, yönetimin kalitesi, üretimi, dağıtım kanalı gibi özellikleri satın almanın amacı olabilir.

- Satın almaların temel nedeni pazar gücü kazanmak, yeni yetenekler geliştirmek ve öğrenmektir. Pazar gücü, bir işletme mal ve hizmetlerini rakiplerinden daha fazla satarsa ya da rakiplerinden daha düşük maliyetle faaliyet gösterirse ya da işletme pazar payını artırırsa elde edilir. Satın almaların çoğu rakibi, tedarikçiyi ya da distribütörü satın alma şeklinde olabilmektedir. Pazar gücü kazanmanın amacı, pazar lideri olmaktır.
- Giriş engellerinin üstesinden gelinebilir.
- Başarılı ürün geliştirmek yıllar alabilir, birkaç hafta içinde yeni ürün geliştirmeye çalışılabilir ve riski azaltılır.
- Eğer başarılı bir hedef işletme seçimi ve entegrasyon yapılmışsa, satın almalar araştırma ve geliştirmede, üretim ve alımlarda ölçek ve kapsam ekonomilerinin oluşumuna olanak tanır. İşletmelere yeni müşteri, yeni fikir ve yeni uygulamalar kazandırır. Ayrıca, son yapılan araştırmalarında gösterdiği üzere, zamanla işletmelerin atıl olmaları ve varlıklarını sürdürememelerinin önlenmesinde işletmelere yardımcı olur.

## **1.2.2. Satın Alma Türleri**

### **1.2.2.1. Yaklaşımına Göre Satın Almalar**

Satın almalar düşmanca ve dostça olarak sınıflandırılabilir. Eğer başlangıçtaki teklif şirket yönetim kurulu tarafından reddedilmiş ise bu satın alma düşmanca olarak adlandırılır. Buna karşın söz konusu teklif yönetim kurulu tarafından kabul edilmiş ise bu satın alma dostça olarak adlandırılır (Weir ve Laing, 2003: 550). Yani dostça birleşme ve satın almalarda hedef firma bu işleme karşı çıkmaz, aksine katılır iken

düşmanca birleşme ve satın almalarda işlemler hedef firmanın isteğine karşın gerçekleşir (Bilgin ve Erdoğan, 2004: 433).

#### **1.2.2.1.1. Dostça Satın Almalar**

Bu tip satın almalar satın alan ve satın alınan (hedef) işletmelerin karşılıklı mutabakatları çerçevesinde gerçekleşir.

Şirket satın alma bir şirketi satın alma kararı vermiş olan şirket yönetiminin doğrudan doğruya hedef şirketin ortakları ile ilişkiye girerek onların paylarını satın alma işlemidir. Bu işlemde hedef şirketin üst yönetimi bilgi sahibi olacaktır. Hedef şirketin yönetiminin hedef şirketin pay senetlerinin satın alınmasına veya birleşmeye onay vermesi kadar onay vermemesi de söz konusu olabilir. Birinci durumda dostça devir alma söz konusudur. İkinci durumda ise düşmanca devir almadan söz edilir (Sarıkamış, 2003: 4).

Dostça sonuçlanan teklif verme yolu ile şirket satın almaları şu müşterek özellikleri taşımaktadırlar (Sarıkamış, 2003: 46-47):

- Hedef şirketin yönetimi satın almaya karşı çıkmamıştır.
- Hedef şirket ortaklarına ödeme nakit veya pay senedi verilerek yapılmıştır.
- Hedef şirket için satın alma teklifi veren bir tek firma vardır.
- Hedef şirketin yönetiminin ortaklık payı yüksektir.
- Hedef şirketin sektör içindeki performansı sektör ortalamasının üzerindedir.
- Hedef şirket gelişen bir sektördedir.
- Sektörün ve hedef firmanın q oranları ortalamaya eşittir ve dostça olmayan satın almalarındaki hedef şirket ve sektör rasyosunun üzerindedir.
- Teklif veren firma yeni yatırım olanaklarını arayan bir diğer şirkettir.
- Bir dereceye kadar açıklama beklenmektedir.

### 1.2.2.1.2. Düşmanca Satın Almalar

Satın almalarda karşılıklı arzu ve mutabakat olması başarı için önemli bir faktördür. Ancak, satın almalarda, daha çok satın alanın arzusu ile tek taraflı hareket edildiği ve genellikle dostça olmayan davranışların benimsendiği görülmektedir (Ülgen ve Mirze, 2007: 321). Düşmanca ve dostça satın almalar arasındaki en önemli farklardan birisi mevcut yönetimin rolüdür. Düşmanca satın almalarda mevcut yönetime danışılmaksızın hedef şirketin hissedarlarına doğrudan satın alma teklifinde bulunulur. Her bir hissedar, hisselerini satıp satmamaya bireysel olarak karar verir. Tersine, dostça satın almalar yönetim ve hissedarlar tarafından uygun bulunmuştur (Schnitzer, 1996: 37).

Düşmanca satın alma teklifleri ile yönetimi disipline etmek veya değiştirmek ve dolayısıyla yöneticilerin kontrolü altındaki varlıkların karlılığını artırmada onları yönetmek için düşük performans gösteren hedef işletmeleri devralmaya talip olunur (Sudarsanam ve Mahate, 2003: 9).

Dostça olmayan satın almalar aşağıda sayılan durum ve özellikleri gösterir (Sarıkamış, 2003: 47):

- Satın almaya yönetim karşı çıkmaktadır.
- Yönetimin ortaklık payı düşüktür.
- Birden fazla satın alıcı mevcuttur.
- Hedef şirketin performansı endüstri ortalamasının altındadır.
- Hedef şirketin ve faaliyette bulunduğu iş kolunun q oranları düşüktür.
- Hedef şirket gelişme olanakları sınırlı bir iş kolunda faaliyet göstermektedir.
- Ödeme nakitle yapılacaktır.
- Satın alma girişiminin nasıl bir sonuç vereceği belli değildir.
- Teklifte bulunan atak yapma niteliğine sahiptir.

### 1.2.2.2. Konusuna Göre Satın Almalar

Satın almaların varlık satın almaları ve hisse senedi satın almaları şeklinde iki biçimi vardır. Varlık satın almaları hedef işletmenin varlıklarının tamamı veya bir kısmının bir diğer işletme tarafından satın alınmasıyla gerçekleşir. Hisse senedi satın almaları ise, bir şirketin hedef işletmenin yönetimine nüfuz etmek amacıyla hedef işletmenin hisse senetlerini belirli bir oranda satın almasıdır. Bu bağlamda satın alınan hisse senetlerinin oranına bağlı olarak satın almalar;

- Komple satın almalar (Hedef işletmenin çıkardığı hisse senetlerinin %100'ü)
- Çoğunluk satın almaları (%50-%99)
- Azınlık satın almaları (%50'den az)

şeklinde kategorize edilebilir (Mohamad ve Demudoo; 2008: 15).

#### 1.2.2.2.1. Hisse Senedi Satın Almaları

Hisse senedi satın almalarını, ülkemiz özelinde ve konumuz bağlamında ele aldığımızda mevcut sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz.

Bilindiği üzere, anonim şirketlerde ortaklık hakkı pay sahipliği ile belirlenmektedir. Kim paya sahipse ortak o'dur. Sermaye yapılanması içinde kaç adet pay sahibi olunmuşsa o sayıda ortaklık hakkı vardır. Dolayısıyla pay devri aynı zamanda ortaklık hakkının devri anlamına gelir. Bazı şirketlerde payı temsil eden hisse senedi çıkartılır. Bunlar ya nama yazılıdır ya da hamiline yazılıdır. Hamiline yazılı hisse senetleri özellikle pay devrinin kolayca yapılmasını sağlayan hisse senetleridir. İşte bu kolaylık hisse senetlerinin menkul kıymetler borsalarında devir edilmelerine imkan veren bir yapıyı da ortaya koymuştur. Burada şirketler sermayelerinin bir bölümünü temsil eden paylarını yani hisselerini borsa da kote ederek, bu payların yani hisselerin kolayca devrinin yolunu açmışlardır. Burada gerçekleşen Takasbank uygulaması sadece verilen talimatlarla hisselerinin devir edilmesine imkan tanımıştır. Bu talimatlar doğrudan doğruya ortak tarafından değil bir aracı kurum aracılığıyla verilen talimatlardır. Yukarıda bahsettiğimiz mekanizma

çerçevesinde İMKB’de yer alan farklı pazarlara kote edilmiş hisse senetleri devir işlemlerine konu olmaktadır. Pay sahipliği kadar ortaklık hakkına sahip olunması zaman içerisinde menkul kıymetler borsalarında yapılan hisse senedi devir işlemleri ile şirket genel kurulunda çoğunluk oyunu sağlamaya elveren bir yapıyı ortaya çıkarabilmektedir. Bu şekilde hedef olarak belirlenen şirketin ikincil piyasalarda işlem gören hisse senetleri ilgili borsa pazarında satın alınarak şirket yönetiminde söz sahibi olunmaya çalışılır. Ayrıca yapılan işlemler dikkat çekmeyecek şekilde farklı zamanlarda ve küçük miktarlarda yapılır. Ancak, genellikle şirket kurucuları sermaye yapılanmasında tertipli sermaye oluşumuna gitmekte, tertiplerden birine sağlanan oy imtiyazı, borsaya kote edilmeyen bu payların sahiplerine büyük imkan sağlamak ve her halükarda imtiyazlı payın verdiği çoğunluk oyuyla şirket genel kurulunda söz sahibi olmaktadır. Bu yüzden menkul kıymetler borsalarında yatırımcıların nedenli büyük pay oranına sahip olsalar da şirket yönetimini ele geçirmeleri pratikte mümkün olmamaktadır.

Şirket kontrolünü sağlamaya yönelik olarak hisse senetlerinin işlem gördüğü borsa pazarlarında satın alınması uzun zaman gerektireceğinden pratikte zordur. Bu duruma koşut olarak İMKB bünyesinde Toptan Satışlar Pazarı oluşturulmuştur. Bu pazarın amacı; önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin, Borsa’da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir piyasada gerçekleştirilmesini sağlamaktır. Toptan Satışlar Pazarında hisse senetleri İMKB’de işlem gören ve görmeyen şirketlerin sermaye artırımı yoluyla ihraç edilecek hisse senetlerinin veya bu şirketlerin mevcut ortaklarının sahip oldukları hisse senetlerinin, önceden anlaşma yapılmış ya da yapılmamış alıcılara tahsisli veya toplu olarak satışı yapılır. Özelleştirme kapsamında bulunan şirketlerin hisse senetlerinin blok satışı da Toptan Satışlar Pazarında gerçekleştirilmektedir. Burada iki farklı satış/satın alma işlemine dikkat çekmekte fayda vardır. Bunlardan birincisi Tahsisli Satış’dır. Tahsisli satış, sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin mevcut hissedarlarca, halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere, kayıt öncesi belirlenmiş yurtiçinde yerleşik kişilere tahsisli olarak ve borsanın ilgili pazarında toptan satışdır. İkincisi ise Blok Satış’dır. Blok satış, bir firmanın sermayesinin %10’undan daha fazla hisse satışını ifade eder. Bu işlemde şirkete yeni bir ortak alınması için belli muhtemel yatırımcıların

hedeflenmesi ve bunların davet edilmesi, görüşmeler sonucunda anlaşılan birinin de şirkete ortak yapılmasıdır.

Menkul kıymet borsalarında hisse senetlerinin satın alınmasına olanak sağlayan üçüncü bir yöntemde Çağrı yoluyla (Tender Offer) ortaklık paylarının toplanmasıdır. Çağrı, bir ortaklığın pay sahiplerine, söz konusu ortaklık paylarını devralmak üzere yapılan zorunlu veya isteğe bağlı pay alım teklifini ifade eder. Pay devri bazen anonim ortaklığın yönetim hakimiyetini devralana bırakmak sonucunu doğurabilir. Halka açık anonim ortaklıklarda kontrol değişikliği halinde azınlıktaki ortakları koruyucu düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Bu bağlamda Sermaye Piyasası Kurulu 27337 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Seri: IV, No:44 sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği ile konuyla ilgili en son yasal düzenlemeyi yapmıştır. Buna göre anonim ortaklığın yönetim kontrolündeki değişiklik nedeniyle ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahiplerinin hisse senetlerini satmak suretiyle ortaklıktan ayrılmalarına imkan tanınmıştır. Buna göre, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadırlar. Burada önemli olan nokta işlemin yönetim kontrolünde bir değişiklik meydana getirip getirmediğidir. Bu bağlamda, yönetimin kontrolü, ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması yönetim kontrolünün elde edilmesidir. Bunun dışında, söz konusu orana bağlı olmaksızın, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi de yönetim kontrolünün elde edilmesi anlamına gelir.

#### **1.2.2.2.2. Varlık Satın Almaları**

Satın alma, bir işletmenin diğer bir işletmeyi kendisine bağlı ortaklık yaparak ya da üretim tesisleri gibi seçili varlıklarının sahipliğini kontrolü altına aldığında gerçekleşir (DePamphilis, 2010: 20). Eğer satın alma hedef işletmenin varlıklarının

önemli bir bölümünü ya da tamamının satışını içeriyorsa, genellikle hedef işletme işlem sonrasında tasfiye edileceğinden alıcı işletmeden sağlanan gelir hedef işletmenin hissedarlarına dağıtılmış olacaktır. Bununla birlikte, eğer, satın alma hedef işletmenin varlıklarının daha az bir oranını içeriyorsa hedef işletmenin üç opsiyonu vardır. (i) işlem sonrasında varlığını sürdürebilir ve satış gelirlerini hissedarlarına dağıtmaz. (ii) işlem sonrasında varlığını sürdürebilir, satış gelirlerinin bir kısmını ya da tamamını hissedarlarına dağıtır ve kalan varlıklarını alıcıya satmaz. (iii) işlem sonrasında tasfiye olabileceğinden satış gelirleri ve elde tuttuğu varlıklar hissedarlarına dağıtılacaktır (Ferenczy, 2008: 27-29).

### **1.2.3. Birleşme ve Satın Almalara Yönelik Diğer Sınıflandırmalar**

Birleşme ve satın almalar değişik açılardan da sınıflandırılabilir. Örneğin, birleşme veya satın almalar, sermaye piyasaları açısından hisse başına kazancı artırıcı ya da azaltıcı şeklinde sınıflandırılabilir gibi finansal açıdan işlemin finansmanına göre hisse senedi ile finans veya nakit ile finans şeklinde de kategorize edilmektedir. Ayrıca birleşme ve satın alma işleminde taraf olan işletmelerin, teknoloji yönlü olup olmamasına göre de bir ayırım yapılabilirken, stratejik açıdan da çeşitlendirme veya yoğunlaşma amaçlı birleşme ve satın almalar söz edilebilir. Coğrafi açıdan ise yurtiçi veya sınır ötesi birleşme ve satın almalar şeklinde de ayırmalar yapılabilmektedir (Zappa, 2008: 13-14).

Küreselleşme eğilimleri paralelinde uluslar arası sermaye akımlarının son yıllarda büyük miktarlara ulaşması nedeniyle ve bu durumdan ülkemizin de etkilendiğini dikkate aldığımızda birleşme ve satın almalar coğrafi açıdan değinmekte fayda vardır. Buna göre, genel merkezleri farklı ülkelerde bulunan hedef işletme ile satın alan işletmeyi kapsayan birleşme sınır ötesi birleşme olarak tanımlanırken, genel merkezleri aynı ülkede bulunan işletmeler arasında gerçekleşen birleşme yurt içi birleşme ve satın alma olarak tanımlanır (Shimizu ve diğerleri, 2004: 3009). Sınır ötesi birleşme ve satın almalar farklı ekonomilerde yerleşik iki firmanın veya iki farklı ülkeye ait ancak aynı ülke içinde faaliyetlerini sürdüren iki firmanın birleşme ve satın alma işlemlerini içerir (Mohamad ve Demudoo; 2009: 15). Bir başka tanıma göre, genel merkezi farklı ülkelerdeki işletmeler arasında

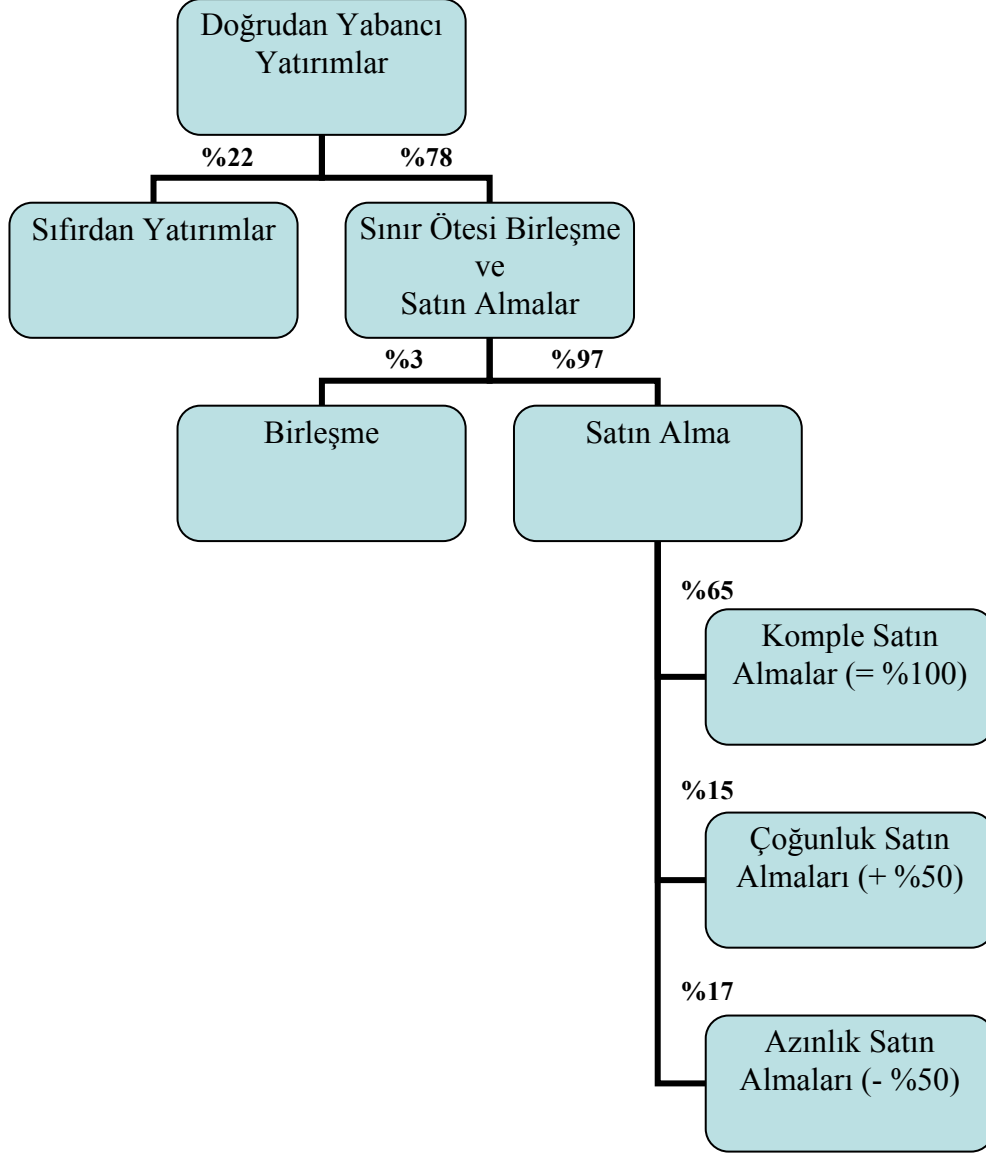
gerçekleşen birleşme ve satın almalar sınır ötesi birleşme ve satın alma olarak adlandırılır (Arumugam, 2008: 11).

Bir firma, başka bir ülkede sıfırdan yeni tesis kurarak veya o ülkedeki bir firmayı satın alarak/birleşerek büyüebilir. Sınır ötesi birleşme ve satın almalar, tıpkı yurtiçi birleşme ve satın almalarda olduğu gibi, hedef işletmenin kontrolündeki değişimi içerir, oysa sıfırdan yatırımlar yeni varlıklar meydana getirir. Bir sınır ötesi birleşme ve satın almada iki firmanın varlıkları ve faaliyetleri yeni bir tüzel kişilik altında birleşirken, sınır ötesi birleşme ve satın almada varlıkların kontrolü yerel bir firmadan yabancı bir işletmeye transfer edilir (Krishnamurti ve Vishwanath: 2008: 183). Yurtiçi ve sınır ötesi birleşme ve satın almalar arasındaki fark, sınır ötesi birleşme ve satın almada yabancı bir şirkete yerel bir işletmeden varlık ve faaliyetlerin kontrolünün transferidir. (Lee, 2009:3).

Doğrudan yabancı yatırımlar açısından da sınır ötesi birleşme ve satın almaları ele almak mümkündür. Çünkü aşağıdaki Şekil 2’de görüldüğü gibi dünya ölçeğinde gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımların büyük çoğunluğu sınır ötesi birleşme ve satın almalar şeklinde gerçekleşmektedir. Ayrıca sınır ötesi birleşme ve satın almalar büyük oranda satın alma amacıyla gerçekleşmektedir. Bu bağlamda doğrudan yabancı yatırımlar bir ülkeye ya yeni bir tesisin kurulmasına yönelik olan sıfırdan yatırımlar şeklinde ya da mevcut bir yerli firma ile birleşme veya onu satın alma amacıyla gelirler.



**Şekil 2. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Bağlamında Uluslararası Fon Akımlarının Gerçekleştirilme Şekilleri ve Yüzdeleri**



Kaynak: Brakman ve diğerleri, 2006: s.2

Not: %22-%78 ifadeleri işlemlerin parasal değerleri açısından, diğer %'lik gösterimler ise işlemlerin sayıları açısından değerlendirilmiştir.

Görüldüğü gibi dünya ölçeğinde gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar büyük oranda sınır ötesi birleşme ve satın almalar şeklinde yapılırken, birleşmeden çok satın alma amacının bu fon akımlarındaki egemen unsur olduğu ön plana çıkmaktadır.

Sınır ötesi birleşme ve satın almaların dinamikleri çoğunlukla yurt içinde gerçekleştirilen birleşme ve satın almalarla benzerlik gösterir. Fakat sınır ötesi birleşme ve satın almalar uluslar arası yapıları ve aynı zamanda farklı ekonomilerdeki ülkeler, kurumsal ve kültürel yapıları nedeniyle kendine özgü sorunları içerir. Sınır ötesi birleşme ve satın almalar yeni ve karlı piyasalara girmede kullanılabilirken aynı zamanda işletmenin var olan ürünlerinin satışlarını piyasada artırabilir. Bu tip birleşme ve satın almalar gelecekte olası bir tehlikeyi önleme veya yeni fırsatlardan avantaj elde etme amacı ile de gerçekleştirilebilirler. Ayrıca genel merkezleri farklı ülkelerdeki işletmelerin birleşmesi veya satın alınması özellikle satın alan işletmeye yeni yetenekler elde etmede ve yeni bilgiler öğrenmede güzel fırsatlar sunar (Shimizu ve diğerleri, 2004: 3009).

Sınır ötesi birleşmelerin şu gibi yararlarından söz edilebilir:

- Yabancı bir ülke veya Avrupa Birliği gibi belirli bir bölgede faaliyete geçmenin oldukça kısa bir yoludur.
- Teknolojiyi içsel olarak geliştirme yerine, çok daha düşük maliyetle mevcut teknolojiye ulaşma olanağı sağlar.
- Sınır ötesi birleşmelerde iç ekonomilere oranla daha büyük ölçek ekonomileri elde edilebilir.

Bununla birlikte sınır ötesi şirket birleşmelerinin bazı olumsuz yönleri de vardır. Şöyle ki:

- Kültür farklılıkları, çeşitli milliyet, adet ve değerlere sahip örgütlerin birleşmelerini güçleştirici bir rol oynamaktadır.
- Ulusal bir şirketin yabancı şirket içinde erimesi, ev sahibi ülkede olumsuz siyasal tepkiler doğurur.
- Farklı milliyetlere mensup şirketlerin birleşmesi, işçi ücretleri ve toplu sözleşmeler yönünden de sorunlara yol açabilir (Seyidoğlu, 2003: 458).

## 2. BİRLEŞME VE SATIN ALMA NEDENLERİ

Birleşme ve satın almalara ilişkin kavramsal bilgilere önceki bölümlerde yer verilmişti. Birleşme ve satın alma arasındaki farklılık işlemlerin ekonomik boyutundan değil hukuksal gerekçelerden kaynaklanmaktadır. Bir diğer ifade ile birleşme ve satın alma farklı iki kavram olsa da aynı amaçlara hizmet ederler. Bu çerçevede birleşme ve satın alma işlemlerinin nedenlerini aynı başlıklar altında aşağıdaki şekilde açıklayabiliriz.

İşletmeler, bir taraftan rekabet ortamında yaşamlarını sürdürürlerken, diğer taraftan da, büyümeye ve faaliyette buldukları alanlarda gelişmeye çalışırlar (Eren, 2005: 222). Birleşme ve satın almaların, karlarda ve üretimde artışa, yeni piyasalarda büyük fırsatlara ve işletmelerin büyümesine neden olacağı beklenir. Birleşme ve satın almalar, “sıfırdan yatırımlardan” farklı olarak verimli yeni varlıklar ortaya çıkarmaz ancak bununla birlikte faaliyet ekonomileri ve ölçek ekonomileri meydana getirmesi, dikey/yatay işlem maliyetlerini içselleştirmesi, ürün ve teknolojilerin yeni birleşimlerini ortaya çıkarması aracılığıyla etkinliği artırarak değer yaratabilir (Ferraz ve Hamaguchi, 2002: 383).

Birleşme, satın alma ya da başka bir deyişle şirket evlilikleri temelde sinerji yaratmak için başvurulan bir yöntemdir. Firmaları şirket evliliklerine götüren nedenleri, değer yaratıcı nedenler ya da alıcı ile satıcı açısından nedenler olarak incelemek mümkündür. Değer yaratıcı nedenler ortak kullanımlarla verimliliği arttırmak; tamamlayıcı alanlarda faaliyet gösteren firmalar arasındaki sinerjilerden faydalanma; pazar payını büyütme; yeni pazarlar elde etme; riski yayma; rekabet gücü elde etme; karlı yatırım yapmak; saklı değerleri ortaya çıkarmak ve yönetim iyileştirilmesini içerir. Satıcı açısından ise şöyle sıralanabilir: Finansal nedenler; şirket sahibinin yapmış olduğu maddi ve manevi yatırımın karşılığını almak istemesi ve finansal kısıtlamaların şirketin büyümesi için engel teşkil etmesi. Yönetim devamlılığı açısından aile şirketlerinde yaşlılık, hastalık, emekli olma isteği ve firmayı devam ettirecek aile bireyleri olmaması, ortaklar arası anlaşmazlık. Stratejik nedenler arasında ise belli bir büyüklüğe ulaşmış firmanın, artık kurumsallık, dağıtım ağları, finansal güç, uluslararası erişim, teknolojik markalar ve yeni pazarlara ulaşmak istemesi sayılabilir (Tatoğlu, 2009: 141-142).

Günümüz birleşmelerinin temelinde yatan gerçek ya da kaygı küreselleşmedir; “belli bir ölçüğe erişemezsem yok olurum kaygısı”. Birleşme sonucu kapasite artışı gerçekleşebilir. Bunun yanı sıra teknolojik yararlar söz konusu olabilir. Birleşme sonucu, taraflardan birinde bulunan Ar-Ge altyapısı ve personeli sayesinde önemli bir tasarruf sağlanmış olur. Birleşme sonucu, şirketlerin ürün gamı çeşitlenir; değişik pazar segmentlerine ve nişlerine girebilme fırsatı yakalamış olabilir ([http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi\\_merkezi/020601/20784](http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020601/20784) 29.04.2009).

Yeni bir piyasada ve farklı bir ülkede faaliyette bulunmak zor olabilir. Kuruluş, örgütlenme ve piyasada yer edinme hem zaman alır hem de kaynak gerektirir. Bu bağlamda, yeni ürünün bölgesel veya uluslar arası pazarlara giriş zorluğu bulunmasa bile, bu hususlarla ilgili örgütlenme ve koordinasyon zaman alabilmektedir. Ürün yaşam safhasını kaçırmamak veya öncü işletme avantajlarını kullanmak için pazara çok hızlı girmek gerekebilir. Bunun en iyi yolu, pazarda mevcut işletmelerle birleşmeler yapmak veya satın almalar gerçekleştirmektir (Ülgen ve Mirze, 2007: 313).

Şirket birleşmelerinde, faaliyetlerin daha etkin yürütülmesi, faaliyet sinerjisi ve finansal sinerji elde edilmesi, yönetim etkinliğinde artış, piyasa payı, ürün geliştirme ve dağıtım sistemindeki ilerlemeler, marka, patent, yeni teknoloji ve üretim süreçlerinin elde edilmesi, kar marjının arttırılması, istenen niteliklere sahip elemanların elde edilmesi, başarısız yönetimin elimine edilmesi ve vergi avantajları işletmenin bütünsel değerini arttırabilir (Demir ve Ülengin, 2008: 94).

Birleşme iki işletmenin harekete geçmesi ile meydana gelir. Bunlardan birincisi devralan işletme, diğeri de devreden işletmedir. Bu tür işletmelerin her ikisi de bir takım nedenlere dayanarak birleşirler. Bu nedenler şöyle sıralanabilir. Devralan işletmenin birleşme nedenleri; işletme hisse senedinin değerini arttırmak, büyüme hızını arttırmak ve iyi bir yatırım yapmak, satış ve gelirlerde istikrar sağlamak, ürün türünü dengelemek, tamamlamak ya da çeşitlendirmek, rekabeti azaltmak, ihtiyaç duyulan kaynakları hızlı bir şekilde elde etmek, vergi ayrıcalıkları ve faydalarından yararlanmak ve sinerjinin avantajlarını elde etmek olurken, devreden işletmenin birleşme nedenleri; sahip olunan hisse senedi ve yatırımın değerini arttırmak, büyüme hızını arttırmak, faaliyetleri istikrara kavuşturma da

kaynaklar elde etmek, vergi yasalarından faydalanmak, üst yönetimin vekalet problemleri ile ilgilenmek olmaktadır (Kazmi, 2005: 184).

Bu çerçevede yukarıda sözünü ettiğimiz nedenlere benzer veya ilave olarak bir işletmenin diğer bir işletmeyi satın almasının veya birleşmelerinin gerekçeleri olarak şunlarda söylenebilir: (i) Yeni bir piyasaya giriş, (ii) büyüme, (iii) çeşitlendirme, (iv) dağıtım ağı, (v) yeni sürdürülebilir avantajlar elde etmekle birlikte mevcut rekabetçi avantajların iyileştirilmesi, (vi) hissedar değerini artırmak için düşük değerlendirilmiş varlıkların satın alınması, (vii) bir sanayideki devrim niteliğindeki değişime cevap olarak, (viii) diğer işletmeler, endüstriler hakkında yeni bir bilginin elde edilmesi (Tanure, 2009: 138).

## 2.1. KÜRESELLEŞME

Küreselleşme, uluslar arası sosyal, ekonomik, askeri, politik, sınır ötesi ve kültürel karşılıklı ilişkilerin ölçek, kapsam, çeşitlilik, hız ve boyut olarak artmasını (Wiarda, 2008: 3) ve dünya genelinde homojenleşmeyi (Tağraf, 2002: 36) ifade etmektedir. Piyasaların ve endüstrilerin küreselleşmesi son yirmi yılda dünya ekonomisindeki en önemli değişimlerden biri olmuştur. Çok taraflı ve bölgesel ticari engellerin kaldırılması, uluslar arası ticaret ve iletişim maliyetlerinin azalması, finansal piyasaların küresel olarak bütünleşmesi ve reformlar dahil bir çok etki küreselleşmenin ortaya çıkmasına katkıda bulunmuştur (Wiersema ve Bowen, 2008: 115).

Bir endüstrinin küreselleşmesi hem satışların hem de karların artması için fırsatlar sağlarken aynı zamanda diğer küresel rakiplerle etkili bir şekilde rekabet etmek için küresel anlamda ölçek ve kapsam ekonomilerini gerçekleştirme gibi önemli tehditler ortaya çıkarır (Wiersema ve Bowen, 2008: 118). Dolayısıyla küreselleşmenin etkileri, küresel piyasa fırsatları ve küresel piyasa tehditleri olarak iki ana kategoride sınıflandırılabilir. Ticaret, yatırım ve pazar potansiyelindeki artışlar ve kaynaklara kolaylıkla erişebilirlik küresel piyasa fırsatları olarak, belirsizlik düzeyindeki ve rekabetteki nicelik ve seviye artışı da küresel piyasa tehditleri olarak adlandırılır (Thoumrunroje, 2004: 4). İster fırsat yaratsın, isterse de tehdit oluştursun küreselleşme olgusu işletmelerin faaliyet biçimlerinde ve tercihlerinde çok ciddi değişiklikler meydana getirmiştir. Bu bağlamda, piyasanın

genişleyip dünya boyutuna ulaşması, taşıma ve haberleşmenin hızlanması, teknolojinin hızlı ve sürekli gelişimi, tüketici davranışlarında ortaya çıkan değişiklikler (Büker ve diğerleri, 2008: 573), ürün hayat eğrilerinde meydana gelen kısaltmalar (Tağraf, 2002: 36), doğrudan yabancı yatırımlardaki artış, işletmelerin üretim süreçlerinin dünya ölçeğinde bütünleşmesi (Huq ve Tribe, 2004: 916), küresel anlamda üretimin artmasına paralel olarak küresel tüketimin hızlanması, (Buckley, 2009: 133), vb. faktörler işletmeleri çeşitli yönlerden etkilemektedir.

İşletmeler değişen çevre koşullarının yaratmış olduğu yeni durumlara adapte olabilmek, rekabet avantajlarını artırabilmek için sürekli bir arayış ve değişim içinde bulunmaktadır. Aksi durumda, ya sistem onları değişime zorlayacak veya rekabet edemeyerek piyasadan silinebileceklerdir (Eleren ve diğerleri, 2003: 38). Küreselleşme olgusunun varlığı, teknolojinin gelişmesi, buna bağlı olarak yeni faaliyet sahalarının ortaya çıkması, işletmelerinde kendilerini revize etmeleri ihtiyacını doğurmuştur (Akyüz, 2007: 33). Bu ihtiyacı gidermek için yapılacak olan yeniden yapılandırma çalışmalarında, işletmeler başarılarını kanıtlamak ve varlıklarını değişen koşullara göre daha güçlü sürdürebilmek için büyüme yolunu tercih etmektedirler (Yörük ve Ban, 2006: 89). Son yıllarda dünya da artan bir trend gösteren şirket birleşmelerinde küreselleşmenin getirdiği yeni sorunlara karşı ortak bir strateji geliştirme, ürün hattının ve dağıtım ağının genişletilmesi, araştırma-geliştirme ve üretim sürecinin daha etkin kılınması, maliyetlerin kontrol altına alınması gibi birçok etken rol oynamıştır ( Ülgen ve Koçer, 2002: 52).

Global rekabetin artması ile birlikte, başka işletmelerle dayanışma ve işbirliği içine girme, stratejik birlikler oluşturma gayretleri de artmıştır. Çünkü bugün artık işletmeler, dünya çapında rekabet için gerekli bilgi ve diğer kaynaklara tek başlarına sahip değildirler. Dünün mahalli ve ulusal pazar ve rekabetin yerini, bugün uluslar arası pazar ve rekabet almıştır (Koçel, 2003: 426). Bu bağlamda, dünya ekonomisinde değişime yönelik güçlü baskı unsurları son yıllarda birleşme ve satın alma faaliyetlerine de yansımıştır. Söz konusu bu baskı unsurları;

- Teknolojideki değişim hızının artması,
- İletişim ve taşıma maliyetlerindeki azalmalar,
- Piyasaların uluslar arası bir alan haline gelmesi,

- Rekabetin şiddeti, şekli ve kaynaklarının genişlemesi,
- Yeni endüstrilerin ortaya çıkması,
- Bazı alanlarda düzenlemeler artarken, bazı endüstrilerde düzenlemelerin meydana gelmesi,
- Uygun olan ekonomik ve finansal ortamın 1982'den 1990'a ve 1992'den 2000'in ortalarına kadar sürmesi,
- Güçlü ekonomik büyümenin olduğu bir ortamda bazı ekonomi ve endüstrilerde problemlerin ortaya çıkması,
- Gelir ve refah düzeyindeki eşitsizliklerin artması,

şeklinde sıralanabilir (Weston, 2001: 396).

## 2.2. BÜYÜME

İşletmeler arası birleşme, satın alma veya ortak iş yapmak suretiyle elde edilmek istenen nihai sonuç; birleşmek satın almak ve ortak iş yapmak olmayıp; büyümek, durumu korumak veya rekabet üstünlüğü sağlamaktır. Stratejiler “nihai amaç veya sonuç” a dönük olup hiçbir işletme “birleşmek ve satın almak” amacı ile birleşme yapmaz. Büyümek, durumu korumak veya rekabet edebilmek için birleşme ve satın alma yapar (Ülgen ve Mirze, 2007: 310).

Kelime anlamı ile büyüme, organizmanın bütününde veya bu bütünün bir bölümünde boyutların artması anlamına gelmektedir (www.tdk.gov.tr 02.03.2009). Büyüme, mevcut durumdaki genişlemeyi ifade eder. Canlılarda büyüme, boy ve kilo olarak belirlenirken; işletmeler açısından büyüme pazar payının gelişmesi, kapasitenin artması, şube sayısındaki artış, personel sayısı, işletmenin konumluk yerinin genişlemesi, satış hacmi (Erkoç, 2006: 25-26), daha büyük karlara ulaşma ve hisse senedi fiyatında artış (Tomasko, 2006: 12) gibi değişik ölçütler göz önünde bulundurularak belirlenir.

İşletmelerde büyüme, işletmenin özelliklerine göre; satış gelirlerinde, ürün çeşitliliğinde, kaynak büyüklüğünde (çalışanların sayısı, sermaye büyüklüğü), varlık büyüklüğünde (yatırımlarda büyüklük) ve kapasite kullanımında niceliksel bir artışı ifade etmektedir. (Ülgen ve Mirze, 2007: 215). Büyümenin miktar artışını ifade ettiği

düşünülse de, işletme büyümesi kavramı gelişim ve değişim sürecinin sonucu olarak, bir nitelik değişimini ve hacim artışını anlatır. Yani büyüme, sadece işletmenin yapısını oluşturan maddi ve beşeri faktörlerin nicelik olarak artışını değil, aynı zamanda niteliksel değişimlerini de içerir. Bu sebeple büyüme, belli bir zaman süreci içerisinde işletmenin belli bir ölçekten başlayarak yapısını teşkil eden maddi ve beşeri unsurlar da meydana gelen niceliksel ve niteliksel değişim ve gelişmeleri ifade etmektedir (<http://www.bilgiyonetimi.org> 10.03.2009).

Ayrıca işletmeler varlıklarını koruyabilmek için maliyetleri, sermayeyi, teknolojiyi, iletişim ve pazarlara ulaşım imkanlarını ve belki de en önemlisi işletme risklerini paylaşarak büyümeyi tercih etme durumunda kalmaktadırlar (Titiz ve diğerleri, 2007: 118). İşletmeler hayatlarını devam ettirmek ve etkililiğini arttırmak amacıyla büyüme stratejileri izlerlerken (Bakoğlu, 2004: 511) aynı zamanda çevresel koşullar, tüketici kavramının değişmesi ve rakip işletmelerin yeni teknolojiler ve büyük sermayelerle pazarda faaliyet göstermeleri işletmeleri büyüme sürecine zorlamaktadır (<http://notoku.com/isletmelerde-buyume-kavrami/> 11.03.2009).

Büyüme stratejisinin, firmalara rekabet avantajına sahip olma konusunda önemli yararlar sağladığı düşünülmektedir. Büyüme konusuna gereken önemi vermeyen firmaların, rakiplerinin gerisine düşüp, piyasa paylarında ciddi düşüşler kaydetmeleri kaçınılmaz olmaktadır (İçke, 2007: 5). Bu çerçevede işletmelerin rekabetçi başarıları, değişen müşteri ihtiyaçlarını tahmin etme ve giderme, yüksek kalite standartlarına uygun olarak ürün ve hizmetler üretme, üretimi doğru bir şekilde sayısallaştırma ve karlılığı artırmak için üretim maliyetlerini azaltma gibi kararlarla ilintilidir (Carneiro, 2007: 52). İşletmeler günümüzde piyasadaki mevcut durumlarını devam ettirmek ve geleceği güvence altına almak ve uyum sağlamak, esnek, etkin ve hızla büyüyen olmaya gereksinim duyarlar. Bu nitelikler olmaksızın, günümüzün küresel ekonomisinde rekabetçi olmak hemen hemen imkansızdır (Lee ve Lim: 2006: 112).

İşletmelerdeki basit bir kural; “büyümek ya da ölmek” tir. Şirketler büyüme yolu ile rakiplerden pazar payı alacak, ekonomik karlar elde edecek ve hissedarlara kazanç sağlayacaktır (Sherman ve Hart, 2006: 1). Şirket büyüme ve gelişmesi için değişik nedenler vardır. Büyüklük, şirketin gücü hakkında müşteriye güven verir.



Kar, maliyet, gelir ve prestij ise büyüme için diğer olası nedenlerdir (Delaney ve Wamuziri, 2004: 65). İşletmeler satış ve kar düzeylerini artırmak ya da korumak amacıyla sürekli olarak büyümeye çalışmalıdırlar. Ancak bu şekilde hayatta kalabilmeleri mümkün olur (Claver ve diğerleri, 2006: 188). Hızlı bir değişimin yaşandığı çağımızda işletmelerin yaşamını sürdürebilmek, pazar paylarını arttırabilmek ve yeniliklere uyum sağlayabilmek amacıyla büyümeye dayalı stratejilerin geliştirilmesi daha çok önem kazanmıştır (Wolff, 2002: 303).

Büyüme işletmelerin doğasında var olan bir şeydir. İşletmeler yaşamları boyunca sürekli olarak büyümelidirler. Rakip firmaların bulunduğu bir çevrede en azından rekabetçi durumlarını devam ettirmek istiyorlarsa daha hızlı büyüyebilirler (Claver ve diğerleri, 2006: 188). Dolayısıyla büyüme olayı, yaşayan her canlı varlık için doğal gelişmedir. İşletmeler de canlı bir organizmaya benzediğine göre kuruluş ile doğum, daha sonraki yatırımlar ile gelişme dönemine girdiği ve her canlı varlık gibi bir gün sona ereceği bir gerçektir (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2001: 140). Bu çerçevede büyüme işletmelerin varlık nedenlerinden birisidir. Gelişen bir ekonomi de büyüme, sağlıklı ve başarılı işletmeler için normal bir süreçtir. İşletmelerin çoğu küçük boy işletme olarak faaliyete başlamakta ve zaman içerisinde çeşitli aşamalardan geçerek belli bir büyüklüğe ulaşmaktadırlar (Özgener, 2003: 139). Diğer bir ifade ile hiçbir işletme kuruluşunu takip eden ilk yıllarda olduğu gibi sınırlı satış ve kar oranları ile faaliyetlerini sürdürmek istemez. Gelecekte daha iyi olanaklara sahip olmak, piyasaya hakim olmak, rekabeti azaltmak, satış ve karlılığı arttırmak için işletmeler büyüme stratejileri izlerler.

İşletmeleri büyümeye yönlendiren temel motiv (güdü) ekonomik olmakla beraber, bu konu da psikolojik etmenler de etkili olmaktadır. Büyük rakipler karşısında ezilme, bağımsızlığı yitirme korkusu, eskimiş olma kaygısı, tutku, hırs, yaratıcılık, devingenlik (dinamizm) gibi (Akgüç, 1998:890).

Büyüme, içsel ve dışsal büyüme olarak iki şekilde gerçekleştirilebilir. İçsel büyüme, mevcut tüzel kişilik içerisinde, işletmenin faaliyetlerinin ekonomik boyutunun arttırılmasıdır. Yeni ürünler geliştirerek pazar payının artırılması içsel büyümeye örnek olarak verilebilir. Dışsal büyüme ise işletmenin diğer işletmelere

yatırım yapmasıdır. Yatırım, diğer işletmenin bir bütün olarak satın alınması veya bu işletmeye ortak olunması şeklinde olabilir (Karapınar, 2006: 4).

### **2.2.1. İç Büyüme**

İç büyüme bir işletmenin mevcut faaliyetlerinde ortaya çıkan satış artışlarından meydana gelmektedir (Fridson ve Alvarez, 2002: 73). Büyümenin bu türü aynı zamanda işletmenin esas büyümesi olarak bilinmektedir. İç büyüme mevcut müşterilere daha fazla ürün ve hizmet satarak, yeni müşterilere ürün satarak ya da yüksek fiyattan ürün satarak ortaya çıkar (Dalton ve Dalton, 2006: 5). İşletmelerin faaliyetleri sonucunda yarattıkları ya da dışarıdan temin ettikleri kaynakları yeni yatırım alanlarına yatırmaları ile gerçekleştirdikleri büyüme içsel büyümedir (Titiz ve diğerleri, 2007: 118). İç büyüme herhangi bir işletme için uzun vadeli önemli bir strateji olup müşteri memnuniyeti, işgören bağlılığı ve karlılığın taahhüt edilmesi ile ulaşılan büyümedir (Hess, 2007: 1). Genel anlamda iç büyüme yeni bir fabrika kurmak ya da pazarlama ve dağıtım kapasitesini artırmak gibi uygulamalarla işletme dahilinde yapılan yatırımlarla gerçekleştirilir (Peck ve Temple, 2002: 254).

Bu büyümenin sonucunda kapasite artışı, istihdam artışı ve ciro artışı meydana gelir (Campbell ve diğerleri, 2002: 214) ve ayrıca ölçek ekonomilerine, uzun vadede ise üretim maliyetlerinde azalmalara neden olabilir (Grant ve diğerleri, 2003: 86). Bazı işletmeler, satış, üretim, konum ve işgücü artışı yolu ile içsel olarak büyümeyi tercih ederler. İç büyüme, değişen çevresel koşullara uyum sağlanabilmesi için daha fazla karar alınmasına olanak tanır. Yönetim başka bir işletme ile birleşme ya da satın alma üzerinde değil üretim kapasitesinin artırılması konusunda yoğunlaşır. İşletmenin imaj, kültür, kalite ve etkinliğinin korunmasında bir strateji olarak kullanılır (Alkhafaji, 2003: 99). İç büyüme; faaliyette bulunan coğrafi bölgede genişleyerek, perakende mağaza zincirleri vasıtası ile daha fazla müşterilere ulaşarak, araştırma ve geliştirme ile yeni ürünler ortaya çıkararak, süreç ve teknoloji geliştirerek verimliliği artırmak ve maliyetleri düşürerek gerçekleştirilir (Truiit, 2006: 33). Aynı zamanda söz konusu büyüme satın alma ve çeşitlendirme yolu ile büyümeden farklı olarak işletmenin mevcut yapısında gerçekleşen büyüme olarak da tanımlanabilir.

#### 2.2.1.1. İç Büyüme Yöntemleri

Bir işletme içsel olarak aşağıdaki metodları kullanarak büyüebilir (Co, 2006: 266).

##### **2.2.1.1.1. Pazar Payını Artırma**

Büyümenin bu tipi yoğun bir pazarlama çabası gerektirir ve piyasadan daha fazla pay alınmasını içerir. Pazar payı rakiplerin müşterilerini ele geçirerek ya da mevcut müşterilerin ürün ve hizmetlerin kullanımını artırarak yükseltilebilir. İşletme artan talep ve aynı zamanda üretim artışı ile başa çıkabilmelidir.

##### **2.2.1.1.2. Yeni Ürünler ve Hizmetler Geliştirme**

İşletmenin hem mevcut hem de yeni müşterilere ortaya çıkardığı yeni ürün ve hizmetleri sunmasını kapsar. Büyüme sürekli kılmak için işletme piyasa ihtiyaçlarına duyarlı olmalıdır ve yeni talepleri karşılamak için hızlı bir şekilde yeni ürün ve hizmetler geliştirmelidir. Büyümenin bu tipi pazar araştırma ve ürün geliştirme giderlerini içerir.

##### **2.2.1.1.3. Yeni Piyasalarda Büyüme**

Yurtiçi ya da yurtdışı yeni coğrafi alanlara girilmesi ya da farklı gelir grupları veya yaş gruplarından müşteriler gibi farklı pazar dilimlerinin hedeflenmesini içerir. İşletme diğer dilimlerde yer alan müşterilere daha cazip gelecek şekilde sunduğu ürün ve hizmetlerde küçük değişiklikler yapabilir. Olası değişiklikler; markalaşmayı, ambalajlamada yeni dizaynları, fiyat değişiklikleri ya da özellikler eklenmesini kapsar. Yeni piyasalarda büyüme çok sayıda pazarlama araştırması yapılmasını gerekli kılar.

#### **2.2.2. Dış Büyüme**

Dış büyüme, bir işletmenin başka bir işletme ile birleşmesi ya da satın alması ile boyutunu genişletmesi olarak adlandırılır (Lajoux, 2005: 19). Bir işletmenin kendi olanaklarıyla büyümesi kolay değildir. Bu nedenle başka bir işletmeyle birleşmek, ortaklık kurmak veya onu devralmak suretiyle dış büyüme gerçekleştirir (Tutar,

2006: 96). Dışsal büyüme stratejileri birleşme ve satın almalar, ortak girişim, stratejik işbirlikleri gibi değişik yöntemlerle gerçekleştirilir. Dış büyüme, eğer birleşme ve satın almalar karlılıkta artışa neden oluyorsa, hissedarların kazancını artırabilir (Fridson ve Alvarez, 2002: 73).

Birleşme, satın alma, devralma ve şirket bölünmesi gibi dışsal büyüme stratejileri yeni piyasalara giriş, müşteri merkezli büyüme, rekabeti azaltma, güçlenme ve boyut olarak hızlı bir şekilde büyüme, ürün insan ve süreç bakımından yeni teknoloji kullanımında işletmelere yardımcı olan önemli mekanizmalar olarak kabul edilir (Chari, 2008: 2). Dolayısıyla yepyeni bir ürün veya hizmet hattını işletme kendisini geliştirip daha yüksek bir riske girecek yerde, daha önce kurulup çalışır hale gelmiş ve mevcut belli bir pazara sahip bir işletmenin veya stratejik iş birimlerinin satın alınması daha etkin ve rasyonel olmaktadır. Bu nedenle, dış büyüme günümüzde gittikçe yaygınlaşan bir stratejik alternatif durumuna gelmiştir (Eren, 2005: 228).

Dış büyüme ile işletmenin tek başına yapamayacağı işlerin, örnek olarak finansman gücünü aşan projelerin, gerçekleştirilmesi mümkün olur. İşletmenin faaliyet gösterdiği endüstri dalında, teknoloji çok hızlı değişiyorsa veya teknoloji yoğun bir işletme ise, yeni teknolojilerin kazanılması kolaylaşır. İşletme, dış büyüme ile daha önce tek başına cevap veremediği paydaşlarına hizmet eder duruma gelebilir. Kredi ve ilave finansman kaynakları bulmak kolaylaşır. Piyasaya hakim olmak ve rekabeti kendi koşullarına uydurmak kolaylaşır, ayrıca tekelleri yaratabilir. Bir başka işletmeyi veya işletmeleri satın alarak büyüyen bir işletme; ürünlere, yeni üretim yöntemlerine, yeni fabrikalara ve yeni bir organizasyona sahip duruma gelir (<http://notoku.com/isletmelerin-buyume-bicimleri/2/> 11.03.2009).

İç ve dış büyümenin sahip oldukları yarar ve sakıncalar aşağıdaki Tablo 1’de görülebilir.

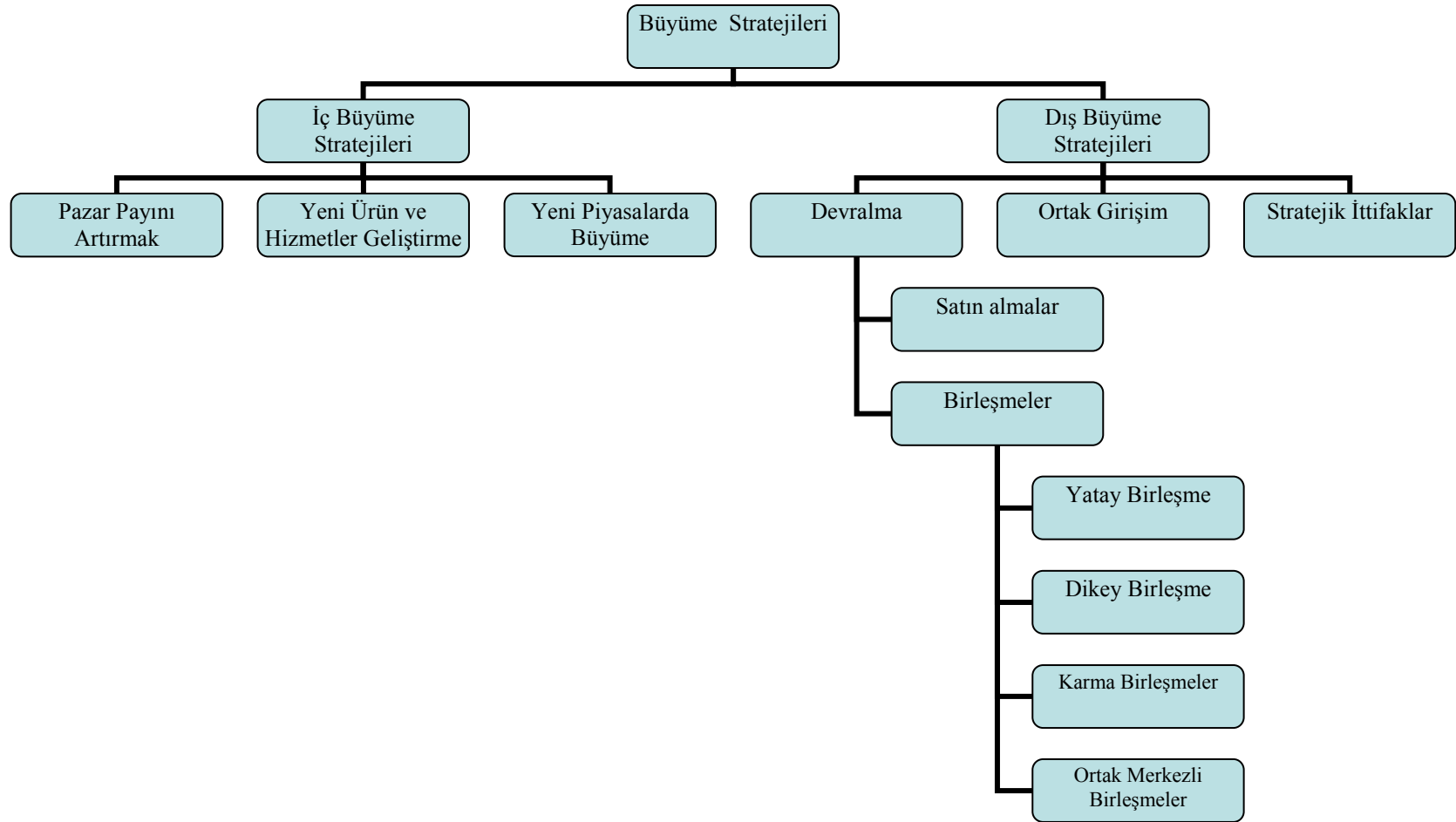
**Tablo 1. İç ve Dış Büyümenin Yarar ve Sakıncaları**

<b>İç Büyüme</b>	<b>Dış Büyüme</b>
<u><i>Yararlar</i></u>	
Alternatif büyüme mekanizmalarının neden olacağı yüksek maliyetlerden kurtulma <sup>1</sup>	Başarı oranı iç büyümeden daha yüksektir <sup>2</sup>
Uzman olunan alan içinde büyümenin gerçekleşmesi <sup>1</sup>	Fazla kapasite riski olmaksızın pazar payını artırma <sup>3</sup>
Daha kolay şekilde plan yapılır <sup>2</sup>	Yeni alanlarda büyüme ve kazançlar elde etmek için yüksek potansiyel <sup>2</sup>
Büyüme düşüncesine dair şiddetli arzu <sup>2</sup>	Rekabeti azaltma <sup>4</sup>
Başlatmak kolaydır <sup>2</sup>	İşletme riskini çeşitlendirme <sup>4</sup>
İç girişimciliği teşvik eder <sup>4</sup>	Var olan bir marka isminden yararlanma <sup>4</sup>
Örgüt kültürü korunur <sup>4</sup>	Ölçek ekonomileri sağlama <sup>4</sup>
<u><i>Sakıncalar</i></u>	
İşletme yönetiminin becerilerine gereğinden fazla güvenmek <sup>1</sup>	Yapısal ve kültürel çatışmalar nedeni ile negatif bir sinerji ortaya çıkabilir bu nedenle firma performansı düşer ve hatta iflas bile edebilir <sup>3</sup>
Çeşitlendirme için olanak azlığı <sup>1</sup>	Tekelciliğe karşı olan uygulamalar <sup>4</sup>
Başarısız olunmuş bir iç büyüme stratejisinin telafisi zor olabilir <sup>4</sup>	Üst yönetiminde uyuşmazlık <sup>4</sup>
Objektif olmak zordur <sup>2</sup>	Müşteri ilişkilerine ve satış gücüne aşırı güvenme <sup>2</sup>
Yavaş bir büyüme şeklidir <sup>4</sup>	Örgütsel yapıda karmaşıklık artar <sup>4</sup>

Kaynak: <sup>(1)</sup> Campbell ve diğerleri, 2002: 214, <sup>(2)</sup> Kaplan, 2007: 90, <sup>(3)</sup> Cunill, 2006: 73-74, <sup>(4)</sup> <http://www.scribd.com/doc/2674010/Entrepreneurship-Strategies-For-a-Firm-Growth> (10.03.2009).

Aşağıdaki Şekil 3’de işletmelerin büyüme yön ve yöntemleri ayrıntılı olarak görülebilir.

Şekil 3. Büyüme Yön ve Yöntemleri



Kaynak: Chari, 2008: 3'den geliştirilerek alınmıştır

### 2.3. SİNERJİ

Şirket birleşme işlemlerinde en çok kullanılan gerekçelerden birisi, birleşme işlemi ile sinerji yaratılmasıdır. Sinerji kavramının, ortak bir sonuca katkısı olabilecek birkaç etkenin belirli etkileşim sonucunda, bu etkenlerden her birisinin tek tek sergileyebileceği etkilerin toplamından daha güçlü bir etki üretmeleri durumu şeklinde tanımlanması mümkündür (Öztunalı, 2008: 17). Sinerji olgusu  $2 + 2 = 5$  şeklinde basitçe belirtilir. Birleşmelerde bu durum, işletme birleşmesinin bir araya gelen işletmelerin her birinden daha fazla karlı olma yeteneği biçiminde ifade edilir (Gaughan, 2007: 124).

İşletmelerin birleşmesiyle sağladıkları fayda, birleşmeden önceki her bir işletmenin sağladığı faydaların toplamından daha fazla bir değer oluşturur. B ve S işletmesinin birleşmeye karar verdiklerini düşünelim. Birleşme sonucunda bir C işletmesinin ortaya çıkması söz konusu ise, bu değer aşağıdaki gibi bulunacaktır.

$$V_c = V_b + V_s + V_{bs}$$

Yukarıdaki eşitlikte  $V_c$ , birleşme sonrasında oluşacak işletmenin değerini,  $V_b$ , birleşme öncesinde B işletmesinin değerini,  $V_s$ , birleşme öncesinde S işletmesinin değerini,  $V_{bs}$  ise, birleşen işletmelerin birleşme sonucunda ortaya çıkan ek değerini ortaya koymaktadır.

İşletmeleri birleşmeye iten temel faktör, birleşmeler sonucunda oluşacak ek değerdir ( $V_{bs}$ ). Bu değer ne kadar büyük olursa birleşmeden sağlanacak toplam yarar da o kadar büyük olacaktır. Ancak birleşmenin söz konusu olabilmesi için mutlaka  $V_{bs} > 0$  olması gereklidir (Büker ve diğerleri, 2008: 581-582).

Şirket devir almalarında ortaya çıkan sinerji şu nedenlere bağlanabilir:

1. Faaliyet etkinliğinin artmasına bağlı olarak işletme giderlerinin azalması ve kar marjının artması.
2. Firmanın finansal yapısının düzelmesine bağlı olarak sermaye maliyetinin düşmesi.
3. Birleşen firmaların birinin veya ikisinin birleşmeden önceki yönetim etkinliklerindeki zayıflığın giderilmesi.
4. Pazar etkinliğinin artırılması.

5. Dikey veya yatay entegrasyon yaratılıyorsa entegrasyon avantajlarının ortaya çıkması (Sarıkamış, 2003: 11).

Son on yılda birleşme ve satın almalar üzerinde yapılan çeşitli araştırmalar değer yaratmada sinerjinin önemini ortaya koymuştur. Söz konusu sinerjilerin dikey ve yatay ilişkilerden kaynaklandığı görülmüştür (Uysal ve diğerleri, 2008: 256).

Sinerji etkisi faaliyet ve finansal olmak üzere iki temel alanda görülür (Berk, 2007: 514).

### **2.3.1. Faaliyet Sinerjisi**

Faaliyet sinerjileri şimdiye kadar ayrı olan birimlerin faaliyetlerini birleştirmelerinden (örneğin satış güçlerini birleştirme) ya da bilgi transferinden ortaya çıkabilir. Faaliyet sinerjilerinin her iki türü ilgili işletme birimlerinin maliyetlerini düşürebilir ya da özgün ürünler ve hizmetlerin işletmede ortaya çıkarılmasına imkan tanıyabilir (Trautwein, 1990, 284).

Faaliyet sinerjisi ile beraber gelmesi beklenen değer artışının iki kaynağı vardır. Birincisi, birleşen firmanın ölçek ekonomilerinden faydalanması ve diğeri daha yüksek büyüme oranına sahip olabilmektir (İçke, 2007: 56). Bu sinerji üretim ve faaliyet giderlerinin üretilen mal ve hizmet birimi başına düşmesi sonucu artan kar marjı şeklinde ortaya çıkar. Özellikle üretim firmalarında sabit giderlerin büyüklüğü kapasite kullanımının derecesine bağlı olarak birim üretim maliyetini etkiler (Sarıkamış, 2003: 11). Dolayısıyla birleşmeden doğan ölçek ekonomileri, maliyetleri azaltarak firma karlılığının artmasını sağlar. Büyüme sonucu pazar payının artması, böylece ürünlere daha yüksek fiyatlar uygulanarak satış ve kar marjlarının artması sağlanır. İki firmanın birleşmesi sonucu yeni ya da mevcut pazarda daha yüksek bir büyümenin gerçekleştirilmesi söz konusu olabilir (Berk, 2007: 514). Özellikle pazarlarda içsel olarak büyüme hem zaman hem de büyük maliyet gerektireceğinden işletmeler birleşme ve satın alma aracılığı ile piyasalarda belli bir büyüklüğe hızlı bir biçimde ulaşabilmektedirler.

#### **2.3.1.1. Ölçek Ekonomileri**

Yatay birleşmeler ve özellikle günümüzün büyük birleşmeleri, rekabeti azaltmayı başarmada önemli bir rol oynarlar. Birleşme, ölçek ekonomileri ve kapsam



ekonomilerini gerçekleştirerek işletmenin rekabetçi avantajlar elde etmesinin bir yoludur. Ölçek ekonomileri tamamen bir işletmenin faaliyetlerinin boyutlarından kaynaklanır ve üretim arttıkça maliyetlerdeki azalış ile meydana gelir (Kinne, 1999: 297-298).

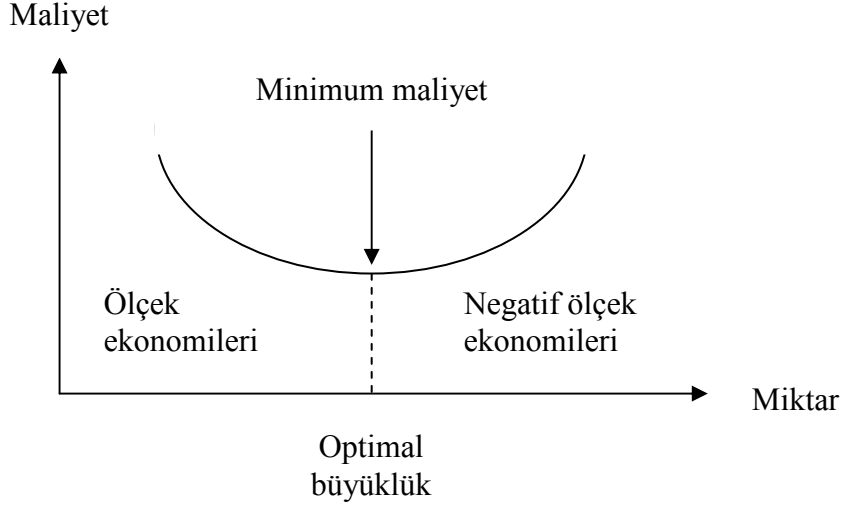
Ölçek ekonomileri, birim zamanda üretilen, standart ürün birim adedi olarak ölçülen, üretim ölçeği düzeylerindeki artışla birlikte gelen ortalama birim maliyetlerdeki potansiyel azalma olarak tanımlanabilir (Cihangir, 2005: 12). Birleşme yoluyla artan üretim olanakları ve rasyonel kullanım sayesinde maliyetler düşer ve işletmenin pazardaki etkinliği artar. Birleşen firmalar, ölçek ekonomisinden yararlanarak piyasadaki gücünü, ağırlığını arttırdığı gibi pazarlama fonksiyonunu da daha etkili bir biçimde ifa ederler. Firma büyümenin bir sonucu olarak bazı girdilerini daha ucuza temin eder. Birleşen firmalar, ölçek ekonomisinden yararlanarak daha iyi şartlarda finansman kaynakları temin etmiş olur (Akay, 1997: 15). Ayrıca, birleşme ile işletmelerin daha büyük kapasitelerde üretim yapmaları, mevcut makine, araç ve gereçlerin daha verimli bir şekilde kullanılması, verimlilik sonucunda birim maliyetlerin düşmesi sağlanır (Büker ve diğerleri, 2008: 580).

Genel olarak ölçek ekonomisi iki kaynaktan ileri gelmektedir. Birinci kaynak, büyük miktarda üretme olanaklarına dayanır ki sabit genel maliyet eklenen birimlere doğru yayıldığından aşırı kapasite ortalama maliyette bir azalmaya izin verir. Ölçek ekonomilerinin ikinci kaynağı üretim biriminin kapasite artışından ortaya çıkar (Sankaran ve Vishwanath, 2008: 9).

İşletmelerin büyümesinin en büyük yararı optimal kapasitede başka bir deyişle ölçek ekonomisinde üretim yapmalarıdır. Ölçek ekonomisi ile üretim yapıldığında bir yandan istenilen kalitede üretim yapmak diğer yandan da üretim maliyetlerini düşürmek söz konusu olabilmektedir (Büker ve diğerleri, 2008: 573). Ortalama üretim maliyetlerinde azalmaya sebep verecek şekilde üretimde bir artış varsa ölçek ekonomilerinden söz edilir ve bu olay işletmenin faaliyetlerindeki bir takım artışlarından meydana gelir (Rutherford, 2007: 68).

Aşağıda Şekil 4’de ölçek ekonomilerinin gösterimi verilmiştir.

#### Şekil 4. Ölçek Ekonomileri



Kaynak: Ross ve diğerleri, 2005: 699

Şekil 4'de görüldüğü üzere üretim miktarı arttıkça birim başına üretim maliyeti azaldığında ölçek ekonomileri gerçekleşmiş olur.

Büyük işletmeler ölçek ekonomilerinden yararlanmada, müşteri ve tedarikçiler ile yeniden pazarlık etmede büyük imkanlara sahiptir. Ayrıca büyük işletmelerin rekabete karşı koymada, rekabette fiyatları yukarıda tutmada büyük yetenekleri vardır. Bu faktörler müşterek olarak büyüklüğün performans üzerindeki olumlu etkisine katkıda bulunurlar (Serrasqueiro ve Nunes, 2008: 195).

Ayrıca boyut olarak büyüyen işletmeler daha fazla üretim yapacağından finans kapasitelerindeki artış ile birlikte hammadde alımlarında miktar ve nakit iskontosundan yararlanırlar. Bu durum ise hammadde maliyetinde azaltıcı bir etkiye neden olur ve böylece üretim maliyeti düşer.

Büyük ölçekte faaliyette bulunmanın sağlayabileceği yararlar aşağıdaki örneklerle daha somut bir şekilde ortaya konabilir.

- Birleşme sonucu büyük ölçekte faaliyette bulunma, mevcut makine ve donanımın daha verimli bir şekilde kullanılmasına, atıl üretim araçlarının üretim sürecine girmesine olanak verir.

- Birleşme, firmalar arası teknik bilgi akışını kolaylaştırdığı gibi büyük araştırma ve geliştirme projelerinin uygulanmasına da olanak verebilir.
- Birleşme sonucu firmanın büyümesi, piyasadaki gücünü artırdığı gibi, pazarlama fonksiyonunu daha etkili biçimde yürütmesine olanak verebilir.
- Firma, büyümenin bir sonucu olarak bazı girdilerini daha ucuza sağlamak olanağını elde edebilir. Alımlar büyüdükçe miktar iskontosunun artması, büyük parti mal alışlarında taşıma giderlerinde sağlanan tasarruflar, daha ucuz girdi temini olanağına örnek olarak gösterilebilir.
- Örgütlenmede de birleşme önemli tasarruflar sağlayabilir. Firmalarda aynı işlevleri yapan bölümlerin birleştirilmesi (muhasabe, personel, pazarlama, danışmanlık, finansman gibi) yoluyla hizmetlerin işletmelerde ayrı ayrı görülmesindeki çiftelik giderilerek önemli personel tasarrufu sağlayabileceği gibi, daha iyi bir teşvik sistemi ile personelin yaratıcılık yetikliği de geliştirilebilir ve yenilikler, yaratıcı fikirler daha geniş bir alanda kullanılabilir. Tepe yöneticileri zamanlarını daha iyi değerlendirebilirler (Akgüç, 1998: 893-894).

#### 2.3.1.2. Kapsam Ekonomisi

Kapsam ekonomileri ise ortak üretimin ortalama maliyetinin iki ayrı firmanın üretimine göre ortaya çıkan ortalama maliyetlerden daha az olduğu durumda gerçekleşir. Bu ekonomiler üretim imkanları ya da girdilerin ortak kullanımının sonucudur (Kinne, 1999: 297-298).

Birkaç farklı ürünün birlikte üretilmesi değişik işletmelerde ayrı ayrı üretilmesinden daha ucuz olduğundan işletmede maliyet avantajı gerçekleşir. Başka bir ifadeyle, ortak üretim çoğu kez birim maliyeti azaltır (Sankaran ve Vishwanath, 2008: 12).

İki ürünün ayrı ayrı üretilmesine nazaran birlikte üretilmesi durumunda üretimin toplam maliyeti azalıyorsa kapsam ekonomileri söz konusudur. Tam tersine,

iki ürünün birlikte üretilmesi halinde üretimin toplam maliyeti yüksek ise negatif kapsam ekonomileri vardır (Png, 2002: 230-231).

Kapsam ekonomisi, firmanın mevcut girdi setini kullanarak daha geniş bir ürün ve hizmet seti üretmesi nedeniyle sağladığı maliyet avantajını ifade etmektedir. Kapsam ekonomisinin kaynakları konusunda iki faktör söz konusudur: i) ortak ya da kolektif girdiler, herhangi bir malı üretmek için kullanıldığında otomatik olarak ve herhangi bir ek maliyete katlanılmadan başka malların da üretimine olanak sağlayan girdilerdir. Örneğin meyve suyu paketleme tesisinde gazoz veya soda aynı zamanda paketlenir. ii) yarı kolektif girdilerdir. Yarı kolektif girdiler ise kullanılan kapasite veya kapasite fazlasıyla ilişkilidir. Yani belli bir amaçla oluşturulan üretim kapasitesi bu amacı engellemeksizin başka amaçlarla da kullanılabilir. Yarı kolektif girdi söz konusudur. Kapsam ekonomisi üretimin yanı sıra pazarlama aşamasında da gerçekleşebilir (Koç ve diğerleri, 2008: 95-96).

Aşağıdaki Tablo 2’de kapsam ekonomisine yönelik bir örnek verilmiştir.

**Tablo 2. Kapsam Ekonomisine Yönelik Bir Örnek**

Organizasyon	Günlük Üretim (.000)	İşçilik	Matbaa Makinesi	Mürekkep, Kağıt, Elektrik	Toplam Maliyet
<b>Ayrı Üretim</b>					
X Mamülü	50 Br	5.000 TL	3.500 TL	6.700 TL	15.200 TL
Y Mamülü	50 Br	5.000 TL	3.500 TL	6.700 TL	15.200 TL
<b>Birleştirilmiş Üretim</b>	100 Br	10.000 TL	3.500 TL	13.400 TL	26.900 TL

Kaynak: Png, 2002: 231’den geliştirilerek alınmıştır.

### 2.3.2. Finansal Sinerji

Finansal sinerjiler sermaye maliyetindeki düşüştüneydane meydana gelir. Bunu başarmanın bir yolu, işletmenin ilişkisiz firmalara yatırım yapması vasıtasıyla yatırım portföyünün sistematik riskinin düşürülmesidir. Diğer bir yolda, işletmenin

boyutunu artırmasının ona daha ucuz sermaye kullanma imkanını tanımasıdır (Trautwein, 1990, 284).

Finansal sinerjiden beklenen değer artışı ise, tamamen birleşen firmaların finansal etkilerinde oluşmaktadır. Bu kaynaklar, daha düşük vergiler, daha yüksek borçlanma kapasitesi ya da serbest nakdin daha etkin kullanımı olarak sıralanabilir (İçke, 2007: 56). Finansal sinerji devir almadan sonra oluşan şirketin veya şirketlerin finansal yapılarından sağlanan iyileşme sonucu firma değerinde ortaya çıkan değer artışıdır. Bu sinerji finansal yapıda iyileşmeye bağlı olarak firmanın sermaye maliyetinin düşmesi, finansal riskinin azalması, finansal kaldıraçtan yararlanmaya bağlı olarak özvarlık karlılığının yükselmesi vb. çeşitli etkenlere bağlanabilir (Sarıkamış, 2003: 13).

Birleşme sonrası nakit akışındaki artan etkinlik yeni yatırımların finansmanında kullanılabilir. Özellikle yeni, verimli projelerin finansmanında kullanılması işletme değerinin artmasına da hizmet eder.

İki firmanın birleşmesi ile gelirlerin ve nakit akımının artması, daha istikrarlı ve öngörülebilir bir finansman oluşması borçlanma kapasitesini de artırır. Buda firmaya daha çok borçlanma olanağı sağlar (Berk, 2007: 514).

#### 2.4. ÇEŞİTLENDİRME

Çeşitlendirme, firmanın faaliyet gösterdiği alanın dışında büyümesini ifade eder. Böyle bir büyüme, yeni üretim tesislerinin kurulması yolu ile gerçekleştirilebileceği gibi esas faaliyet alanının dışındaki firmalarla birleşme veya onları satın alma biçiminde de gerçekleştirilebilir. Çoğu işletme birleşmelerinde faaliyet çeşitlendirmesine gitme karlar ya da satışlardaki istikrarsızlığı azaltma amacına yönelik yapılmaktadır. Yöneticiler, genellikle çeşitlendirmenin, işletmenin kar akışını istikrarlı kıldığını ve böylece işletme riskini azaltmaya yardımcı olduğunu iddia ederler (Kandemir, 2003: 140).

Çeşitlendirmenin karlılıkta herhangi bir artış sağlamadan firmaya özgü riskin azaltılması ile nakit akışının ve böylece karlılığın istikrarlı bir şekilde sürdürülmesi sağlanır. Yöneticiler başka endüstrilerdeki firmaların satın alınarak faaliyetlerin çeşitlendirilmesi ile gelirlerdeki dalgalanmaların azalacağını ve potansiyel değer artacağı beklentisindedirler (Berk, 2007: 513-514).

Firma çeşitlendirmede ana etmen rekabetçi avantajı devam ettirmeyi başarma ihtiyacı olmaktadır. Olgunlaşan firma sürekli olarak sahip olduğu rekabetçi avantajı devam ettirmede yeni yollar aramalı (Ensign, 1998:659). Bu bağlamda, durgun veya düşük büyüme hızına sahip bir sektör veya iş kolundaki bir firma, daha hızlı büyüyen ve büyüme potansiyeli olan daha karlı sektörlerle yatırım yaparak faaliyet alanını çeşitlendirmek isteyebilir (Akgüç, 1998: 895). Bununla birlikte çeşitlendirmeyi motive eden bir neden de şirketin satışları ve karları üzerinde etki yapan mevsimlik ve ekonomik dalgalanmaların etkisini azaltmaktır. Mevsimlik ve/veya ekonomik dalgalanmalar karşısında faaliyetleri ve buna bağlı olarak gelirleri negatif ve pozitif korelasyonlu olan iki firmanın birleşmesi birleşik şirketin bu dalgalanmalardan etkilenme derecesini düşürür (Sarıkamış, 2003: 16).

Genel anlamda işletmelerin çeşitlendirmeyi tercih etme nedenlerini şöyle sıralayabiliriz.

- İşletme hisse senedi değerini artırmak
- İşletmenin büyüme oranını artırmak
- İç yatırımdan elde edilen fonların daha iyi kullanımını gerçekleştirmek
- Gelir artışı sağlamak
- Gelirlerinin istikrarını sağlamak ve
- Karlılığı ve etkinliği artırmak (Rijamampianina ve diğerleri, 2003: 365).

## 2.5. VERGİ AVANTAJLARINDAN YARARLANMA

Karlı bir şirket, birikmiş zararları nedeniyle gelecek yıllar karlarından indirim yapmak olanağına sahip bir firmayla birleşme halinde, zarar indirimi nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınırı içinde kalmak koşuluyla, bu zararı kendi karından doğan vergi yükümlülüğünü azaltmada kullanabilir (Akgüç, 1998: 896).

Devralan şirketin, devrolan şirketteki geçmiş yıl zararlarından yararlanabilmesi için aşağıdaki şartların sağlanması gerekmektedir:

- Devreden ve devralan şirketlerin aynı sektörde faaliyet göstermesi,
- Şirketlerin son beş yıla ilişkin Kurumlar Vergisi beyannamelerini kanuni süresinde vermiş olmaları,
- Yararlanılacak geçmiş yıl zararları tutarının, devralan şirketin devir tarihi itibarıyla aktif toplamını geçmemesi ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010)..

Ülkemizde KOBİ birleşmelerini teşvik edici nitelikte olan 5904 sayılı Gelir vergisi Kanunu ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun 03/07/2009 tarih ve 27277 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kanunun 7.maddesi ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununa geçici 5.madde eklenerek KOBİ birleşmelerini teşvik eden hükümler getirilmiştir. Bu çerçevede, 5904 sayılı kanunla yapılan düzenleme ile KOBİ'lerin 31/12/2009 tarihine kadar yapılan birleşmelerine yönelik olarak getirilen vergisel teşvikler;

- Birleşme işlemlerinden doğan kazançların vergilendirilmemesini,
- Birleşme sonucunda birleşilen kurumun üç hesap dönemi boyunca elde edeceği kazançlara daha düşük oranda Kurumlar Vergisi uygulamasını içermektedir.

Bu bağlamda, birleşme işlemlerinden doğan kazançların Kurumlar Vergisinden müstesna olabilmesi için;

- Birleşilen kurum tarafından münfesihi kurumun birleşme tarihindeki sabit kıymetlerinin rayiç bedelle, diğer kıymetlerinin ise 213 sayılı Vergi Usul Kanununun değerlendirme hükümlerine göre değerlemek suretiyle bir bütün halinde devralınması ve bilançosuna kaydedilmesi,
- Birleşmeden doğan kazançların tamamının birleşme tarihi itibarıyla birleşilen şirketin sermayesine eklenmesi
- Birleşilen kurumun, münfesihi kurumun tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer ödevlerini yerine getireceğini; münfesihi

kurumun, birleşmenin Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edildiği tarihten itibaren otuz gün içinde birleşme nedeniyle vereceği kurumlar vergisi beyannamesine ekli bir taahhünameyle taahhüt etmesi,

- Birleşme sonrasında üç yıl süreyle aylık ortalama bazda birleşilen kurum ile münfesi kurum tarafından, 1/4/2009 tarihinden önce verilen son aya ilişkin sigorta bildirgelerine göre istihdam edilenlerin toplamından az olmamak üzere aylık istihdam sağlanması şartlarına bağlanmıştır.

Ayrıca birleşen KOBİ'lerin %75 oranında indirimli Kurumlar Vergisi avantajından yararlanabilmesi için;

- KOBİ'lerin 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde kurulmuş olup 2008 yılının Aralık ayına ilişkin olarak verilen sigorta bildirgesine göre 10 ila 250 işçi çalıştıran ve 2008 hesap döneminin sonu itibarıyla yıllık net satışlar toplamı 25 milyon Türk Lirasını geçmeyen veya aktif toplamı 25 milyon Türk Lirasından az olan ticari işletmeleri,

- Birleşme işleminin, tam mükellef iki veya daha fazla KOBİ'nin 18 inci madde uyarınca birleşerek yeni bir anonim şirket oluşturmalarını ya da tam mükellef bir veya birkaç KOBİ'nin tam mükellef olan ve anonim şirket statüsündeki diğer bir KOBİ'ye devrolunması şartlarına bağlanmıştır.

## 2.6. DİĞER NEDENLER

Bazı durumlarda şirket yöneticileri, ekonomik ve rasyonel temellere dayanmadan, daha büyük güç elde etme, kendini ispatlama gibi psikolojik etkenler nedeniyle birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştirebilmektedir (Öztunalı, 2008: 50).

Kişinin, yönetsel veya finans alanındaki yeteneklerini gösterme arzusu, daha büyük bir örgütü yönetme tutkusu, hırsı, firmanın sürekliliğini emniyet altına alma duygusu, korku, modası geçmiş duruma düşme kaygısı da, birleşme kararlarında etkili olmaktadır (Akgüç, 1998: 897).



Bu bağlamda, birleşme ve satın almalara yönelik diğer nedenlerden biriside Richard Roll tarafından ileri sürülen Kibir Hipotezi (Hubris Hypothesis)'dir. Kibir teorisine göre, aşırı güven, gurur ve kibir, bazı karar alıcılar tarafında sinerjik kazançlar ile hedef firmanın aşırı değerlendirilmesine neden olabilir (Francoeur, 2005: 4). Roll'a göre kibirli kişiler kendini beğenmiş ve aşırı özgüven sahibi olurlar. Bu kişiler için hedef şirket, maliyeti ne olursa olsun ele geçirilmesi gereken bir avdır. Kibir hipotezine göre, hedef şirkete öyle yüksek bir prim ödenebilir ki, bu hedef şirket hissedarlarını zenginleştirirken, ele geçiren şirketin hissedarlarının servet kaybına neden olur (Gürsoy, 2007: 756).

Bazı yöneticiler, örgütü yenileyebilmek, yeni kan aşılatabilmek, demode olmaktan kurtulmak için yeni bir firma satın alınmasını veya birleşmeyi gerekli görmektedir (Akgüç, 1998: 897). Dolayısıyla, yeterli ve yetenekli yönetim kadrosuna sahip olma ve böylece daha etkin bir biçimde yönetilme, yönetici kadroları yetersiz ve zayıf olan firmanın birleşme ile sağlayabileceği bir diğer avantaj olabilir (Türko, 1999: 586). Eğer bir firma yetenekli bir üst kademe yönetim kadrosunu istihdam edemeyeceğini saptamış ve şirketin alt yönetim kademelerinde de, böyle bir kadronun yetişemeyeceğini anlamışsa, girişimci ve yetenekli bir üst yönetim kadrosuna sahip bir şirket ile birleşmeyi düşünebilir (Serçe, 2009: 29).

Birçok küçük firma, firmanın başarısı için gerekli eksik unsurları sağlayabilen büyük firmalarca satın alınır. Küçük firmalar eşsiz bir ürünün sahibi olabilirler, fakat bu ürünü büyük ölçekte üretip satmak için gerekli mühendislik ve satış örgütlenmesinden yoksundurlar. Firma satış ve mühendislik yeteneğini sıfırdan başlayarak geliştirebilir, fakat hazırda gelişmiş yeteneklere sahip bir firmayla birleşmek daha hızlı ve daha ucuz olabilir. İki firma tamamlayıcı kaynaklara sahiptirler – her biri diğerinin ihtiyacı olan bir şeye sahiptir-, bu nedenle, birleşme bu iki firma için anlam taşır (Brealey, 1997: 610). İşletmelerin yeni faaliyet alanlarına ya da coğrafi alanlara girmelerinde uyguladıkları stratejilerden birisi de birleşme ve satın alma faaliyetleridir.

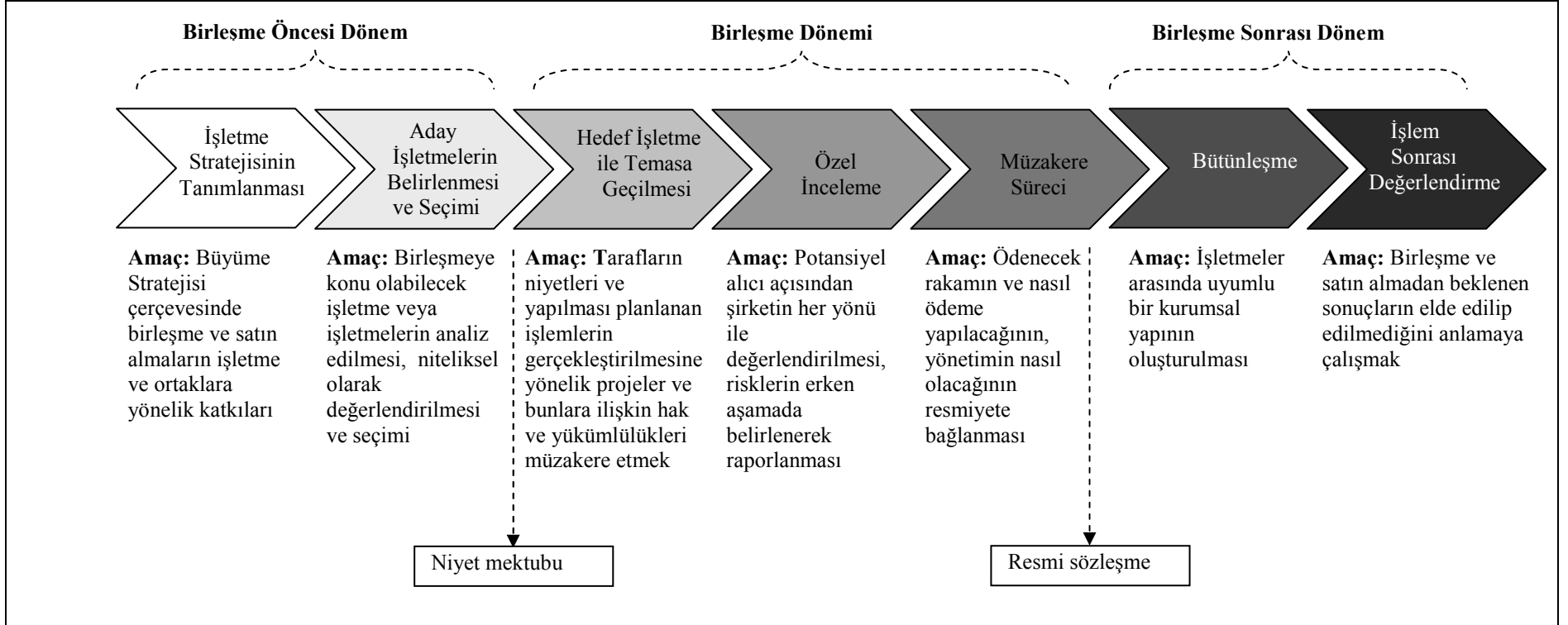
### 3. BİRLEŞME SÜRECİ

Birleşme ve satın alma kararı stratejik bir karardır ve firmanın oluşturulan genel stratejik amaçlarının bir ürünü olarak ortaya çıkar. Şirket stratejisini formüle eden üst yönetim büyümeyi hedeflemişse ve bu büyümeyi birleşme veya şirket satın alarak gerçekleştirmenin amaca uygun düşeceğine karar vermiş ise bu yönde harekete geçmek için düğmeye basılmış demektir (Sarıkamış, 2003: 36). Dolayısıyla bu sürecin iyi yönetilmesi, birleşme ve satın alma işleminin de başarısını etkileyecektir.

Genel olarak birleşme süreci, birleşme öncesi dönem, birleşme dönemi ve birleşme sonrası dönem olarak üç genel aşamada incelenebilir. Birleşme öncesi dönemde işletmenin stratejik hedefleri belirlenerek bu stratejiye hizmet edecek şekilde aday işletmeler saptanır. Aday işletmelerle yapılan görüşmeler sonucunda hedef işletme seçimi yapılır. Bundan sonra ikinci genel aşama olan birleşme dönemi başlanmış olur. Bu süreçte hedef işletme ile görüşmeler devam ederken hedef işletmenin finansal ve hukuki olarak incelemesi yapıldıktan sonra tarafların mutabakatı çerçevesinde resmi bir anlama yapılarak birleşme ve satın alma işlemi sonlandırılır. Bundan sonraki aşama olan birleşme sonrası dönemde birleşen işletmelerin kurumsal uyumunun gerçekleştirilmesi çabalanır. Ayrıca planlanan hedeflere ne ölçüde ulaşıldığı kontrol edilerek birleşme süreci sonlandırılır.

Aşağıdaki Şekil 5’de birleşme süresi aşamaları ayrıntıları ile gösterilmiştir.

Şekil 5. Birleşme Süreci Aşamaları



### 3.1. BİRLEŞME ÖNCESİ DÖNEM

#### 3.1.1. İşletme Stratejisinin Tanımlanması

Hem alıcı hem de satıcı tarafta öncelikle şirketin büyüme stratejisi göz önünde bulundurularak, şirket evliliğinin şirkete ve hissedarlarına ne gibi faydalar sağlayabileceği tartışılır. Şirket evliliğine hazırlanan şirketler, piyasa ve sektör trendlerini gözden geçirerek, şirketin operasyonel ve finansal performansının ön değerlendirmesini yaparlar. Hazırlık sürecinde şirket operasyonlarında değer yaratan önemli faktörler saptanıp analiz edilerek, şirketin sektördeki konumu ve bu konumun şirket evliliğiyle nasıl iyileştirileceği tespit edilir ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010).

Bir işletmenin güçlü, zayıf, fırsat ve tehditlerinin belirlenmesi planlama yazınında çoğu kez SWOT analizi olarak adlandırılır (DePamphilis, 2010: 136). SWOT analizinde, işletmenin dış çevresindeki unsurların incelenmesi sonucunda işletme için fırsat ve tehditler, işletme içi analiz sonucunda ise işletmenin üstünlükleri ve zayıflıkları belirlenir (Ülgen ve Mirze, 2007: 160).

Bu aşamada gerçekleştirilecek diğer bir adım, satıcı taraftaki şirket için stratejik mi yoksa finansal ortaklığın mı daha doğru bir seçim olacağı belirlenir. Stratejik ortak, şirketle aynı sektörde faaliyet gösteren ya da o sektöre girmek isteyen potansiyel alıcı ve satıcılardır. Finansal ortaklar ise şirketin hisselerini alıp şirkete finansal katkıda bulunarak, belli bir dönem sonra şirketten değişik yollarla çıkmayı planlayan alıcılardan oluşur. Alıcı taraf ise ortaklık için yeni sektörlere girilmesi veya mevcut uzmanlık alanlarında ortak aranması alternatiflerini karşılaştırır. Yine bu aşamada, hem alıcı hem de satıcı taraf dikey ve yatay entegrasyon alternatiflerini araştırır ve şirket için hangisinin daha uygun olacağını belirler. Azınlık hissesi, ortak girişim, çoğunluk hissesi veya %100 hissedarlık alternatifleri gözden geçirilerek birleşme ve satın alma yapısının nasıl olacağı karara bağlanır ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010).

### 3.1.2. Aday İşletmelerin Belirlenmesi ve Seçimi

Bir önceki aşamada temel strateji saptandıktan sonra birleşmede hangi stratejinin kullanılmasının daha yararlı olacağını belirlemek, birleşmeye konu olabilecek işletme veya işletmelerin analiz edilmesi ve niteliksel olarak değerlendirilmesini (Kutlan, 2004: 251) içeren çalışmalar yapılır. Potansiyel birleşme ve satın alma adaylarının araştırılmaya başlanması iki adımlı bir süreci içerir. İlk adım ön eleme ve seçim kriterinin belirlenmesidir. Temel ölçüt endüstri ve işlemin büyüklüğünü içermelidir. İşlem büyüklüğünün en iyi tanımı, bir firmanın ödemeye razı olduğu en yüksek satın alma fiyatıdır. Bu ise, fiyat kazanç oranı, fiyat defter değeri oranı, nakit akımı, gelir oranı ya da parasal olarak belirtilen en yüksek satın alma fiyatı şeklinde ifade edilebilir. İkinci adım bir araştırma stratejisi oluşturmaktır. Bu gibi stratejiler normal olarak bilgisayar veri tabanları ve danışmanlık hizmetleri kullanımını gerektirmektedir. Aynı zamanda firmalar diğer adayların belirlenmesinde çalıştıkları hukuk, muhasebe firmaları ve bankalardan da sorgulama yapabilirler. Ayrıca yatırım bankaları, aracılar, kaldıraçlı satın alma firmaları da adayların belirlenmesinde önemli kaynaklar olmalarına rağmen bunlar büyük olasılıkla bir danışmanlık ücreti talep edeceklerdir (DePamphilis, 2010: 167).

Seçim ya da ön eleme süreci, araştırma sürecinin geliştirilmiş bir şeklidir. Bu süreç endüstri türü ve alım satım işleminin maksimum büyüklüğü gibi temel ölçütlerin uygulanmasıyla meydana getirilen potansiyel adayların sayısının azaltılmasıyla başlar. Başlangıçta potansiyel adayların sayısı çok olabileceğinden birkaç ölçütün kullanılması gerekebilir. Kısa listenin oluşturulmasında ilave ya da ikincil seçim kriterleri de kullanılabilir. Seçim kriteri mümkün olduğunca sayısallaştırılmalıdır. Başlangıç listesi oluşturmada maksimum satın alma fiyatı, endüstri veya coğrafik konum gibi kriterler kullanılırken, ikincil seçim kriteri bir pazar bölümü içinde belirli bir mal türü ya da endüstri içinde belirli bir pazar bölümünü içerebilir. İşletmenin karlılığı, kaldıraç derecesi veya piyasa payı diğer ölçütler olabilirken aynı zamanda kültürel uyumda önemli bir ön eleme kriteri olarak nitelendirilebilir (DePamphilis, 2010: 170). Alıcı taraf, hedef şirket ile ilgili mevcut bilgilerini kullanarak değerlendirme çalışmasını yapar ve bağlayıcı olmayan ön teklifini verir. Satıcı tarafta şirket yönetimi, yatırımcılardan gelen ön teklifleri toplar, değerlendirir ve elemeler yaparak kısa yatırımcı listesi oluşturur

([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010). Bazı durumlarda birleşme koşullarının saptanmasında, nicel olarak nitelendirilen etmenler dışında, hedef firma ile ilgili finansal verilere yansımamış düşünceler de etkili rol oynayabilir (Serçe, 2009: 46-47). Prestij, etkin yönetim, araştırma-geliştirme kabiliyetindeki artışlar, vb. nitel etmenler birleşme koşullarını etkileyen önemli unsurlar olmaktadır.

## 3.2. BİRLEŞME DÖNEMİ

### 3.2.1. Hedef İşletme ile Temasa Geçilmesi

Bu aşamada hedef işletme ile temas sağlamada en uygun yolun belirlenmesine gerek duyulur. Satın alan işletmenin üst düzey yöneticileri belirlenmiş öncelikli hedeflerle doğrudan ya da bir aracı vasıtasıyla temas kurabilirler. Bu aşamanın belli bir noktasında her iki tarafın üst düzey yöneticileri iş ilişkileri temelini oluşturmak ve görüşme yapma ihtiyacı hissedeceklerdir. Bu ise;

- Gizlilik anlaşmaları,
- Ön bilgileri açıklama (Stratejik uyum, işletme performansı ve potansiyel sinerjileri saptamaya yardımcı),
- Protokol,
- Finansal sonuçlar ve tahminler,
- İlginin ilk belirtileri (Bağlayıcı olmayan fiyat teklifi, ön özel inceleme, kullanılabilir fonlar) gibi konuları kapsayacaktır ([http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid\\_tg\\_mergers\\_and\\_acquisitions\\_dec08.pdf.pdf](http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid_tg_mergers_and_acquisitions_dec08.pdf.pdf) 15.08.2009).

Satın alma süreci, hukuksal olarak, bir niyet mektubunun alıcı tarafından satıcıya sunulmasıyla başlar. Aslında niyet mektubunun yasal bir bağlayıcılığı yoktur. Böylece asıl sözleşme yapıncaya kadar iki tarafında niyet mektubunun esasları doğrultusunda hareket etmesine olanak sağlanır (Kutlan, 2004: 257). Herhangi bir hukuki işleme taraf olanlar, bu işlemlere ilişkin müzakere aşamasında mevcut durumu tespit etmek, ortak niyeti, kullanılacak usul ve yöntemleri ve yükümlülükleri belirlemek maksadıyla genellikle bir niyet mektubu hazırlarlar. Söz

konusu niyet mektubu, ilgili hukuki işleme ilişkin olarak imzalanacak nihai sözleşmenin hazırlığı niteliğinde olup, bağlayıcı olup olmaması tarafların iradesine bağlıdır. Niyet mektubunun içeriği konusunda bir sınırlama bulunmamakla birlikte, çoğunlukla taraflar, mevcut durum, amaçlanan hukuki işlem, tarafların niyetleri ve yapılması planlanan işlemlerin gerçekleştirilmesine yönelik projeler ve bunlara ilişkin hak ve yükümlülükler mektubun içeriğinde yer alır ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010).

### 3.2.2. Özel İnceleme

Due Diligence Amerikan kökenli bir hukuk kavramıdır ve Türkçeye “aşırı özen, aşırı itina” olarak tercüme (Kutlan, 2004: 14) edilmekle birlikte “özel inceleme” adı altında da kavramlaştırmak mümkündür. Genel olarak bu kavram şirket satın alma ve birleşmelerinde hedef şirket ile ilgili bilginin temin edilebilmesi ve kullanımında;

- İtinalı analiz,
- Denetim
- Hedef objenin değerlendirilmesi olarak açıklanabilir (Kutlan, 2004: 24).

Bu aşamada yapılacak olan incelemeler ticari, mali, vergisel, operasyonel, çevresel ve hukuki yönlerden yapılacak detaylı incelemeleri kapsar. Buna adeta şirketin röntgeninin çekilmesi diyebiliriz. Bu şekilde muhtemel alıcının şirket yönetimi ile aynı bilgi düzeyine gelmesi sağlanır. Due Diligence ile edinilen bilgiler alıcı şirket danışmanlarınca derlenerek bir rapor haline getirilir ve bu raporlar işlemin bundan sonraki aşamalarının da temelini oluştururlar (<http://www.kardas.av.tr/m8.html> 12.03.2010).

Şirket sahipleri birleşilen veya devralınan diğer şirket hakkında hiçbir zaman tüm bilgilere sahip olunamadığını belirtmekte ama sahip olunan bilgilerle şirketin işleyişi hakkında ne kadar iyi fikir elde ediliyorsa, işlemin başarıyla sonuçlanma olasılığının o kadar yükseldiğini söylemektedirler. Bu bağlamda özel inceleme

çalışmaları, satın alma işlemlerini destekleyen stratejik varsayımları analiz etmek, yatırımların satın alma sürecindeki risklerini asgari düzeye indirmek ve yatırımların getirilerini maksimum düzeye çıkarabilmek için tasarlanır. Şirketin her yönüyle değerlendirilmesini, karşılaşılabilecek sorunların olabildiğince erken aşamalarda tespit edilmesini, doğabilecek fırsatların belirlenmesini ve tüm konuların detaylı analizlerle raporlanmasını içeren özel inceleme çalışmaları potansiyel alıcıya en sağlıklı bilgiye sahip olarak karar verme olanağı sunar ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010).

Özel inceleme sürecinin başlamasıyla çeşitli dallarda hem şirket içinden hem de seçilen bir danışmanlık şirketinden gelen uzmanlardan oluşan bir takım kurulur. Bu takım “Due Diligence” süresince hedef şirketi tüm yönlerden inceler ve araştırır (Kutlan, 2004: 257).

#### 3.2.2.1. Finansal İnceleme

Finansal özel inceleme, işletmenin finansal durumunu doğrulamak ve değerlendirmek amacıyla nakit akımlarının, karlılık, temettü politikası, vergi durumu ve birim maliyetleriyle birlikte yatırımlarının, gelir ve giderlerinin her yönden analizi ve incelenmesini kapsar (Triantis, 1999: 285).

Finansal özel inceleme;

- Büyüme, teknoloji ya da sinerji kazanımları açısından sözleşme veya işlem için ticari gerekçelerin tanımlanması,
- Durum, varsayımlar ve öngörüler arasında ayırım ile
- Finansal durum, varsayımlar ve öngörülerin yapılmasını gerektirir (Spedding, 2009: 25).

Finansal özel inceleme satın alma işlemleri sırasında yatırımcının hedef şirketi değerlendirebilmesi için şirketin mali bilgilerinin detaylı incelemesinin yapılmasıdır. Bu çerçevede finansal özel inceleme çalışmasının amaçlarını şöyle sıralamak mümkündür:



- Yatırımcının hedef şirketin ticari faaliyetleriyle ilgili bilgi edinmesini sağlamak,
- Kritik başarı göstergelerinin tespit edilmesini sağlamak,
- Hedef şirketin güçlü ve zayıf yanlarını tespit etmek,
- Potansiyel problemler, tehditler ve fırsatları öne çıkarmak,
- Satın alma işleminde önemli hususlara dair bilgi sunmak,
- Potansiyel alıcının hedefin değeriyle ilgili fikir edinmesini sağlamaktır([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010).

#### 3.2.2.2. Vergisel İnceleme

Vergi incelemelerinde işlemler yasal defterler, şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ve analitik incelemeler ışığında irdelenir. Bu incelemeler bulguların mahiyeti itibariyle sınıflandırması, risk unsurlarının belirlenmesi ve bunların gerçekleşme ihtimalinin değerlendirilmesi, risklerin yıllar itibariyle tasnifi, olası risklerin vergi aslı, gecikme zammı ve vergi cezası kırılımıyla hesaplanmasını kapsamaktadır ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 12.07.2010).

Vergisel özel inceleme sürecinde vergi ile ilgili tüm yasal defterler, hesaplar, beyannameler, kayıtdışı bırakılmış işlemlere karine olabilecek bulgular, örtülü sermaye ve örtülü kazanç ilişkileri, ortaklar cari hesapları, stoklar ve değerlemeleri, amortismanlar, teşvikler ve geçmiş dönem zararlarının durumu, hedef şirketin vergi borçları ve geçmişte uğradığı vergisel takibat ile sonuçları vergi mevzuatına uygunluk açısından incelenmelidir (Kutlan, 2004: 69).

#### 3.2.2.3. Hukuksal İnceleme

Hukuki incelemenin kapsamı, hedef şirketin yürürlükte olan hukuki mevzuata ve yasal prosedürlere uygun hareket edip etmediğinin incelenmesi ve değerlendirilmesi, hedef şirketin üçüncü kişiler nezdinde hak ve yükümlülüklerinin irdelenmesi, hukuki inceleme neticesinde gerçekleştirilmesi planlanan işlem

bakımından hedef şirketin değerlendirilerek, bu bağlamda hukuki risklerin genel olarak belirlenmesini içermektedir ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf) 1.11.2011).

Hukuksal özel inceleme;

- Hedef işletmenin gayrimenkul, araç-gereç, entelektüel sermaye, patent ve telif hakları gibi en önemli varlıklardaki sahipliğini ispatlamak,
- Geçmiş, devam eden ve beklemede olan adli davaların ayrıntılarını öğrenmek,
- İşletmenin çalışanları, müşterileri ve tedarikçileri ile olan sözleşmelerden kaynaklanan yükümlülüklerin ayrıntılarına bakmak,
- İşletme sahipliğindeki bir değişimin mevcut sözleşmeler üzerindeki etkisini incelemek (O'Connell, 2007:118) şeklinde açıklanabilecek görevlere sahiptir.

### 3.2.3. Müzakere Süreci

Başka bir şirket ile birleşmek isteyen şirket, olası bir hedef şirket belirlendikten sonra birleşme sonrasında hedef şirketin hisse senedi sahiplerine ödeyebileceği uygun bir fiyat ya da fiyat aralığı belirlemelidir. Bir şirket birleşmesinde görüşmelerin koşulları iki önemli unsuru kapsar. Birleşme sonrasında şirketi kim yönetecek? Ve Birleşmelerde ne kadar ve nasıl ödeme yapılacaktır? (Çelik, 1999: 65-66). Birleşme görüşmelerinde birleşme sonrası yönetimin ve yöneticilerin hangilerinin yetki sahibi olacağı, alınacak işletme için ne kadar fiyat ödeneceği ve işletmenin bugünkü değerleri hakkında görüş birliği sağlanmaya çalışılmaktadır.(Simit, 2007: 38).

Müzakere aşamasında, etkin bir sözleşmenin oluşturulması en önemli unsurlardan birisidir. Anlaşma hazırlamak, bu sürecinin en uzun ve karmaşık basamağı olarak görülmektedir. Özellikle, sunum ve garantiler, anlaşma metninin en önemli kısmıdır. Burada, anlaşma ile değişmemesi istenen unsurların belirtilmesi mümkündür. İçeriğinde, hem negatif (muhasabe işleyişinin değiştirilmesine izin verilmemesi gibi) hem de pozitif (hedef firmanın, alan firmaya tüm muhasabe

bilgilerini inceleme olanağını sağlaması gibi) unsurlar bulunabilmektedir (İçke, 2007: 22).

Kesin anlaşma alıcı ve satıcının memnuniyeti ile müzakere edilerek sonuca bağlandığından genellikle resmi olarak sürecin bittiğine kapandığına karar verilir.

Ayrıca kapanış öncesi bazı işlemlerin yapılmış olmasına da gerek duyulur. Bunlar;

- İletişim Planı- dahili, yerel halk, yatırımcılar
- Anti tröst ve/veya devlete başvuru
- Faaliyetlerin geçici yönetimi
- Kapanış öncesi özel inceleme
- Fonların transferi ([http://www.cimaglobal.com/Documents/Imported Documents/cid\\_tg\\_mergers\\_and\\_acquisitions\\_dec08.pdf.pdf](http://www.cimaglobal.com/Documents/Imported Documents/cid_tg_mergers_and_acquisitions_dec08.pdf.pdf) 15.08.2009)

Kapanış işlemi, Hisse Devir ve Hissedarlık Sözleşmelerinin imzalanmasıyla başlar. Birleşme sözleşmesi hazırlanarak hukuki sürecin nasıl yönetileceğine karar verilir. Kapanış süreci vergi mevzuatına uygunluk açısından izlenir ve şirket varlıklarıyla personelinin devri, hukuk bölümlerinin gözetimi altında yapılır. İki taraf da kapanış hesaplarını inceleyerek, denetim sonucunda hesapların Hisse Devir Sözleşmesi'ne uygun olup olmadığını kontrol eder. Kamuoyu duyuruları ve işlem hakkında halkla ilişkiler aktiviteleri düzenlenir. İç iletişimle personele işlem ve 100 günlük aksiyon planı hakkında bilgi verilir ([http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf). 12.07.2010).

Birleşme görüşmeleri, şirketlerin kendi çabalarıyla yürütüleceği gibi aracılardan da katkılarıyla gerçekleştirilebilir. Bunun yanı sıra aracılardan sadece birleşme görüşmelerinde değil birleşmenin diğer aşamalarında da şirketlere danışmanlık hizmeti verebilirler. Aracılar, birleşme taraflarını bir araya getiren, şirketlerin değerlemelerini yapan, yasal düzenlemeler hakkında danışmanlık hizmeti veren veya pazarı araştıran taraf olarak birleşme sürecine katılırlar (Çelik, 1999: 68-69).

### 3.3. BİRLEŞME SONRASI DÖNEM

#### 3.3.1. Bütünleşme

Taraflar arasında mutabakatın sağlanması ile birlikte ortaklık anlaşması son haline getirilir. Düzenleyici kurumlardan izinlerin alınmasıyla ortaklık hayata geçirilir. Birleşme işleminin sona ermesi sonucunda şirketler arasında entegrasyon süreci başlamaktadır. Bu süreç, şirketler uyumlu bir kurumsal yapı oluşturuncaya kadar devam eder. Birleşme sürecini gerçekleştirmiş olan işletmelerin başarıya ulaşması için gerekli olan, söz konusu işletmelerin arasında çeşitli boyutlarda entegrasyon sağlanmasıdır. Bu uyumun elde edilmesi kolay bir eylem gibi düşünülse de pratikte başarılması çok güç bir işlemdir. Bir çok birleşme ve satın almada üst düzey yöneticilerin bu süreçte ortaya çıkan karmaşık yönetim ve insan kaynakları ile ilgili problemleri çözmede yetersiz kalması, uyumun ve entegrasyonun sağlanmaması, birleşmeyle ilgili sonuçların hayal kırıklığı yaratmasına neden olmuştur (Serçe, 2009:75).

#### 3.3.2. İşlem Sonrası Değerlendirme

Çoğunlukla dikkate alınmayan, görmezlikten gelinen (DePamphilis, 2010, 194), birleşme ve satın alma işlemlerinin en son aşaması birleşme sonrası değerlendirmedir. Bu aşamada amaç, gerçekleştirilmiş olan birleşme ve satın almadan beklenen sonuçların elde edilip edilmediğini anlamaya çalışmaktır ([http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid\\_tg\\_mergers\\_and\\_acquisitions\\_dec08.pdf.pdf](http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid_tg_mergers_and_acquisitions_dec08.pdf.pdf) 15.08.2009).

Birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştikten sonra mevcut performansın ölçülmesi yapılır. Başarılı bir değerlendirme yapabilmek için planlanan ile gerçekleşen durumun karşılaştırması yapılmalıdır. Bir diğer ifade ile planlanan performans hedeflerine işletmenin ne ölçüde ulaştığı belirlenir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN TÜRKİYE VE DÜNYA'DAKİ HUKUKİ VE RAKAMSAL BOYUTLARI

#### 1. TÜRKİYE'DE BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR İLE İLGİLİ HUKUKSAL DÜZENLEMELER

Bu bölümde, ülkemizdeki birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hukuksal çerçevesine yönelik irdellemeler yapılacaktır. Bu bağlamda öncelikle Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde yapılan düzenlemeler ele alınacak daha sonra da Sermaye Piyasası Kanunu, Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun ve Vergi mevzuatındaki düzenlemelere yer verilecek ve karşılaştırmalı hukuk'daki düzenlemelere değinilecektir.

##### 1.1.TÜRK TİCARET KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe girecek olan 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanununda şirket birleşmeleri 134 ile 194. maddeler arasında eski yasaya göre çok ayrıntılı bir biçimde düzenlenmiştir. Buna göre birleşme iki biçimde gerçekleşmektedir. TTK md.136'ya göre birleşme ya bir şirketin diğerini devir alması veya şirketlerin tüzel kişiliklerini kaybederek yeni bir şirket tüzel kişiliği çatısı altında birleşmeleri biçiminde gerçekleşmektedir. Bir şirketin diğerini devir alması teknik bir terim ile “ devralma biçiminde birleşme “ olarak adlandırılırken, ikinci tür birleşme yine teknik bir terim ile “ yeni kuruluş biçiminde birleşme “ olarak adlandırılmaktadır.

TTK md. 137 ise hangi tür şirketlerin kendi aralarında birleşebileceklerini düzenlemiştir. Buna göre:

1) Sermaye şirketleri, sermaye şirketleri ile, kooperatifler ile ve devralan şirket olmak kaydıyla kolektif ve komandit şirketlerle

2) Kişi şirketleri kişi şirketleri ile ve devir olunan şirket olmak kaydıyla sermaye şirketleri ve kooperatiflerle

3) Kooperatifler, kooperatiflerle, sermaye şirketleri ile ve devir alan şirket olmak kaydıyla kişi şirketleri ile birleşebileceklerdir.

TTK md.136'ya göre kabul eden şirket "devir alan" katılan şirket ise "devir olunan" diye adlandırılmakta ve birleşme devir alan şirketin ortaklarının devir olunan şirketin paylarını kendiliğinden kazanması ile gerçekleşmekte ve pay kazanma devrolunan şirketin malvarlığı karşısında belirli bir değişim oranına gerçekleşmektedir. Devir olunan şirketin ortaklarına pay verme yerine birleşme akçesi verme yoluna da gidilebilmektedir. Birleşmeye giden şirketler yaptıkları birleşme sözleşmesi ile ortakların, devir olunan şirket paylarını iktisap etme veya bu payların parasal değerine karşılık gelen birleşme akçesi seçme konusunda bir tercih imkanı ile donatıldığı gibi istenirse birleşme sözleşmesinde ortakların sadece birleşme akçesi alabilecekleri de öngörülebilir. Birleşmenin ardından devir olunan şirketin malvarlığı bir bütün halinde devir alan şirkete geçmekte ve tüzel kişiliği sona ermektedir.

TTK md.138 tasfiye halindeki bir şirket malvarlığının dağıtılmaya başlanmaması ve devir olunan şirket olması kaydıyla birleşmesine izin vermiştir.

TTK md.139 da ise sermayesinin ve yasal yedek akçelerinin toplamının yarısını zararla kaybeden veya borca batık durumda bulunan şirket kaybolan sermayesini veya borca batıklık durumunu karşılayabilecek tutarda serbestçe, tasarruf edebilen öz varlığa sahip bir şirketle birleşebilecektir.

Kuşkusuz bu son iki madde iktisadi kriz durumlarını dikkate alan, özellikle de 2008 iktisadi krizi sonrası zor duruma düşen şirketlerin başka şirketlerle birleşerek tamamen yok olmalarının önüne geçilmesi amacıyla getirilmiş bir düzenleme olmaktadır. Bu tür birleşme adı altında gerçekte bir şirket kurtarma operasyonu gerçekleştirilmektedir.

TTK md 142'ye göre devrolma yoluyla birleşmede devralan şirket sermayesini devir olunan şirket ortaklarının yeni pay haklarını alabilecekleri kadar artırmak zorundadır.

Şirket birleşmesi şirketlerin birleşme sözleşmesi yapması ile başlayan bir süreci gerektirmekte, yazılı olarak yapılması gereken bu sözleşme birleşmeye katılan şirketlerin yönetim organlarınca imzalamakta ve genel kurullarınca onaylanması gerekmektedir (TTK md 145). Birleşme sözleşmesi, şirketle paylarının değişim oranını, öngörülmüşse denkleştirme tutarını, devrolunan şirket ortaklarının devralan

şirketteki paylarına ve haklarına ilişkin bilgiler yanında, şirket paylarının değiştirilme şeklini, birleşmeyle iktisap edilen payların, devralan veya yeni kurulan şirketin bilanço karına hak kazandığı tarihi gibi bazı unsurları içermek zorundadır. (TTK md146).

TTK md. 147'ye göre birleşmeye katılan şirketlerin yönetim organlarının ayrı ayrı veya birlikte bir birleşme raporu hazırlamaları gerekmektedir. Bu rapor şirketlerin mali ve hukuksal durumları ile ilgili bilgiler içermekte; özellikle birleşmenin amacı, ortakların haklarının hangi statüye tabi olacağı, birleşmenin birleşen şirketlerin ötesinde üçüncü kişilerin hak ve alacaklarını nasıl etkileyeceği gibi bilgileri içermek zorundadır.

TTK md.148 birleşme sözleşmesinin ve birleşme raporunun denetlenmesini öngörmekte uzman bir işlem denetçisinin yapması gereken bu denetleme özellikle devrolunan şirketin ortaklarının haklarının korunmasına yönelik olmakta ve istisnai bazı hallerde bu denetlemenin yapılmasından vazgeçilebileceği öngörülmektedir. Bu denetlemede değişim oranı ve pey akçesini adil olup olmadığı değişim oranının hangi esaslara göre belirlendiği ve diğer değişim oranlarına göre adil olup olmadığı gibi unsurlar dikkate alınır.

Yeni Türk Ticaret Kanununun getirdiği diğer bir düzenleme ise birleşme işlemlerindeki saydamlığın sağlanmasına ilişkindir. Buna göre birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesini birleşme raporunu ve denetleme raporunu başta ortaklar olmak üzere bütün ilgililerin bilgisine açmakla yükümlüdür (TTK md.148). Son üç yılın finansal tablolarını yıllık faaliyet raporlarını ve ara bilançolarını da benzer biçimde saydamlık ortamına sokmak zorunda olan şirketler talep halinde bu bilgilerin yazılı birer nüshasını ilgililere vermek ve yine bu bilgileri internet ortamına sunmak zorundadır.

Birleşme sözleşmesi birleşen şirketlerin genel kurullarında gerekli oy oranı çerçevesinde onaylandıktan sonra yönetim organları derhal birleşme sözleşmesini ticaret sicilinde tescil ve ilan ettirmek zorundadır. Birleşmenin tescil ve ilanı ile beraber birleşme işlemi geçerlilik kazanmakta ve devrolunan şirketin tüzel kişiliği sona ererken malvarlığı tüm aktif ve pasifleriyle devralan şirkete geçmekte ve devrolunan şirketin ortakları devralan şirketin ortakları olmaktadır.

Birleşmenin gerçekleşmesinden üç ay sonra eğer şirket alacaklıları isterse devralan şirket bu alacaklılara uygun bir teminat göstermek zorundadır (TTK md. 157).

Türk Ticaret Kanununun yürürlüğü ve uygulama şekli hakkındaki kanunun 17. maddesi tapu sicili gemi sicili fikri mülkiyet sicili ve benzeri sicillerde yapılması gereken gerekli işlemlerin tabi olacağı usul esasların çıkartılacak tebliğlerle düzenlenmesini öngörmektedir.

## 1.2. SERMAYE PİYASASI KANUNU'NDA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Birleşmeyi içeren ya da doğrudan birleşmeye ilişkin birkaç hüküm dışında, anonim şirketlerin birleşmesi Sermaye Piyasası Kanunu'nda özel olarak düzenlenmemiştir. Bununla birlikte bu konuda, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, gerek şirket devralma gerekse yeni şirket kurulması yoluyla olsun birleşme işlemlerinde uyulacak esasları düzenlemek amacıyla çıkardığı Seri: I, No: 31 Tebliğ'i de bu konudaki temel kaynaklardan birini oluşturmaktadır (Yanlı, 2004: 74).

Sermaye Piyasasına mevzuatı açısından Seri: I, No: 31 sayılı Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ana düzenleme olmakla birlikte zamanla bu tebliğde değişiklik yapılması yönünde çıkarılan Seri: I, No: 33, Seri: I, No: 35, Seri: I, No: 39 ve Seri: I, No: 41 sayılı tebliğler de konu ile ilgili diğer yasal düzenlemelerdir.

14.07.2003 tarih ve 25168 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri I, No: 31 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ile 8.05.2010 tarih ve 27575 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Seri I, No:41 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ sermaye piyasası mevzuatı açısından en önemli düzenlemeler olmaktadır. Bu tebliğler paralelinde birleşme işlemlerine yönelik düzenlemeler şu şekilde yapılmıştır.

### 1.2.1. Yetkili Organların Ön Kararı

31. nolu tebliğin 4.maddesine göre birleşme işlemlerine başlanması için birleşmeye taraf ortaklıklarda yönetim kurulunun karar alması yeterli olmakla



beraber, taraflar istediği takdirde genel kurul, birleşme işlemine, birleşme sözleşmesinin hazırlanmasına ve esaslara ilişkin olarak karar alabilir veya söz konusu hususların tespiti ile ilgili olarak yönetim kuruluna yetki verebilir.

### **1.2.2. Birleşmeye Esas Alınacak Finansal Tablolar ve Özel Bağımsız Denetim Raporu**

41 nolu tebliğın 1 maddesi ile 31 nolu tebliğın 5 maddesi şu şekilde değiştirilmiştir. Birleşmeye taraf ortaklıkların birleşme işlemine esas alınacak finansal tablolarının kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanması ve kurulun bağımsız denetim standartları çerçevesinde özel bağımsız denetimden geçirilmesi zorunludur. Birleşmeye esas finansal tabloların kurul düzenlemeleri uyarınca bağımsız denetiminin yapılmış olması halinde, özel bağımsız denetim koşulu aranmaz. Birleşme işlemine taraf olan ortaklıklardan konsolide finansal tablo düzenlemekle yükümlü olanların konsolide, diğerlerinin solo finansal tablolarının birleşme işlemlerinde esas alınması zorunludur.

Birleşmeye esas alınacak finansal tabloların tarihi ile birleşme sözleşmesinin nihai olarak onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki sürenin, 9 ayı geçmemek üzere 6 ayı aşması halinde, birleşmeye taraf ortaklıklarca, İMKB’de işlem gören ortaklıkların duyuru metninin yayımlandığı tarih itibariyle kamuya açıklamak zorunda oldukları en yakın tarihli finansal tabloların hazırlanması ve duyuru metni ekinde kamuya açıklanması zorunludur.

Birleşme sözleşmesi ile duyuru metnine kurulca onay verildiği tarihe kadar, birleşme oranının hesaplanmasında esas alınan öz kaynakları ve finansal tabloları önemli ölçüde etkileyen veya birleşme oranının değişmesi sonucuna yol açan gelişmeler olduğu takdirde;

a) Birleşmeye esas finansal tabloları denetleyen bağımsız denetim şirketi, söz konusu gelişmelerin anılan finansal tablolar üzerindeki etkilerini gösteren bir rapor hazırlar.

b) Tebliğın 8 inci maddesi kapsamında uzman kuruluş tarafından hazırlanan rapor, gelişmeler çerçevesinde yenilenir.

Birleşmeye taraf ortaklıkların kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararlarının birleşmeye esas alınacak finansal tablo tarihinden sonra alınması halinde kâr dağıtımının etkilerinin birleşme oranının hesaplanmasında dikkate alınması zorunludur.

TTK'nın 324 üncü maddesi hükmü çerçevesinde aktiflerin satış fiyatı esas alınarak düzenlenen bilançoya göre sermayesinin 2/3'ü karşılıksız kalan ortaklık, devralan ortaklık sıfatıyla birleşme işlemine katılamaz .

### **1.2.3. Bilirkişi İncelemesi**

31 nolu tebliğin 6.maddesine göre, birleşmeye taraf ortaklıkların öz kaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi tarafından inceleme yapılır ve söz konusu inceleme bilirkişi tarafından rapora bağlanır.

Birleşmeye esas alınacak mali tablolara ilişkin özel bağımsız denetim raporunda olumlu görüş bildirilmesine rağmen kurulca yapılacak inceleme sonucunda gerekli görülmesi veya raporda şartlı görüş bildirilmesi durumlarında, söz konusu durumlara neden olan hususlar çerçevesinde düzeltilmiş ve bağımsız denetçi tarafından onaylanmış mali tablolar bilirkişi incelemesine sunulur; bilirkişi raporu, bu mali tablolar esas alınarak hazırlanır. Birleşme işlemine esas alınacak mali tablolara ilişkin bağımsız denetim raporunda olumsuz görüş bildirilmesi veya görüş bildirilmemesi durumlarında söz konusu mali tablolar birleşme işlemine esas alınamaz.

### **1.2.4. Birleşme Oranının Hesaplanmasında Uygulanabilecek Yöntemler**

31 nolu tebliğin 7 maddesine göre, birleşme oranı, birleşmeye taraf ortaklıklarca benimsenen yöntem esas alınarak hesaplanır.

Birleşme işleminde, öz kaynak yönteminin uygulanması halinde sadece bu yönteme göre, öz kaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde ise hem öz kaynak yöntemi hem de seçilen diğer yönteme göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesi zorunludur.

Ayrıca borsa fiyatları esas alınarak birleşme oranının tespit edilebilmesi için; birleşmeye taraf ortaklıkların onay için kurula başvuru yaptıkları tarih itibarıyla,

a) Halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, ortaklığın nominal sermayesine oranının en az %25 olması ve hisse senetlerinin Borsa da işlem görmesi,

b) Borsa fiyatının tespitinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasının esas alınması, zorunludur. Kurulca gerekli görülmesi halinde bu hususlarda değişiklik yapılabileceği gibi ek koşullar da aranabilir.

Birleşme oranının belirlenmesinde, varlıkların rayiç değer üzerinden değerlemeye tabi tutulması suretiyle hesaplanan öz kaynakların esas alınması halinde, değerlemeye konu gayrimenkuller kurulca listeye alınan gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından değerlendirilir. Gayrimenkullere ilişkin olarak gayrimenkul değerlendirme şirketi tarafından yapılan değerlemenin sonuçları bilirkişi raporuna esas alınır.

#### **1.2.5. Uzman Kuruluş İncelemesi**

31.nolu tebliğin 8 maddesine göre, birleşmeye taraf ortaklıkların öz kaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi incelemesine ek olarak nitelikleri kurulca belirlenen bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalardan biri tarafından da inceleme yapılır ve söz konusu inceleme rapora bağlanır.

Birleşme işleminde, öz kaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanabilecek en az iki yöntem ve bu yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranlarına, bu yöntemler arasından birleşme işlemi için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesine, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak söz konusu raporda yer verilmesi zorunludur.

Bilirkişi incelemesi ve birleşme oranının hesaplanmasına ilişkin bu Tebliğın diğer hükümleri anılan rapor için de geçerlidir.

#### **1.2.6. Birleşme Sözleşmesi**

31. nolu tebliğın 9 maddesine göre, birleşme sözleşmesi, birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından tebliğ eklerinde belirtilen asgari unsurları içerecek şekilde hazırlanır.

#### **1.2.7. Yönetim Kurulu Raporu**

31 nolu tebliğın 10 maddesine göre, birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından birleşme oranı başta olmak üzere birleşme sözleşmesini açıklayan, birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan ve değerlemeyi etkileyen hususlara yer veren ayrıntılı bir rapor hazırlanır.

Ayrıca 41 nolu tebliğın 2 maddesi ile 31 nolu tebliğın 10 maddesine, bir veya birden fazla ortaklığın, paylarının % 95'i veya daha fazlasına sahip başka bir ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmede, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklıkların ortaklarına verilmesini gerektirmeyen durumlarda, bu tebliğın;

- a) 5 inci maddesinde yer alan bağımsız denetim raporu,
  - b) 8 inci maddesinde yer alan uzman kuruluş raporu,
  - c) 10 uncu maddesinde yer alan yönetim kurulu raporu
- aranmaz hükümleri eklenmiştir.

#### **1.2.8. Kurula Başvurularak Onay Alınması**

41 nolu tebliğın 3.maddesi ile 31 nolu tebliğın 11. maddesi şu şekilde değiştirilmiştir. Birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantılarından önce tebliğ eklerinde yer alan belgelerle, birleşmeye esas alınacak finansal tabloların tarihini izleyen 4. ayın sonuna kadar Kurula başvurularak onay alınması zorunludur. Söz konusu başvuru, Kurul tarafından Kanunun amaç ve ilkeleri çerçevesinde incelenerek sonuçlandırılır.

### **1.2.9. Pay Sahiplerinin Bilgilendirilmesi**

41 nolu tebliğin 4. maddesi ile 31 nolu tebliğin 12.maddesinin 1.fıkrası şu şekilde değiştirilmiştir. Birleşmeye taraf ortaklıklarca hazırlanan ve Kurul tarafından onaylanan duyuru metni ve eki birleşme sözleşmesi; birleşmeye taraf ortaklıklardan en az birinin paylarının Borsada işlem görmesi halinde, Kamuyu Aydınlatma Platformunda ve ilgili ortaklıkların internet sitelerinde; hisse senetleri Borsada işlem görmeyen ortaklıklarda Kurul ve varsa ilgili ortaklıkların internet sitelerinde, birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihinden en az 30 gün önceden başlamak üzere birleşme işlemi tamamlanıncaya kadar ilan edilir. Ayrıca birleşmeye ilişkin özet bilgileri içeren, esasları Kurul tarafından belirlenen ve hisse senetleri Borsada işlem görmeyen ortaklıklarca hazırlanacak olan sirküler, mahallinde yayınlanan veya dağıtılan en az bir gazetede birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce ilan edilerek kamuya duyurulur. Birleşmeye taraf ortaklık merkezlerinin aynı ticaret sicil bölgesinde bulunması durumunda sirküler ilanı yükümlülüğü, tek bir ortaklık tarafından da yerine getirilebilir. Ortaklıklar, mahalli gazetede ilan yükümlülüklerini ülke çapında dağıtılan gazetelerde ilan etmekle de yerine getirebilirler.

31. nolu tebliğin 12.maddesinin 2.fıkrasına göre, birleşme sözleşmesi, işleme taraf ortaklıkların son üç yıllık mali tabloları, varsa bağımsız denetim raporları ile faaliyet raporları, birleşmeye esas mali tablolara ilişkin bağımsız denetim raporları, bilirkişi raporu, uzman kuruluş raporu, birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan yönetim kurulu raporu, duyuru metni, birleşmeye esas mali tablo tarihi ile birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki en son 3 aylık ara mali tablolar, devir veya birleşmeden itibaren 3 yıllık hedeflerin ortaya konulduğu tahmini mali tablolar ile birleşme sonrası tahmini açılış bilançosu birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce pay sahiplerinin bilgilendirilmesi amacıyla işleme taraf ortaklıkların merkez ve şubelerinde incelemeye açık bulundurulur. Ayrıca, ortaklar masrafi ortaklığa ait olmak üzere söz konusu belgelerin birer suretini isteyebilirler.

### **1.2.10. Birleşme Sözleşmesinin Onaylanması ve Ortaklık Devralma Yoluyla Birleşme İşleminde Sermaye Artırım Kararı**

31.nolu tebliğin 13.maddesi uyarınca, kurul'un onayından sonra birleşme sözleşmesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların genel kurullarında onaylanır. Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde devralan ortaklığın genel kurulunda devralma ve sermaye artırım kararı alınırken, devrolan ortaklığın genel kurulunda devrolma ve bu suretle infisah kararı alınır. Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise birleşmeye taraf ortaklıkların genel kurullarında birleşme ve bu suretle infisah kararı alınır. Genel kurulların birleşmeye ilişkin olarak verdikleri kararlar, varsa imtiyazlı pay sahiplerinin, intifa senedi sahipleri ile tahvil ve benzeri borçlanma senetleri sahiplerinin yapacakları özel bir toplantıda verecekleri kararlar onaylanmadıkça uygulanamaz.

### **1.2.11. Kurul Kaydına Alınma**

41.nolu tebliğin 5.maddesi ile 31.nolu tebliğin 14.maddesi değiştirilmiş ve buna göre, kurula sunulan belgeler Kanunun amaç ve ilkeleri çerçevesinde incelenerek;

a) Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde ihraç edilecek hisse senetleri ile devralan ortaklığın Kurul kaydında bulunmayan hisse senetleri,

b) Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise birleşme neticesinde kurulacak olan yeni ortaklığın, birleşme nedeniyle tüzel kişilikleri sona eren ortaklıkların Kurul kaydında bulunmayan sermayesine isabet eden hisse senetleri Kurul kaydına alınır.

### **1.2.12. Hisse Senetlerinin Teslim Esasları**

41.nolu tebliğin 6.maddesi ile 31.nolu tebliğin 15.maddesi şu şekilde değiştirilmiştir. Hisse senetlerinin dağıtılacağı yerler, dağıtımın başlayacağı tarihten en az 2 iş günü önce, hisse senetlerinin dağıtımına ilişkin duyuru ile 12 nci maddenin birinci fıkrasında sirküler için belirtilen esaslara uygun olarak ilan edilir. Esas sermaye sistemindeki ortaklıkların hisse senetlerinin;

a) Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde, sermaye artırımının Ticaret Siciline tescilinden,

b) Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde, yeni kurulacak ortaklığın tescilinden itibaren

hamiline yazılı olmaları halinde 30 gün, nama yazılı olmaları halinde 90 gün içerisinde teslim edilmesi zorunludur.

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların hisse senetlerinin değişim işlemine tescile mesnet belgenin tescil tarihinden itibaren 15 gün içerisinde başlanması zorunludur. Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin düzenlemeler saklıdır.

#### **1.2.13. Kurula Bildirim**

41.nolu tebliğin 7.maddesi ise 31.nolu tebliğin 16.maddesi değiştirilmiş ve buna göre, birleşme işlemine taraf ortaklıklar;

a) Genel kurul kararları ile sermaye artırımını ve diğer esas sözleşme değişikliklerinin tescil ve ilanına ilişkin TTSG,

b) İnfisah eden ortaklık/ortaklıkların ticaret sicilinden terkinine ilişkin TTSG ile sirküler ve hisse senetlerinin dağıtımına ilişkin duyurunun ilan edildiği gazetelerin birer nüshasını ilk ilanları izleyen 6 iş günü içerisinde Kurula gönderirler.

#### **1.2.14. Ortaklık Devralma Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabacak Sermaye Tutarı**

31.nolu tebliğin 17.maddesine göre, öz kaynak veya rayiç değer yöntemlerinin kullanılması durumunda, ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemi sonrasında ulaşılacak sermaye artırımının tutarı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

Devralan ortaklığın öz kaynağı: A

Devrolan ortaklığın (birden fazla ise ortaklıkların) öz kaynağı: B

Devralan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi: C

$$\text{Birleşme Oranı} = \frac{A}{A+B} = D$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye} = \frac{C}{D}$$

Birleşme işlemine taraf ortaklıkların, birleşme işlemine taraf bir diğer ortaklığın iştiraki olması ve benzeri durumlar, seçilen yönteme ilişkin hesaplamada dikkate alınır. Birleşme sonrası artırılacak sermaye tutarı, devrolan ortaklığın (birden fazla ise ortaklıkların) devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılır.

### **1.2.15. Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Birleşme Sonrasında Ulaşılabacak Sermaye Tutarı**

31.nolu tebliğin 18 maddesine göre, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme sonrasında yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların çıkarılmış/ödenmiş sermayelerinin toplamından oluşur. Birleşme işlemine taraf ortaklıkların, birleşme işlemine taraf bir diğer ortaklığın iştiraki olması ve benzeri durumlar, her bir ortaklık için birleşme oranının hesaplanmasında dikkate alınır ve yeni kurulacak ortaklığın sermayesi bu suretle belirlenir. Yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşmeye taraf ortaklıkların ortaklarına toplam öz sermayedeki payları oranında dağıtılır.

### **1.3. VERGİ MEVZUATI AÇISINDAN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ**

Şirket birleşmeleri vergi mevzuatı açısından değişik yasal düzenlemelerde ele alınmıştır. Buna göre, Kurumlar Vergisi Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu, Vergi Usul Kanunu, Gider Vergileri Kanunu, Harçlar Kanunu, Katma Değer Vergisi Kanunu, Damga Vergisi Kanununda şirket birleşmeleri ile ilgili bir takım hükümler bulunmaktadır. Kuşkusuz bu kanunlardan şirket birleşmeleri ile ilgili en önemli kanun 26205 sayı ve 21.06.2006 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’dur. Diğer kanunlarda daha çok yan bir takım düzenlemeler getirilmekte, şirket birleşmelerini teşvik edici ve kolaylaştırıcı anlamda bazı düzenlemeler yer almaktadır. Bu mevzuat aşağıdaki şekilde incelenebilecektir:



- Damga Vergisi Kanununa ek “Damga Vergisinden İstisna Edilen Kağıtlar” başlığı altında getirilen ek düzenleme ile, Kurumlar Vergisi Kanununa göre gerçekleştirilen şirket birleşmeleri, bölünmeleri ve devirleri nedeniyle düzenlenen kağıtlar Damga Vergisinden istisna edilmiştir.
- Gider Vergisi Kanununun 29. maddesine eklenen s bendi uyarınca Kurumlar Vergisi Kanununa göre yapılan birleşme, bölünme ve devir işlemlerinden doğan kazançlar Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisinden istisna edilmiştir.
- Harçlar Kanununun 123. maddesine 5635 sayılı kanunla eklenen fıkra ile birleşme, devir ve bölünme hallerinde yapılacak işlemlerden harç alınmayacağı düzenlemiştir.
- Kurumlar Vergisi Kanununun 8. maddesinin 1. fıkrasına göre birleşme ve devir giderleri indirimi mümkün gider sayılmıştır.
- Şirket birleşme ve devirlerinde birleşen ve devir alınan kurum veya kurumların kül halinde yani tüm aktif ve pasifleriyle birleşilen veya devralan kuruma geçeceği gerçeği karşısında, birleşen veya devrolunan kurumun aktifinde yer alan varlıkların örneğin taşınmazların ve demirbaşların birleşilen veya devrolunan kuruma geçmesinin aslında Katma Değer Vergisi Kanunu anlamında mal teslimi olacağı, ancak bu tür teslimlerin başlangıç aşamasında Katma Değer Vergisine tabi tutulmasının birleşme ve devir işlemlerini en azından mali açıdan cazip olmaktan çıkartacağı gerçeği dikkate alınarak; Katma Değer Vergisi Kanununun 17. maddesinin 4. bendinde, Kurumlar Vergisi Kanununda düzenlenmiş olan devir işlemlerinin Katma Değer Vergisinden istisna edilmiş olduğu düzenlenmiştir.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Bu kapsamda vergiden istisna edilen işlemler bakımından katma değer vergisi kanununun 30.maddesinin a bendi hükmü uygulanmaz. İşlem sonunda faaliyetini bırakan, bölünen veya infisah eden yükümlülerce yüklenilen ve indirilemeyen vergiler, faaliyete başlayan veya devir veya bölünme sonrasında devredilen veya bölünen kurumların varlıklarını devralan yükümlüler tarafından mükerrer indirimine yol açmayacak biçimde indirilir.

- Gelir Vergi Kanununun 81. maddesi de şirket birleşmeleri ve devirleri halinde ortaya çıkabilecek değer artışı kazançlarının vergiye tabi olup olmayacağını ele almış, ilke anlamında kurum veya kurumların bütün aktif ve pasifleriyle devir alınması halinde birleşilen veya devralan kurumda ortaya çıkabilecek değer artışlarının vergiye tabi değer artışı kazancı olacağını düzenlemiştir. Ancak bu duruma bir takım şartlarla istisna getirilmiş ve bu gibi hallerde oluşan değer artışı kazançları vergilendirme dışı bırakılmıştır. Buna göre, kazancı bilanço esasına göre tespit edilen bireysel bir işletmenin bilançosunun bir sermaye şirketine tüm aktif ve pasifleriyle devrolunması halinde devralan şirketin bilançosuna aynen geçirilmek ve devredilen bireysel işletmenin sahip veya sahiplerine şirketten, devir bilançosuna göre hesaplanan öz sermaye oranında ortaklık payı verilmesi halinde artık değer artışı kazançları vergilendirme dışı bırakılacaktır.<sup>2</sup> (Pehlivan, 2010: 219).

Bunun yanında zarar mahsubunu düzenleyen Kurumlar Vergisi Kanununun 9. maddesi şirket devir alımlarında devralınan şirketlerin bile zararlarının mahsubunun yapılabileceğini öngörüp buna ilişkin koşulları düzenlemiştir.

Buna göre; devralınan kurumların öz sermaye<sup>3</sup> tutarını geçmeyen zararları beş yıl süre ile mahsup edilebilecektir (KVK, md. 9). Zarar mahsubunun yapılabilmesi için iki şart getirilmiştir. Buna göre;

- 1) devralınan kurum veya kurumların son beş yıla ait Kurumlar Vergisi beyannamesinin yasal süresi içinde verilmiş olması,
- 2) devir sonucu zarar mahsubu yapacak kurumun devirin yapıldığı hesap dönemini izleyen en az beş yıl süre ile devraldığı kurumun faaliyetini devam ettirmesi gerekmektedir.

---

<sup>2</sup> Bu ortaklık paylarını temsil eden hisse senetlerinin nama yazılı olması şarttır.

<sup>3</sup> Mahsuba esas alınan öz sermaye, kurumun vergi usul kanunu uyarınca devir tarihi itibarıyla sahip olduğu öz sermaye olmaktadır. Yine bu kanun uyarınca öz sermaye kurumun aktif ve pasifleri arasındaki farktır. Değişik ifadeyle tüm aktiflerden tüm borçların çıkartılmasından sonra kalan değer öz sermayeyi oluşturmaktadır.

Burada yer alan aynı faaliyete devam etme şartı, yürürlükten kaldırılmış olan 5422 sayılı kanunun mükerrer 14. maddesinde yer alan “aynı sektörde faaliyet gösterme” şartından daha sınırlayıcı bir faaliyet alanı getirmiştir (KVK, md.9-1-a-2). Beş yıl süre ile faaliyette bulunma şartı, vergiden kaçınmak amacıyla ekonomik olarak işletilmesi mümkün olmayan kurumların devir alınarak, bunların zararlarının devralan kurumun beyan edeceği vergiden mahsubunun sağlanması ve bu şekilde devralan kurumun vergiden kaçmasının engellenmesi amacı ile getirilmiştir.

Yukarıda belirtilen şartlar çerçevesinde zarar mahsubu yapılabilecek, ancak bu şartların yerine getirilmemesi durumunda haksız zarar mahsubunun varlığı kabul edilerek zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler için vergi ziyayı cezası kesileceği öngörülmüştür (KVK md.9 1-a-2).<sup>4</sup>

Mahsup edilecek zararlar beş yıllık süre içerisinde devralan kurumun beyannamelerinde belirtilmek kaydıyla serbestçe belirlenecek, öz sermaye sınırlamasını aşan zararlar ise iptal edilecektir. Birden fazla kurumun devralınması halinde bunların mahsubu gerekecek zararlarının mahsubunda ise orantısal bir yöntem benimsenmekte, devrolan her bir kurumun zararı devralan kurumun öz sermayesine oranla belirli bir mahsuba tabi tutulmaktadır.

Şirket birleşmeleri ve devralmalarında vergi mevzuatı açısından esas itibariyle ele alınması gereken konu, bu birleşmelerin veya devirlerin kurum kazancı açısından vergiye tabi olup olmayacağı sorunu ile ilgilidir. Çünkü KVK md.18 bir veya birden fazla kurumun diğer bir kurumla birleşmesini, tüzel kişiliği sona eren kurumlar açısından tasfiye hükmünde olacağını; ancak tasfiyeden farklı olarak bu hallerde birleşme kararının söz konusu olacağını düzenlemiştir. Dolayısıyla bu tür birleşmelerde artık vergiye tabi bir kar olacak ve vergi matrahını ise birleşme karı oluşturacaktır. Birleşme kararının belirlenmesi açısından da birleşme dönemi temel alınmış ve birleşme dönemi, birleşmeye esas bilançonun hazırlandığı tarih ile başlayan ve birleşilen kurumun birleşmeye yönelik sermaye artırımını düzenleyen ana sözleşme değişikliğinin ticaret sicilinde tescil ve ilan edildiği tarih arasında

---

<sup>4</sup> Bu tür durumlarda ilgili kurum hakkında resen vergi tarhi yapılmakta, ziyaa uğratılan vergi tutarı kadar vergi tarh edildiği gibi, yine ziyaa uğratılan vergi tutarınca vergi ziyayı cezası kesilmektedir. Ayrıca geç tahakkuk nedeniyle ilgili kurum gecikilen dönem boyunca gecikme faizi ödemektedir.

geçen dönem bilanço dönemi olarak nitelendirilmiştir<sup>5</sup>. İşte vergi matrahının belirlenmesinde esas alınacak birleşme karı bu dönem içinde elde edilecek kardır. Birleşmenin tasfiye hükümlerine tabi tutulması, birleşme karının oluşumundaki temel neden olmaktadır, çünkü devrolan kurumun bilançosundaki aktif kıymetlerin cari değerleri ile dikkate alınması söz konusu olmakta bir başka deyişle birleşme halinde gizli yedekler realize edilmektedir<sup>6</sup> (Kavak, 2005:160-161). Yine münfesih kurum veya kurumların ortaklarına veya sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya dolaylı olarak verilen değerler, kurumun tasfiyesi halinde ortaklara verilen değerler yerine geçmektedir. Yine birleşilen kurumdan alınan değerler de vergi usul kanununda yazılı esaslara göre değerlendirilmektedir (KVK, md.18-2). Birleşme karının hesaplanması sırasında birleşen kurumun ortaklarına birleşilen kurum tarafından verilen değerlerin, transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımı hükümlerine göre belirlenmesi gerekecektir (<http://forum.alomaliye.com/index.php?topic=26931> 09.03.2010).

Bu belirlemelere göre birleşme karı üç ana unsurdan oluşmaktadır:

- 1) Birleşen kurumun tüzel kişiliğinin sona ereceği tarihe kadar süren ticari faaliyetlerinden kaynaklanan kurum kazancı
  - 2) Birleşen kurumun aktif değerlerine (emtia, taşınmaz, demirbaş gibi) biçilen yeni değerler nedeniyle oluşacak kar
  - 3) Birleşen kurum kayıtlarında gözükmesi dahi birleşen kurumun şerefîyesinin realize edilmesinden doğan kar
- (<http://forum.alomaliye.com/inde?x.phptopic=26931> 09.03.2010).

Bu şekilde ortaya çıkan birleşme karının beyanı gerekmektedir. Buna göre, devir işleminin, hesap döneminin kapandığı aydan kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği ayın sonuna kadar geçen süre içerisinde yapılması halinde, münfesih kurumun önceki hesap dönemine ilişkin olarak hazırlayacakları ve müştereken

---

<sup>5</sup> Birleşme karının tespitine esas alınan birleşme döneminin ne zaman başlayıp ne zaman bittiği yönünde ileri sürülen bir başka görüş ise, tasfiyede olduğu gibi birleşmede de farklı dönemler olmadığı birleşmenin başlama ve bitiş tarihlerinin belirlenmesinde ilgili kurumların genel kurullarının birleşme sözleşmesini onayladığı tarihin esas alınması gerektiği yönündedir. (Gökbel,2004:33).

<sup>6</sup> Bir başka görüşe göre ise, birleşme karı birleşme dönemi başındaki öz sermaye ile birleşme dönemi sonundaki öz sermaye arasındaki fark olarak karşımıza çıkmakta, bu farkın belirlenmesi için de birleşme dönemi başı ve sonuna ilişkin bilançoların düzenlenmesi gerekmektedir.(Gökbel, 2004, s.33).

imzalayacakları münfesih kuruma veya kurumlara ait Kurumlar Vergisi beyannamesini, birleşmenin ticaret sicili gazetesinde ilan edildiği tarihten itibaren 30 gün içerisinde münfesih kurumun bağlı bulunduğu vergi dairesine vermesi gerekecektir (KVK, md.20-2). Yine bunun yanında münfesih kurumun tahakkuk etmiş veya edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer ödevlerini yerine getireceğini, az önce verileceğini belirttiğimiz vergi beyannamesinin ekinde sunacağı bir taahhütname ile taahhüt edecektir.

Birleşme halinde birleşen kurumlar adına birleşme karı üzerinden tarh olunan vergiler, birleşme nedeniyle infisah eden kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesinin verilme süresi içinde ödenecektir. Bu yükümlülük birleşen kurumların bu kanuna göre tahakkuk eden ancak henüz vadesi gelmemiş olan vergileri içinde olacaktır (KVK, md.21-2).

Bilindiği gibi TTK, şirket birleşmelerini iki biçimde düzenlemiş, bu çerçevede birden fazla kurumun tüzel kişiliğini kaybederek yeni bir tüzel kişilik altında birleşmeleriyle, bir veya birkaç kurumun bir başka kurumca devralınarak birleşmesinden bahsedilmiştir. Oysa KVK bu ayrıma girmemiş hangi tür birleşme olursa olsun bu birleşmelerin tasfiye hükümlerine tabi olacağını öngörmüş, KVK md.18 ise her tür birleşmenin devir niteliğinde sayılacağını düzenlemiştir.

İşte birleşmenin tasfiye hükümlerine tabi tutulmasının ortaya çıkarttığı en temel sonuç vergiye tabi birleşme karının karşımıza çıkması olmaktadır ve bu kar az önce bahsettiğimiz esaslar dahilinde vergilendirilmektedir. Ancak KVK md.19-1 bir takım şartların yerine gelmesi halinde gerçekleştirilen birleşmeleri devir hükmüne tabi tutmakta ve bu gibi hallerde vergilendirmeye tabi bir birleşme karı bulunmamaktadır. Bu birleşmelerin devir hükmünde sayılması için yerine gelmesi gereken şartlar aşağıdaki şekilde açıklanabilecektir:

#### Öze İlişkin Şartlar:

- 1) KVK md.19-1-a'ya göre birleşen ve birleşilen kurumların yasal veya iş merkezlerinin Türkiye'de bulunması gerekecektir. Bu şart kurumun tam yükümlü olması gerektiğini ortaya koyan bir şarttır. Çünkü, birleşmenin devir olarak kabul edilmesi için her iki kurumunda tam yükümlü olmasını gerektiren neden devir olayının

niteliğinden kaynaklanmaktadır. Birleşme karı devralan kurumun bilançosundaki aktif değerlerin cari değerleri ile dikkate alınmasından doğmakta, değişik ifade ile birleşme halinde gizli yedekler realize edilmektedir. Oysa devir halinde karın hesaplanması, bu değerlemenin yapılmaması yani aktif değerlerin değer artışından oluşan gizli yedeklerin vergilendirilmesinin birleşilen kurum bünyesinde gerçekleşeceği tarihte yapılmak üzere ertelenmesi anlamına gelmektedir

2) KVK md.19-1-b'ye göre ise de birleşilen kurumun bir bütün halinde devir alınması gerekecektir. Burada devire esas alınan bilanço değerleri birleşme tarihindeki bilanço değerleridir ve bu bilanço değerleri birleşilen kurumun bilançosuna aynen geçirilmektedir. Zaten bu tür birleşmelerde birleşme karının oluşmamasına neden olan olgu'da budur. Bilanço değerleri cari değerleri yerine kayıtlı değerler ile devralan kurumun bilançosuna geçirilmektedir. Bu şekilde birleşme karının devrolan kurum açısından ortaya çıkmamış olması hali aslında birleşme karının vergi erteleme anlamına gelen bir şekilde ileride birleşilen kurum nezdinde ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Nitekim birleşilen kurum bilançosuna kayıtlı değerlerle kattığı bu varlıkları elden çıkartmaya kalktığında burada kuşkusuz cari değerler söz konusu olacak ve bu cari değer ile kayıtlı değer arasındaki fark birleşilen kurum açısından vergiye tabi bir kurum kazancı olacaktır (<http://www.ismmmo.org.tr/htmldergikonu.asp?id=2359&did=3&dad=MALİ ÇÖZÜM DERGİSİ Sayı:56 TEMMUZ-AĞUSTOS-EYLÜL 2001 09.03.2010>).

#### Biçime İlişkin Şartlar:

1) Devralan ve devrolan kurumların birlikte imzalayacakları münfesih kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesini vermesi gerekecektir.(KVK, md.20-1a-1). Devir işleminin hesap döneminin kapandığı aydan kurumlar vergisi beyannamesinin

verildiği ayın sonuna kadar geçen süre içerisinde yapılması halinde, münfesi kurumun önceki hesap dönemine ilişkin hazırlayacakları ve birlikte imzalayacakları münfesi kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesinde vermeleri gerekecektir. (KVK, md.20-1a-2) Bu beyanname birleşmenin ticaret sicili gazetesinde ilan edildiği tarihten itibaren 30 gün içerisinde münfesi kurumun bağlı bulunduğu yer vergi dairesine verilir. KVK, md.20-1a-2).

- 2) Bir diğer şart ise birleşilen kurumun, münfesi kuruma ait tahakkuk etmiş veya edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer ödevlerini yerine getireceğini belirtir bir taahhütnameyi, yukarıda belirttiğimiz vergi beyannamesi ile birlikte vermesinin gerekli olduğudur (KVK, md.20-1b).

Yukarıda belirtilen şartları taşıyan ve devir hükmünde sayılan birleşme hallerinde birleşme karı ortaya çıkmadığı için bu vergiye tabi tutulmamakta, bu tür birleşmelerde sadece münfesi kurumun devir tarihine kadar oluşacak kazancı vergilendirilmektedir. Ancak bu birleşmeler eğer yukarıda belirttiğimiz şartları yerine getirmeden gerçekleştirilse devir hükmünde sayılmayacak, bu nedenle birleşme karı zamanında tespit ve beyan edilmediği için devrolan işletme adına resen vergi tarhi yapılacaktır. Kuşkusuz bu tür tarh hallerinde vergi ziyai cezası ve tahakkukun geç gerçekleşmesi yüzünden işlemesi söz konusu olan gecikme faizi de talep edilecektir.

#### 1.4. REKABET HUKUKU AÇISINDAN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Bireylerin fayda, teşebbüslerin ise kar ençoklaması amacıyla gerçekleştirdiği eylemlerin toplumsal refaha dönüştüğü öngörülen piyasa ekonomisinin dayandığı temel ilke, ekonomik ilişkilerin serbest rekabet odaklı olduğu varsayımdır. İktisadi anlamda rekabet, bir piyasada satıcıların daha fazla müşteri edinerek mal ve hizmet satışlarını, dolayısıyla da karlarını artırmak için giriştikleri yarış şeklinde tanımlanabilir. Rekabet olgusu, etkin çalışan bir piyasa sistemi için temel oluşturur; piyasa aktörlerinin kararlarının bağımsızlığını ve kişisel çıkarları gözetken eylemleri

korumakla birlikte, sosyal adaleti ve ekonomik etkinliği sağlar (<http://www.rekabet.gov.tr/index.php?Sayfa=sayfahtml&Id=70>, 23.09.2010).

Ŗirket birleŖme ve devir almalarında devir alma veya birleŖme sonunda oluŖacak yeni Ŗirketin mal ve hizmet piyasalarında rekabeti engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı bir duruma gelmesini önlemek amacı ile önlemler almak, bütün ÷lkelerde, kamu yönetimlerini yakından ilgilendirmiŖtir. Bu önlemler, hukuksal düzenlemeler yapmak, bu hukuksal düzenlemelerin uygulamaya konulmasını sağlamak amacı ile teŖkilatlanmak ve ceza yasalarında cezai yaptırımlar oluŖturmak gibi yasama, yürütme ve yargı erklerinin harekete geçirilmesi ile iŖlerlik kazanmaktadır (SarıkamıŖ, 2003: 118). Bu çerçevede, rekabet hukuku, ekonomi modeli olarak piyasa ekonomisinin ve dolayısıyla serbest rekabetin benimsendiği sistemlerde, sağlıklı bir rekabet ortamının sağlanması ve bu ortamın korunabilmesi için gerekli olan düzenlemelerden oluŖmaktadır. Bir baŖka deyiŖle, rekabet hukuku kuralları, serbest pazar ekonomisinin vazgeçilmez unsuru olan rekabetin korunmasını ve iŖlerliđinin sağlanmasını hedeflemektedir (Akyüz, 2007: 10).

Mal ve hizmet piyasalarındaki rekabeti engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı anlaşma, karar ve uygulamaları ve piyasaya hakim olan teŖebbüslerin bu hakimiyetlerini kötüye kullanmalarını önlemek, bunun için gerekli düzenleme ve denetlemeleri yaparak rekabetin korunmasını sağlamak amacıyla 7.12.1994 tarihinde kabul edilen ve 13.12.1994 tarih ve 22140 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun ÷lkemizdeki rekabet hukuku alanındaki temel yasal düzenlemedir.

4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un yürürlüğe girmesinden önce de rekabet TTK’nun haksız rekabete iliŖkin hükümleri (m.56-65) ve Medeni Kanununun 2.maddesinde yer alan dürüŖlük kuralı ile korunmaya çalıŖılıyordu. Ancak bu koruma piyasa ihtiyaçlarına cevap vermiyor, özellikle tekelleŖmeyi önleyemiyor, mal ve hizmet piyasalarındaki rekabeti engelleyici, bozucu ve kısıtlayıcı anlaşma ve uygulamaların önüne geçemiyordu. İŖte mevcut pozitif hukukun yetersizliği, 1994 yılında çıkarılan 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’la giderilmiŖ oldu (Yılmaz, 2004:141). Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un düzenlenmesi, hukuki açıdan ortaya çıkan bu gerekliliğin yanı sıra Türk ekonomisinde 1980



yılından bu yana uygulanan serbest piyasa sisteminin yarattığı fiili durum, rekabetin düzenlenmesi ve hatta yeniden tesisini gerekli kılmıştır. Bilindiği üzere Türk ekonomisi, serbest rekabet şartlarının olmadığı, rekabet kültürünün bulunmadığı ve devletin veya devlet tarafından himaye edilen teşebbüslerin piyasaya hakim olduğu bir yapıda bulunmaktaydı. Bu bozuk fiili durumun düzeltilmesi ve piyasaların rekabet yoluyla ıslah edilebilmesi ihtiyacı, serbest rekabetin yasal bir düzenleme yoluyla etkin şekilde korunmasını zorunlu kılmıştır. Bu amaçla öngörülen 4054 sayılı yasa, ekonomik düzendeki kartel anlaşmalarına ve ekonomik yoğunlaşmalara karşı etkin önlemlerle donatılmıştır (Akyüz, 2007: 13).

4054 sayılı kanunun kapsamına giren işlemler, Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde mal ve hizmet piyasalarında faaliyet gösteren ya da bu piyasaları etkileyen her türlü teşebbüsün aralarında yaptığı rekabeti engelleyici, bozucu ve kısıtlayıcı anlaşma, uygulama ve kararlar ile piyasaya hakim olan teşebbüslerin bu hakimiyetlerini kötüye kullanmaları ve rekabeti önemli ölçüde azaltacak birleşme ve devralma niteliğindeki her türlü hukuki işlem ve davranışlar, rekabetin korunmasına yönelik tedbir, tespit, düzenleme ve denetlemeye ilişkin işlemler şeklinde söz konusu kanunun 2.maddesinde belirtilmiştir.

Söz konusu kanunda birleşme ve devralmalara ilişkin düzenlemeler 7. 10. ve 11. maddelerde yer almaktadır. Buna göre ilgili kanunun 7.maddesi, bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır. Hangi tür birleşme ve devralmaların hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Kurula bildirilerek izin alınması gerektiğini Kurul, çıkaracağı tebliğlerle ilan eder şeklindedir. Bu bağlamda konuyla ilgili olarak yapılan en son hukuki düzenleme 7.10.2010 tarih ve 27722 sayılı Resmi Gazete de yayınlanan 2010/4 nolu Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkındaki tebliğdir. Söz konusu bu tebliğ ise 1.1.2011

tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu bağlamda, söz konusu tebliğin 5.maddesi birleşme veya devralma sayılan hallerin şunlar olduğunu belirtmiştir:

1. Kontrolde kalıcı değişiklik meydana getirecek şekilde;
  - a) İki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi ya da
  - b) Bir veya daha fazla teşebbüsün tamamının ya da bir kısmının doğrudan veya dolaylı kontrolünün, hisse ya da mal varlığının satın alınmasıyla, sözleşmeyle veya diğer bir yolla bir ya da daha fazla teşebbüs veya halihazırda en az bir teşebbüsü kontrol eden bir ya da daha fazla kişi tarafından devralınmasını, kanunun 7.maddesi kapsamında birleşme veya devralma işlemi sayılır.
2. Kontrol ayrı ayrı ya da birlikte, fiilen ya da hukuken bir teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulama olanağı sağlayan haklar, sözleşmeler veya başka araçlarla meydana getirilebilir. Bu araçlar özellikle bir teşebbüsün malvarlığının tamamı ya da bir kısmı üzerinde mülkiyet veya işletilmeye müsait bir kullanma hakkı, bir teşebbüsün organlarının oluşumunda ya da kararları üzerinde belirleyici etki sağlayan haklar veya sözleşmelerdir. Kontrol, hak sahipleri ya da bir sözleşmeye göre hakları kullanmaya yetkili kılınmış olan veya böyle bir hak ve yetkisi olmamakla birlikte fiilen bu hakları kullanma gücüne sahip olan kişiler veya teşebbüsler tarafından elde edilebilir.
3. Bağımsız bir iktisadi bir varlığın tüm işlevlerini kalıcı olarak yerine getirecek bir ortak girişimin oluşturulması,
4. Şartla bağlanan ya da kısa bir zaman dilimi içerisinde menkul kıymetlerle seri bir şekilde gerçekleşen yakın ilişkili işlemler.

Birleşme ve devralma sayılmayan durumlar ise söz konusu tebliğin 6.maddesinde şu şekilde sayılmıştır.

1. Kontrol değişikliğine yol açmayan grup içi işlemlerle diğer işlemler,

2. Olağan faaliyetleri kendileri veya başkaları hesabına menkul kıymetlerle işlem yapmak olan teşebbüslerin yeniden satış yapmak amacıyla satın aldıkları menkul kıymetleri, bu menkul kıymetlerden doğan oy haklarının menkul kıymetleri çıkaran teşebbüsün rekabet politikalarını etkileyecek şekilde kullanmamaları kaydıyla geçici olarak ellerinde bulundurmaları,
3. Kontrolün; tasfiye infisah, ödeme güçlüğü, ödemelerin tatil edilmesi, konkordato, özelleştirme yapılması amacıyla veya benzeri bir nedenle ve Kanun gereği bir kamu kurum ve kuruluşu tarafından elde edilmesi,
4. Birleşme veya devralma sayılan hallerin miras yoluyla gerçekleşmesi.

İzne tabi olan birleşme veya devralmalar ilgili tebliğin 7.maddesinde şu şekilde belirtilmiştir:

1. İşlem taraflarının Türkiye ciroları toplamının yüz milyon TL'yi ve işlem taraflarından en az ikisinin Türkiye cirolarının ayrı ayrı otuz milyon TL'yi veya

İşlem taraflarından birinin dünya cirosunun beş yüz milyon TL'yi diğer işlem taraflarından en az birinin Türkiye cirosunun beş milyon TL'yi aşması halinde söz konusu işlemin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Kuruldan izin alınması zorunludur.

## **2. TÜRKİYE'DEKİ 2002-2010 YILLARI ARASINDAKİ BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR**

Ülkemizde, 20. yüzyılın ortalarından itibaren birleşme ve satın almaların meydana geldiği görülmektedir. Ancak bu dönemde daha “firma” kavramı konusunda bile sorunlar olduğu göz önüne alındığında, birleşmenin bugün bilinen amaç ve nedenleri çerçevesinde değerlendirilmediği açıktır. Özellikle 1950’li yıllarda, bu tür faaliyetlerin çoğunun, finansal zorluk içerisinde bulunan firmaların – daha çok bankaların- bu zorluklardan kurtarılması amacıyla yönelik olduğu görülmektedir. 1980’li yıllarda, liberal ekonomi politikaları ile beraber, bu türlü faaliyetlerin sayısında artış yaşandığı ifade edilmektedir. 1980’lerin ardından ise,

yine firmaları kurtarmaya yönelik önemli bir araç olarak birleşme ve satın almaların kullanıldığı görülmektedir. Türkiye’de birleşme ve satın almaların temel ilkelerine uygun olarak yoğunlaşması 1995 yılı sonrasına denk gelmektedir (İçke, 2007: 199-200). 2000’li yıllarda ise dünyada görülen küreselleşme olgusu Türkiye’yi de etkilemiştir. Bu bağlamda özellikle yabancı işletmeler açısından yerli firmalar hedef işletme olarak değerlendirilip sınır ötesi birleşme ve satın almalar yoğunluk kazanmıştır. Ayrıca politik ve ekonomik istikrarın ülkede tesis edilmesiyle beraber özelleştirmeler hız kazanmış ve bunların sonucunda birleşme ve satın almalar milyar dolarlarla ifade edilen bir pazar haline gelmiştir.

Birleşme ve satın alma uygulamalarına doğrudan yabancı sermaye yatırımları penceresinden de yaklaşmak mümkündür. Özellikle 1980 yılından sonra görülen doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişindeki artışın altında 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Kararları vardır. Bu kararlarla Türkiye dışa açık bir dış politika izlemeye başlamış, ülkede politik ve ekonomik istikrar yeniden kurulmuş, yabancı sermayeye uygulanan politikalarla güven verilmiştir. 1980 sonrasında uygulanan liberal politikalar yabancı sermaye girişlerini de büyük ölçüde özendirici mahiyette olmuştur. Yabancı Sermaye Yasasında yapılan iyileştirmeler, bürokrasinin azaltılması, gümrüklerin indirilmesi, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi, çeşitli ülkelerle yatırımların karşılıklı teşviki ve korunması anlaşmalarının yapılması, özelleştirmelerin yabancılara da yapılması yabancı sermaye girişi üzerinde teşvik edici olmuştur (Güven, 2008: 77). Bütün bu düzenlemeler sonrasında yabancı sermayenin gelmesi, ortak yatırımların yanı sıra birleşmelerin de artması sonucunu doğurmuştur. 1980’lerde büyük sanayi firmalarından bir kısmının aynı alanda ya da birbirini tamamlayıcı alanlarda faaliyet gösteren firmalarla birleşerek, ortaya çıkan maliyet artışlarını önlemeyi amaçladıkları görülmektedir. Bu dönemde Türk firmaları yabancı firmalarla da birleşerek yeni yatırımlara yönelmişlerdir. 1980’li yıllarda Türkiye’de birleşmeler en çok gıda, lastik, turizm, gaz, inşaat, elektronik, tekstil, karayolları araçları, plastik, kağıt, çimento, kimya ve makine sektörlerinde ortaya çıkmıştır (Sarıca, 2008: 65-66).

1990’lı yıllarda ise Türkiye’de ekonomik krizler, siyasal istikrarsızlıklar, terör ile enflasyon, döviz ve faizdeki artışlarla birlikte hiç de iç açıcı olmayan bir manzaraya sahipti. Fakat ilgili zaman dilimi içindeki en önemli gelişmelerden birisi 1

Ocak 1996 yılında yürürlüğe giren Türkiye ile Avrupa Birliği arasındaki Gümrük Birliği anlaşmasıdır. Bu çerçevede, Türkiye'nin özellikle Gümrük Birliği sonrasında uluslar arası ekonomiye giderek daha fazla entegre olması Türk ekonomisinin büyüme isteğini ortaya çıkarmıştır. Bu ise Türk firmaları ile yabancı firmalar ve Türkiye'deki yabancı firmalarla yabancı firmalar arasındaki birleşmelerin artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla Türk firmaları Gümrük Birliği sonrasında artan rekabet karşısında uluslar arası piyasalarda etkin olarak yer almak, pazarlama ve rekabet gücünü artırmak, finansman ihtiyacını gidermek, ölçek ekonomilerinden ve teknolojik yeniliklerden yararlanmak ve yenilikler geliştirmek, kapasite kullanım oranlarını arttırmak, üretim hattını genişletmek, daha kaliteli üretim imkanlarına kavuşmak, yönetimde etkinliği yakalamak, ihracat şansını artırmak, dış piyasadaki rekabetin getireceği riski paylaşmak gibi nedenlerle yabancı ülke firmaları ile birleşmeye yönelmektedirler (Sarıca, 2008: 66). Bu dönemdeki birleşme ve satın almaların, zor duruma düşen bankaların kurtarılması, aynı grup içinde aynı fonksiyona sahip şirketlerin bir çatı altında birleştirilerek ekonomi yaratılması, faaliyet alanının daraltılması amacı ile grubun bazı şirketlerinin tasfiye veya devir edilmeleri, yabancı ortak sağlanarak şirketin etkinliğinin artırılması, zarar eden şirketin devir edilerek bünyenin bu zarardan kurtarılması veya zarar eden bir şirketi satın alarak o zararların sağlayacağı vergi tasarrufundan yararlanılması gibi nedenlere dayandığı görülmektedir (Sarıkamış, 2003: 96).

## 2.1.TÜRKİYE'DE GERÇEKLEŞEN BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR

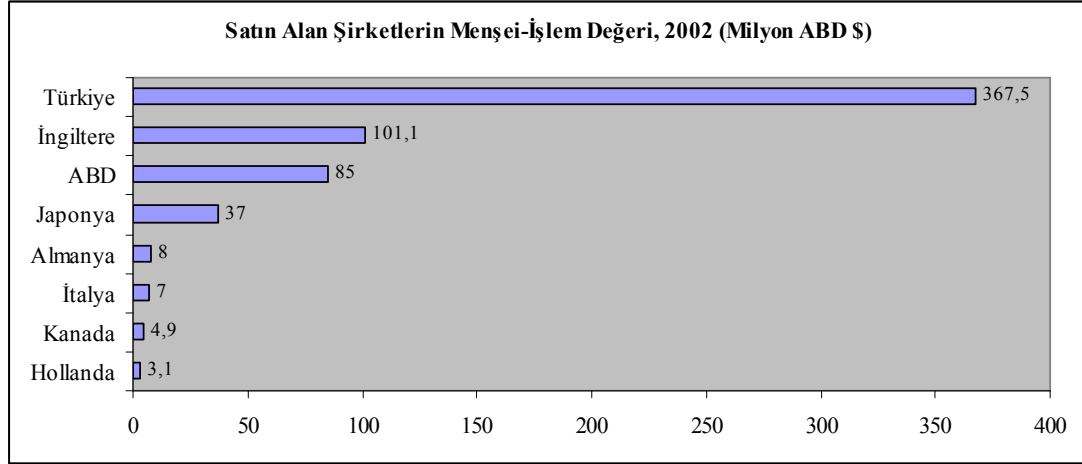
### 2.1.1. 2002 Yılında Türkiye'de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Ernst&Young Türkiye Finans ve Danışmalık şirketi Kurumsal Finansman ekibince hazırlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 yılı raporuna göre, Türkiye'de 2002 yılında toplam 54 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirilmiş olup bunun 34'ünün işlem değeri açıklanmıştır. Değeri açıklanmış birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri 613,7 Milyon ABD doları olmuş, işlem değeri açıklanmayan işlemler ile birlikte bu rakamın 1 Milyar ABD doları civarında olduğu söylenebilir. 2002 yılında birleşme ve satın alma işlemlerin %60'ı Türk şirketlerince gerçekleştirilmiştir. Bir diğer ifade ile bu yılda gerçekleştirilen

işlemlerinin 367,5 Milyon ABD doları yerli işletmelerce kalan 250 Milyon ABD doları ile yabancı işletmelerce gerçekleştirilmiştir.

Aşağıdaki Grafik 1’de 2002 yılında gerçekleşen işlemlerin değerleri ve bunları gerçekleştiren işletmelerin menşei görülmektedir.

**Grafik 1. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2002**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu, s.7

Görüldüğü gibi 2002 yılında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin parasal değer olarak büyük çoğunluğu yerli işletmelerce yapılmıştır. Yabancılar arasında ise sırasıyla İngiliz, ABD ve Japon firmalarının gerçekleştirdiği işlemler öne çıkmıştır. Ancak bu dönemde değeri açıklanmamış Unicredito-Koç, Baxi Group-Baymak, Kraft-Kar Gıda, Buderus-Isısan, Deutsche Messe-Dünya Fuarçılık gibi önemli işlemler ile ilgili tahminler göz önüne alındığında, yabancı işletmelerin taraf olduğu işlemlerin değeri Türk şirketlerinin alımlarının değerini aşmaktadır.

2002 yılında gerçekleşen işlemlerde Türk şirketleri 35 işlem yabancılar ise 19 işlem gerçekleştirmişlerdir. Yabancı firmalar arasında da özellikle Avrupalı şirketler işlem sayısında %24'lük payları ile öne çıkmışlardır.

Aşağıdaki Grafik 2’de 2002 yılında gerçekleşen işlemlerin sayıları firmaların menşesine göre gösterilmiştir.

**Grafik 2. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2002**



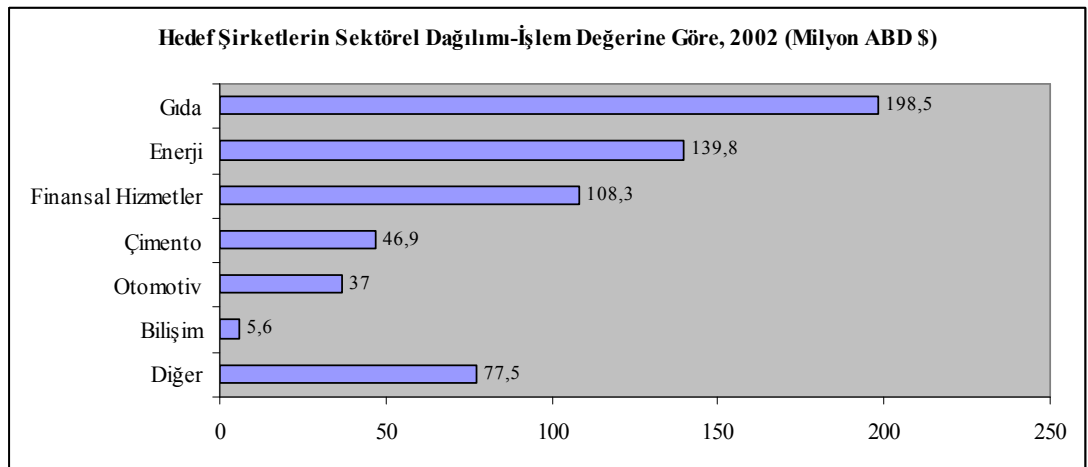
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu, s.8

Grafik 2’de görüldüğü gibi 2002 yılında gerçekleşen toplam 54 işlemin yaklaşık %65’i yerli firmalarca gerçekleştirilmiştir. Yabancılar arasında ise sırasıyla İngiliz, Alman ve Kanadalı ve İtalyan menşei firmalar öne çıkmıştır.

2002 yılında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin işlem değeri olarak sektörel dağılımına bakıldığında öne çıkanların gıda, enerji ve finansal hizmetler sektörü olduğu görülür.

Aşağıdaki Grafik 3’de hedef şirketlerin işlem değerine göre sektörel dağılımı görülmektedir.

**Grafik 3. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değerine Göre, 2002**

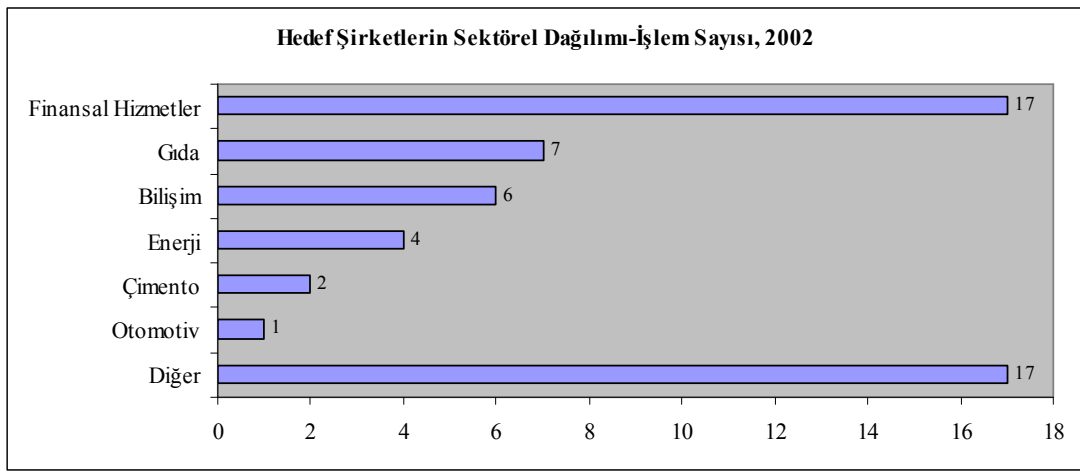


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu, s.9

Yukarıdaki Grafik 3’de görüldüğü gibi gıda, enerji ve finansal hizmetler sektörü işlem değeri olarak öne çıkan sektörler olmuştur. Finans sektöründe 2001 krizi sonrası yaşanan konsolidasyon, gıda sektöründe kapasite fazlasını değerlendirme ve pazar payını artırma ve enerji sektöründeki özelleştirme fırsatları ve sektörün yatırım ihtiyacı bu üç sektörü 2002 yılında dinamik kılmıştır.

Aşağıdaki Grafik 4’de 2002 yılında gerçekleştirilen işlemlerin sayısal olarak sektörel dağılımı gösterilmiştir.

**Grafik 4. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2002**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu, s.9

Yukarıdaki Grafik 4’de görüldüğü üzere 2002 yılında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin yoğunlaştığı sektörler sırasıyla finansal hizmetler, gıda ve bilişim sektörü olmuştur.

Aşağıdaki Tablo 3’de 2002 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.



**Tablo 3. 2002 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

<b>Satın Alan Şirket</b>	<b>Ülke</b>	<b>Hedef Şirket</b>	<b>Sektör</b>	<b>Hisse Oranı</b>	<b>İşlem Değeri (Milyon ABD \$)</b>
1. Koç Holding	Türkiye	Opet	Enerji	50,0%	125,0
2. Cadbury	İngiltere	Kent Gıda	Gıda	51,0%	95,0
3. PBG	ABD	Fruko	Gıda	77,3%	85,0
4. HSBC	Türkiye	Benkar	Finansal Hizmetler	100,0%	75,0
5. Standart Çimento	Türkiye	Esçim	Çimento	G/D	46,6
6. Honda	Japonya	Anadolu Honda	Otomotiv	50,0%	37,0
7. Parsan Makine	Türkiye	Asil Çelik	Çelik	19,0%	29,0
8. Tüpraş	Türkiye	Ditaş	Deniz Taşımacılığı	51,0%	16,5
9. Sabancı	Türkiye	Piyale	Gıda	100,0%	14,5
10. Elit Factoring	Türkiye	Toprak Y.B	Finansal Hizmetler	89,9%	10,8

*G/D: Geçerli değil*

Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu, s.11

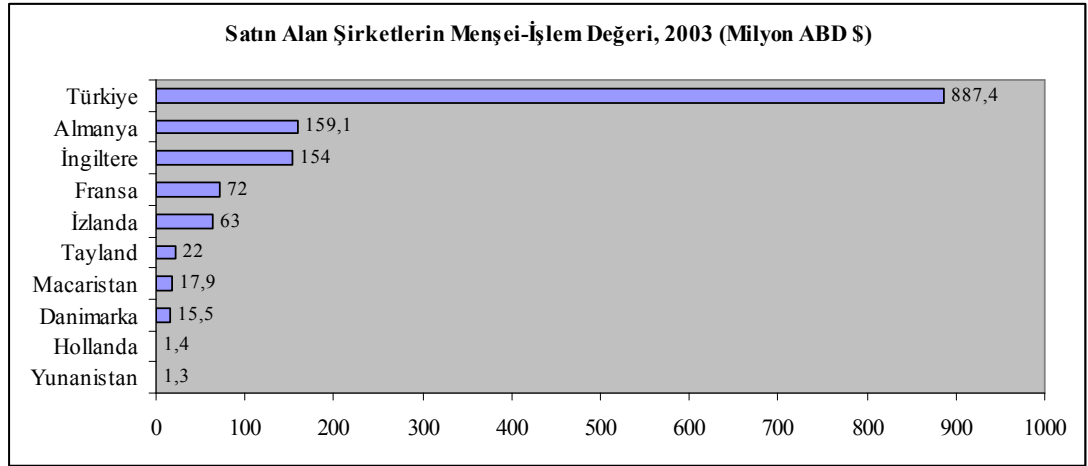
### 2.1.2. 2003 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Türkiye’de 2003 yılında toplam 80 adet birleşme ve satın alma işlemi açıklanmış olup, bunlardan ancak 54’ünün işlem değeri bilinmektedir. 2003 yılında tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmamış olan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri, Aycell-Aria birleşmesi hariç tutulduğunda 1,4 Milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış tahminlerde göz önüne alındığında 2003 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinin hacminin 1,5 Milyar ABD doları seviyesinin biraz üstünde gerçekleştiği sonucuna varılabilir (Serçe, 2009: 160).

Yabancı işletmelerin Türkiye’de gerçekleştirdikleri satın alma işlemlerinin sayısı 20 olmuştur. 2003 yılında yabancıların gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin rakamsal değeri 506 Milyon ABD doları olmuştur.

Aşağıdaki Grafik 5’de 2003 yılında gerçekleşen işlemlerin değerleri ve bunları gerçekleştiren işletmelerin menşei görülmektedir.

**Grafik 5. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2003**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.5

Görüldüğü gibi 2003 yılında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin parasal değer olarak büyük çoğunluğu yerli işletmelerce yapılmıştır. Yabancılar arasında ise sırasıyla Alman, İngiliz ve Fransız firmalarının gerçekleştirdiği işlemler öne çıkmıştır.

2002 yılına benzer şekilde 2003’de gerçekleşen işlemlerde Türk şirketleri 60 işlem yabancılar ise 20 işlem gerçekleştirmişlerdir. İşlem sayısında yabancı firmalar arasında da özellikle Avrupalı şirketler ile öne çıkmışlardır.

Aşağıdaki Grafik 6’da 2003 yılında gerçekleşen işlemlerin sayıları firmaların menşesine göre gösterilmiştir.

**Grafik 6. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2003**



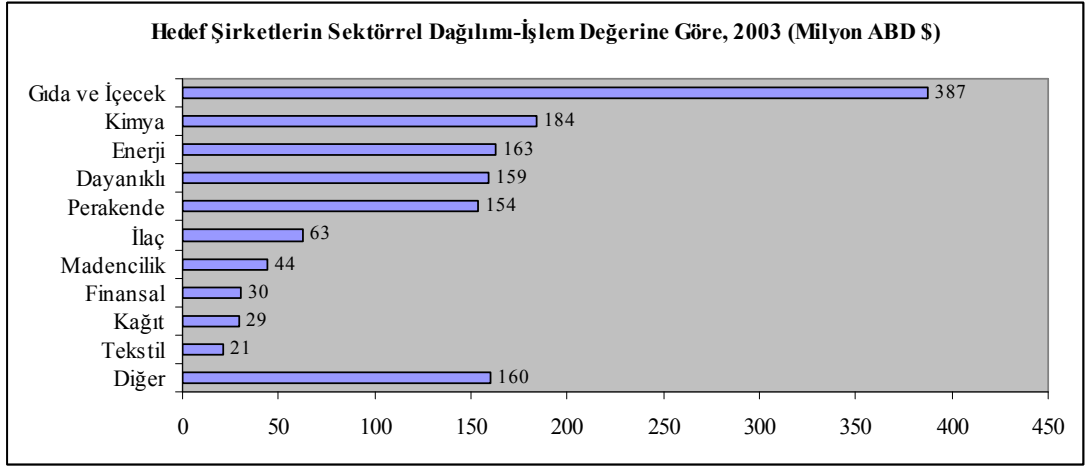
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.5

Grafik 6’da görüldüğü gibi 2003 yılında gerçekleşen toplam 80 işlemin yaklaşık %75’i yerli firmalarca gerçekleştirilmiştir. Yabancılar arasında ise sırasıyla Hollanda, Alman ve İngiliz menşei firmalar öne çıkmıştır. Avrupalı işletmeler 2003 yılında gerçekleşen işlemlerin %21,25’ini gerçekleştirirken, diğer ülke firmalarının işlemleri ise çok küçük oranlarda kalmıştır.

2003 yılında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin işlem değeri olarak sektörel dağılımına bakıldığında öne çıkanların gıda ve içecek, kimya ve enerji sektörleri olduğu görülür.

Aşağıdaki Grafik 7’de hedef şirketlerin işlem değerine göre sektörel dağılımı görülmektedir.

**Grafik 7. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2003**

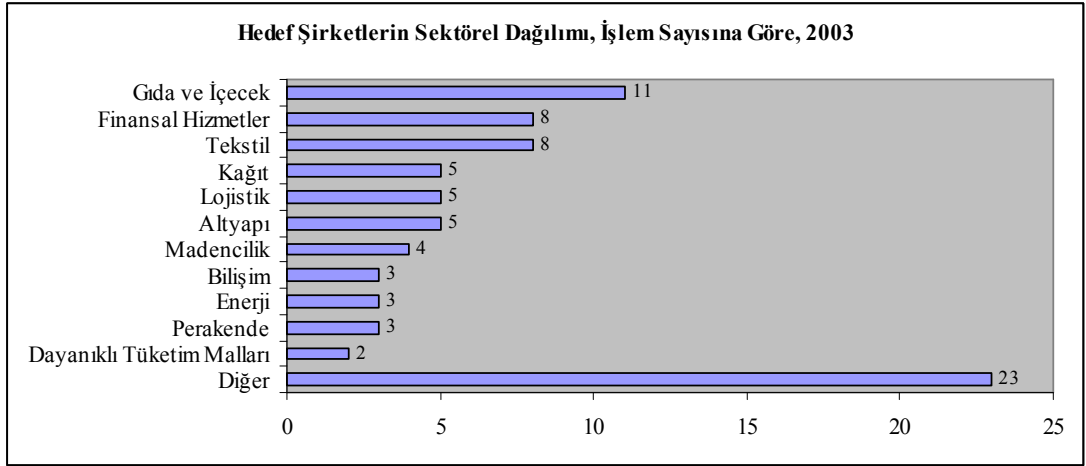


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.8

2003 yılında hem işlem değeri hem de işlem sayısı olarak gıda ve içecek sektörünün en yoğun iş alanı olduğu görülmektedir.

Aşağıdaki Grafik 8’de de 2003 yılında gerçekleştirilen işlemlerin sayısal olarak sektörel dağılımı gösterilmiştir.

**Grafik 8. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2003**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.7

Grafik 8’de görüldüğü gibi gıda ve içecek sektörü işlem sayısında işlem değerinde olduğu gibi 2003 yılının en yoğun iş alanı olmuştur.

Aşağıdaki Tablo 4’de 2003 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 4. 2003 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

Satın Alan Şirket	Ülke	Hedef Şirket	Sektör	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon ABD \$)
1. Aycell	Türkiye	Aria	Telekom	Açıklanmadı	Açıklanmadı
2. Nurol-Limak-Özaltın-Tütsab	Türkiye	Tekel Alkollü İçecekler	Gıda ve İçecek	100,0%	292,0
3. Tesco	İngiltere	Kipa	Perakende	84,3%	124,0
4. Çalık Enerji	Türkiye	Bursagaz	Enerji	Açıklanmadı	120,0
5. Yıldız Entegre	Türkiye	İgsaş	Kimya	99,98%	100,5
6. Deutche Bank	Almanya	BSH Profilo	Dayanıklı Tüketim M.	13,9%	88,3
7. Yilyak Yakıt	Türkiye	Gemlik Gübre	Kimya	100,0%	83,1
8. Danone Groupe	Fransa	DanoneSA	Gıda ve İçecek	50,0%	72,0
9. BSH Bosch	Almanya	BSH Profilo	Dayanıklı Tüketim M.	11,1%	70,8
10. Pharmaco	İzlanda	Fako İlaç	İlaç	90,0%	63,0

Kaynak: Serçe, 2009: 162 ve <http://www.privatization.gov.tr/TURKEYDEALWATCH.pdf>’dan elde edilen Turkey Deal Watch isimli Özelleştirme İdaresi raporu,

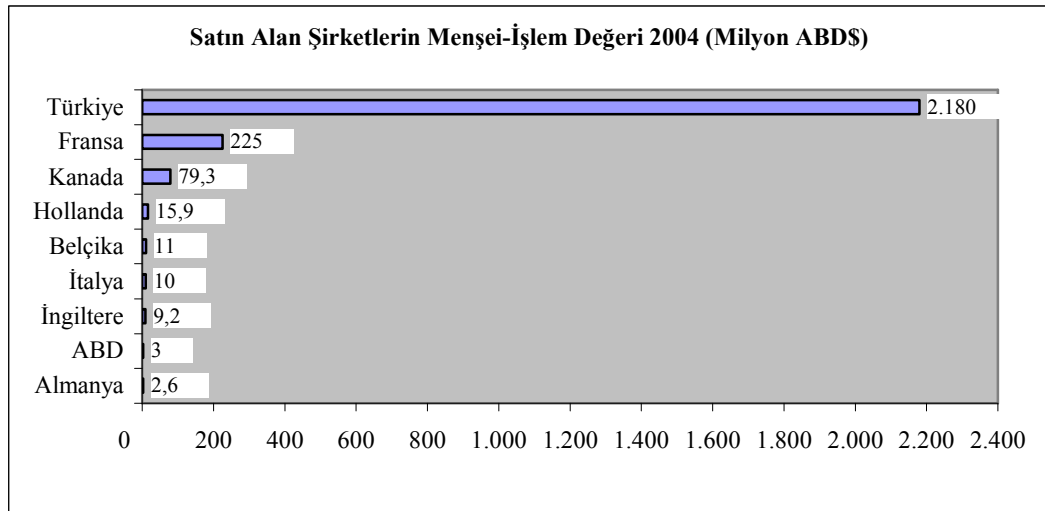
### 2.1.3. 2004 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Ernst&Young Türkiye Finans ve Danışmalık şirketi Kurumsal Finansman ekibince hazırlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 yılı raporuna göre, Türkiye’de 2004 yılında toplam 91 adet birleşme ve satın alma işlemi açıklanmış olup, bunlardan 67’sinin işlem değeri açıklanmıştır. 2004 yılında tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış olan birleşme ve satın alma işlemlerinin değeri 2,5 Milyar ABD doları olmuştur. İşlem değeri açıklanmamış işlemler ile ilgili tahminler de gözönüne alındığında, 2004 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinin hacminin 2,6 Milyar ABD doları seviyesinde gerçekleştiği söylenebilir.

2004 yılında gerçekleşen 91 işlemin 73’ünde satın alan taraf Türk yatırımcısı olmuştur. Dolayısıyla yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri 18 işlem ile bu piyasaya yönelik ilgisinin düşük olduğu söylenebilir. 2004 yılında yabancı şirketlerin Türkiye’de gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin açıklanan değeri yaklaşık 356 Milyon ABD doları olmuştur. Bu rakamın değeri açıklanmamış işlemler birlikte yaklaşık 400 Milyon ABD dolarına yaklaştığı söylenebilir.

Aşağıdaki Grafik 9’da 2004 yılında gerçekleşen işlemlerin değerleri ve bunları gerçekleştiren işletmelerin menşei görülmektedir.

**Grafik 9. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2004**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.5

Yukarıdaki Grafik 9’da görüldüğü gibi 2004 yılında gerçekleşen işlemlerin parasal hacim olarak %84’ü yerli, %16’sı yabancı firmalarca yapılmıştır. Dolayısıyla 2004 yılında yabancı yatırımcıların ilgisi 2002, 2003 yıllarına göre oldukça düşük düzeyde olmuştur.

2004 yılında işlem hacminde yerli firmaların bariz bir üstünlüğü bulunurken bu duruma paralel olarak gerçekleştirilen işlem adedinde de benzer bir durum söz konusudur. Aşağıdaki Grafik 10’da bu durum net bir biçimde görülebilir.

**Grafik 10. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2004**



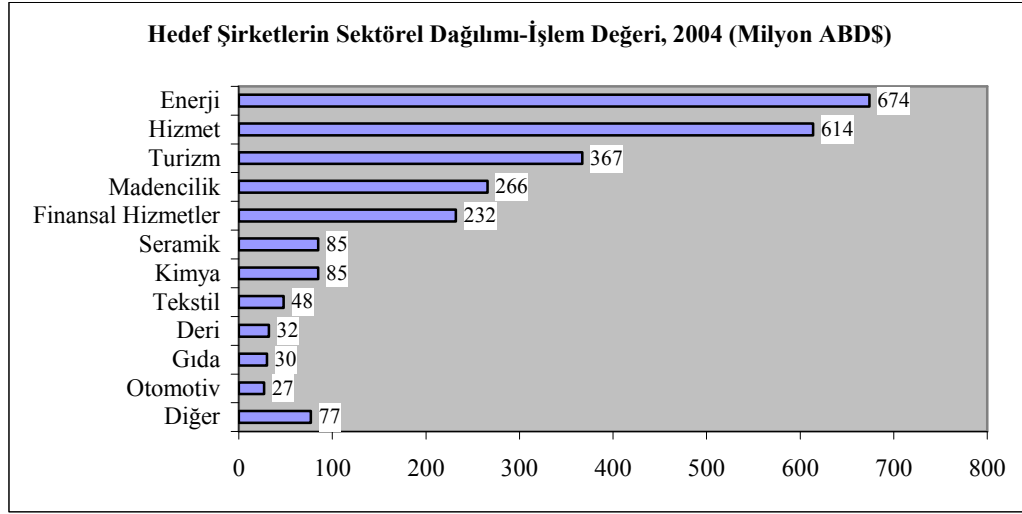
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.5

Görüldüğü gibi 2004 yılında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin adet olarak %80’i yerli firmalarca yapılmıştır. Türk firmalarını ise sırasıyla İngiliz, Alman ve Kanada menşeli firmalar izlemiştir.

2004 yılında gerçekleşen işlemlerin parasal değer olarak yoğunlaştığı ilk üç sektör sırasıyla enerji, hizmet ve turizm sektörleri olmuştur. Bu durum aşağıdaki Grafik 11’de net bir biçimde görülebilir.



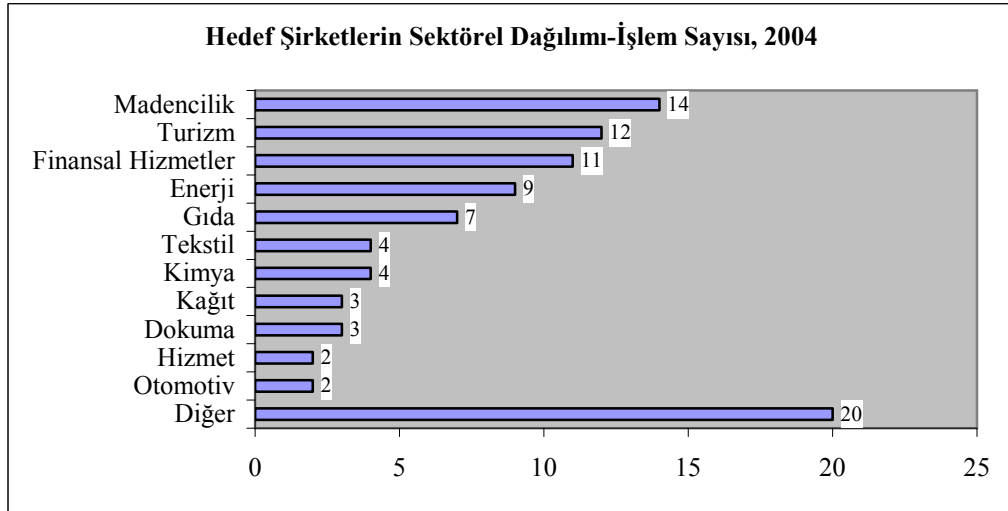
**Grafik 11. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2004**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.8

Aşağıdaki Grafik 12’de ise 2004 yılında gerçekleşen birleşme ve satın almaların adet olarak sektörel dağılımı gösterilmiştir.

**Grafik12. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2004**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.7

Yukarıdaki Grafik 12’de görüldüğü gibi 2004 yılında en çok işlemin gerçekleştiği ilk üç sektör sırasıyla madencilik, turizm ve finansal hizmetler olmuştur.

Aşağıdaki Tablo 5’de 2004 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 5. 2004 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

<b>Satın Alan Şirket</b>	<b>Ülke</b>	<b>Hedef Şirket</b>	<b>Sektör</b>	<b>Hisse Oranı</b>	<b>İşlem Değeri (Milyon ABD \$)</b>
1. Akfen-Doğuş-Tüvsüd OGG	Türkiye	Araç Muayene İstasyonları İzmir, Adapazarı, Gebze Doğalgaz Çevrim	Hizmet	100,00%	613,5
2. Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş	Türkiye	Santralleri	Enerji	60,00%	358,6
3. Oyak	Türkiye	İskenderun Enerji Üretimi	Enerji	49,00%	300,0
4. BNP Paribas	Fransa	TEB Mali Yatırımlar	Finansal Hizmetler	50,00%	217,0
5. Denizciler Ataköy OGG	Türkiye	Ataköy Grubu Şirketleri	Turizm	65,00%	120,3
6. Ereğli Demir Çelik	Türkiye	Yarımca Porselen Sanayi	Seramik	100,00%	82,0
7. Astay Grubu	Türkiye	Sultanahmet A.Ş	Turizm	100,00%	60,0
8. Yıldırım Dış Ticaret	Türkiye	Eti Krom	Madencilik	100,00%	58,0
9. Erkan İnşaat Madencilik	Türkiye	Samsun Gübre Sanayi	Kimya	100,00%	54,1
10. Inmet Mining	Kanada	Çayeli Bakır İşletmesi	Madencilik	45,00%	49,3

Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu, s.9

#### 2.1.4. 2005 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

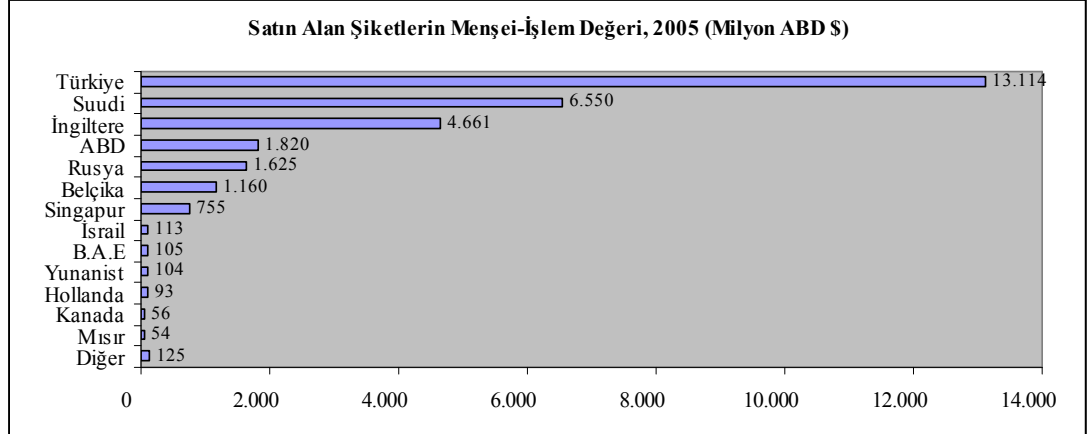
Türkiye’de 2005 yılında 163 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiş olup, tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış olan işlemlerin toplam değeri 30,3 Milyar ABD doları olmuştur. İşlem değeri açıklanmamış işlemler ile ilgili tahminler de göz önüne alındığında 2005 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinin hacminin yaklaşık 31 Milyar ABD doları seviyesinde gerçekleştiği sonucuna varılabilir. 2005 yılına damgasını vuran işlemler ise özelleştirmeler ve TMSF satışları olmuştur.

2005 yılında yabancıların gerçekleştirdiği işlemlerin sayısı 60 olup, bu işlemlerin açıklanan değeri 17,2 Milyar ABD dolarıdır. Bir başka ifade ile toplam işlem hacminin %57’si yabancı alıcılar tarafından gerçekleştirilmiştir.

2005 yılında yabancıların gerçekleştirdiği 60 işlem adedinin 35’i Avrupalı şirketler, 8’i de ABD’li işletmeler tarafından gerçekleştirilmiştir.

Aşağıdaki Grafik 13’de 2005 yılında gerçekleşen işlemlerin değerleri ve bunları gerçekleştiren işletmelerin menşei görülmektedir.

**Grafik 13. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2005**



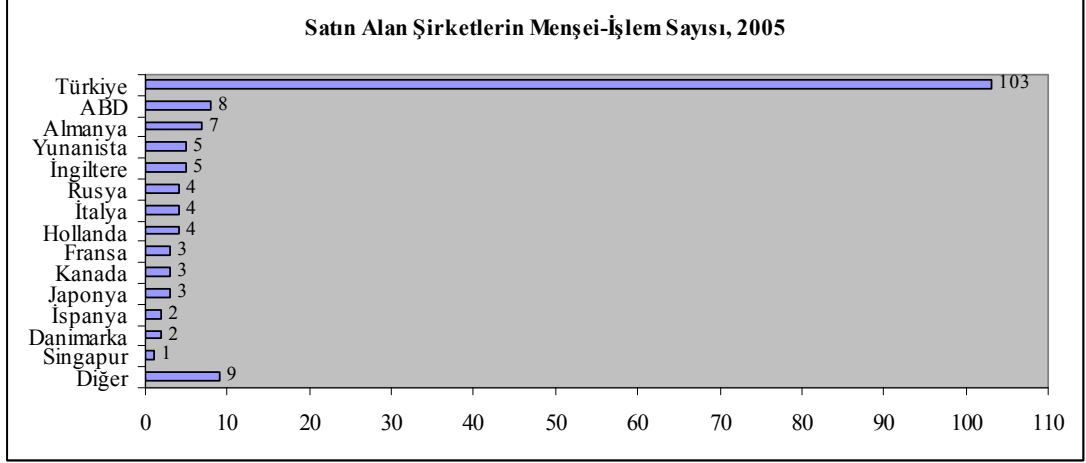
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, s.5

Yukarıdaki Grafik’de görüldüğü gibi 2005 yılında Türk işletmeler gerçekleştirdikleri işlemlerin değeri ile birinci sırada yer almaktadırlar. 2005 yılında ise Körfez ülkelerinin yaptığı işlemler değer olarak öne çıkmıştır. Önceki yıllarda Körfez ülkeleri ülkemizdeki birleşme ve satın alma pazarına ciddi olarak ilgi göstermemişlerdir. 2005 yılında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin

sayısına bakıldığında ise Türk firmalarını sırasıyla ABD, Alman ve Yunan menşeli işletmeler izlemektedir.

Aşağıdaki Grafik 14’de 2005 yılında gerçekleşen işlemlerin sayıları firmaların menşesine göre gösterilmiştir

**Grafik 14. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2005**

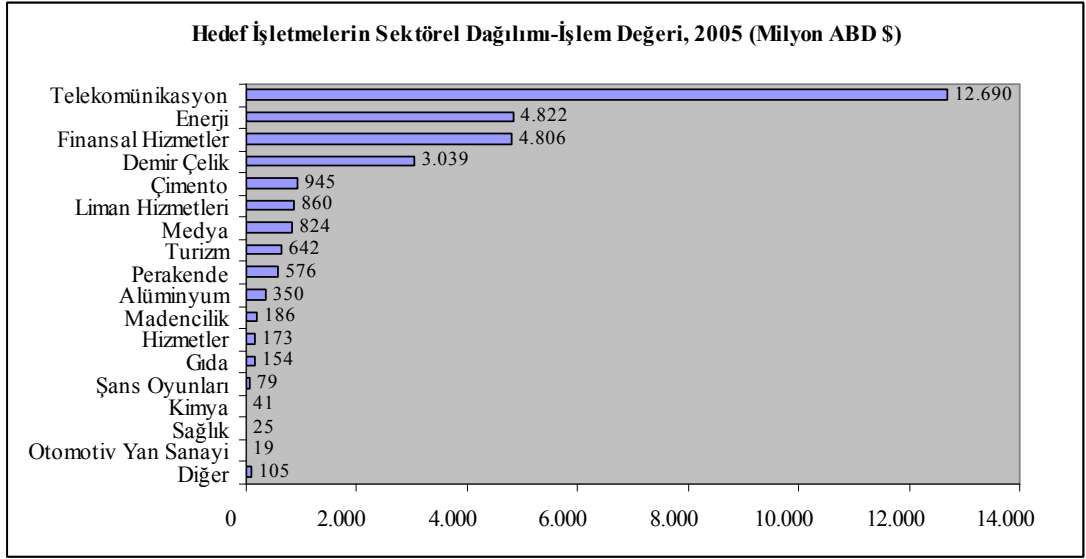


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, s.5

Görüldüğü gibi 2005 yılında gerçekleşen toplam 163 adet birleşme ve satın alma işleminin %63’ü yerli firmalarca, %37’si yabancı firmalarca gerçekleştirilmiştir.

2005 yılında işlem hacmi olarak yoğunlaşılın sektörlerin ilk üçü sırasıyla telekomünikasyon, enerji ve finansal hizmetler olmuştur. Aşağıdaki Grafik 15’de bu durum daha net bir şekilde görülebilir.

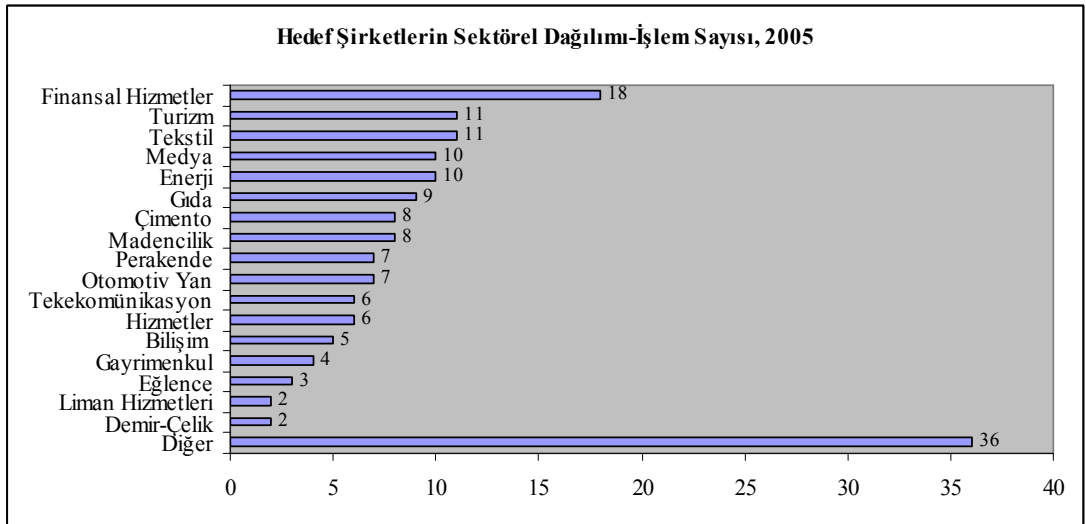
**Grafik 15. Hedef İşletmelerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2005**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, s.6

Aşağıdaki Grafik 16’da 2005 yılında gerçekleştirilen işlemlerin sayısal olarak sektörel dağılımı gösterilmiştir.

**Grafik16. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2005**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, s.7

Görüldüğü üzere 2005 yılında en çok işlemin gerçekleştiği sektör finansal hizmetler sektörü olmuştur. Bunu sırasıyla turizm ve tekstil sektörü takip etmiştir.

Aşağıdaki Tablo 6’da 2005 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 6. 2005 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

<b>Satın Alan Şirket</b>	<b>Ülke</b>	<b>Hedef Şirket</b>	<b>Sektör</b>	<b>Hisse Oranı</b>	<b>İşlem Değeri (Milyon ABD \$)</b>
1. Saudi Oger	S.Arabistan	Türk Telekom	Telekomünikasyon	55,0%	6,550
2. Vodafone	İngiltere	Telsim	Telekomünikasyon	G/D	4,550
3. Koç-Shell OGG	Türkiye	Tüpraş	Enerji	51,0%	4,140
4. Oyak-Arcelor	Türkiye	Erdemir	Demir-Çelik	49,3%	2,960
5. GE Capital	ABD	Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	25,5%	1,805
6. Alfa Group	Rusya	Turkcell	Telekomünikasyon	13,2%	1,590
7. Koçbank	Türkiye	YKB	Finansal Hizmetler	57,4%	1,508
8. Fortis	Belçika	Dışbank	Finansal Hizmetler	89,3%	1,160
9. PSA-Akfen OGG	Singapur	TCDD Mersin Limanı	Liman Hizmetleri	G/D	755
10. Doğan Şrk.Gr.	Türkiye	POAŞ	Enerji	44,1%	616

Kaynak: İçke, 2007: 203

### **2.1.5. 2006 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri**

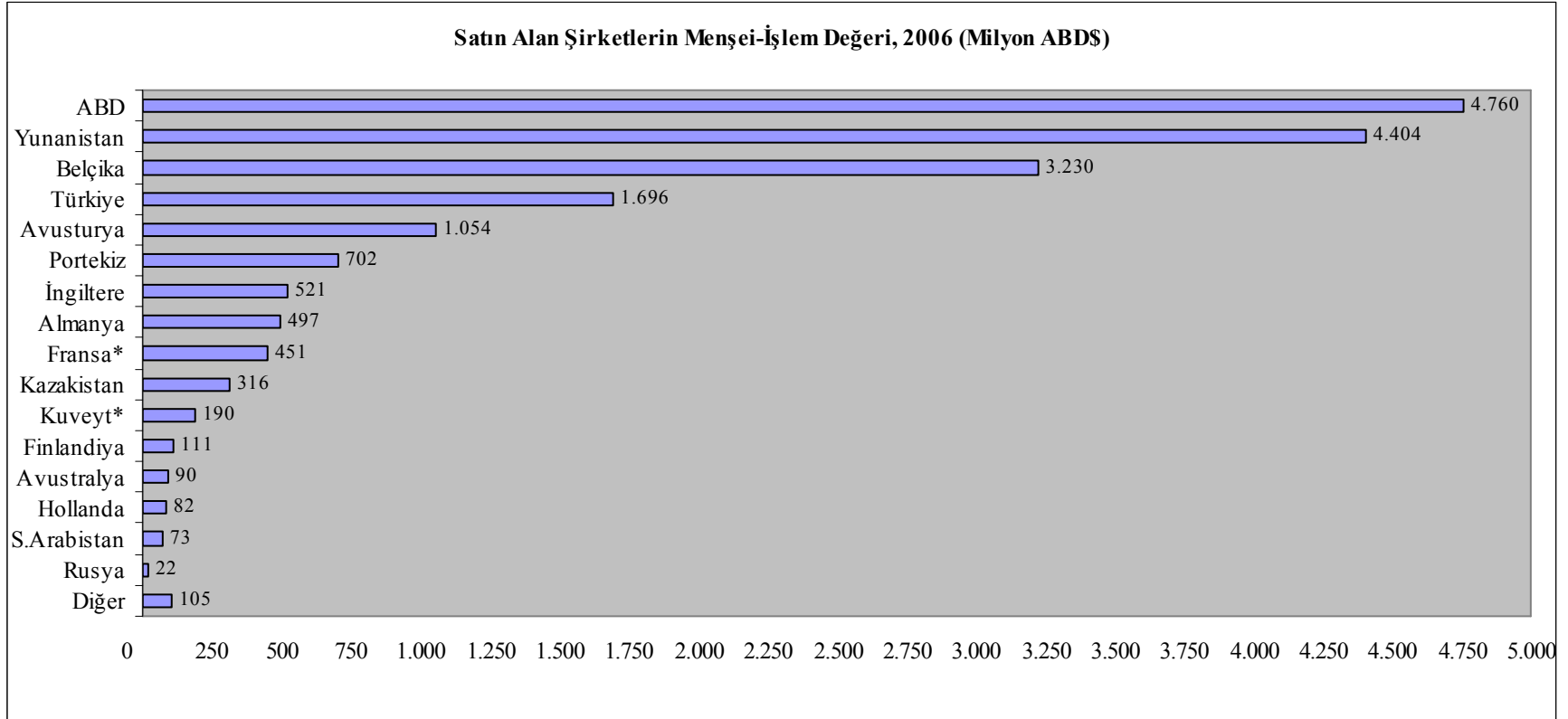
Ernst&Young Türkiye Finans ve Danışmalık şirketi Kurumsal Finansman ekibince hazırlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 yılı raporuna göre, 2006 yılında Türkiye’de toplam 154 adet birleşme ve satın alma işlemi açıklanmış olup, bunlardan 96’sının işlem değeri açıklanmıştır. 2006 yılında tamamlanmış ve değeri açıklanmış olan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri, 18,3 Milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış işlemler ile ilgili tahminler de göz önüne alındığında, 2006 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinin hacminin yaklaşık 19,2 ABD doları seviyesinde gerçekleştiği sonucuna varılabilir.

2004 ve 2005 yıllarına yabancı şirketlerin gerçekleştirdikleri işlemlerin sayısı, sırasıyla, 18 ve 60 iken bu sayı 2006 yılında 83’e çıkmıştır. Bu işlemleri açıklanan değeri ise 16,6 Milyar ABD doları olmuştur. İşlem değeri açıklanmamış işlemleri tahmini değerleri de göz önüne alındığında, yabancı firmaların satın almalarının 2006 yılında 17,3 Milyar ABD doları seviyesinde olduğu söylenebilir. 2006 yılında, toplam işlem hacminin %90’ını yabancı alıcılar gerçekleştirmiştir. 2006 yılında toplam işlem hacminin yalnızca %10’u Türk alıcılara aittir. Bu yılda gerçekleşen 154 işlemin 71’inde satın alan taraf bir Türk yatırımcısı olmuştur. Türk şirketlerin gerçekleştirdiği işlemlerin açıklanan değeri 1,7 Milyar ABD doları seviyesindedir. Değeri açıklanmamış işlemler ile ilgili tahminler göz önüne alındığında, bu rakamın 1,9 Milyar ABD doları seviyesinde gerçekleştiği söylenebilir.

Aşağıdaki Grafik 17’de görüldüğü gibi 2006 yılında gerçekleşen işlemlerin değeri bazında ABD, Yunanistan ve Belçika Türkiye’den önce gelmektedir.



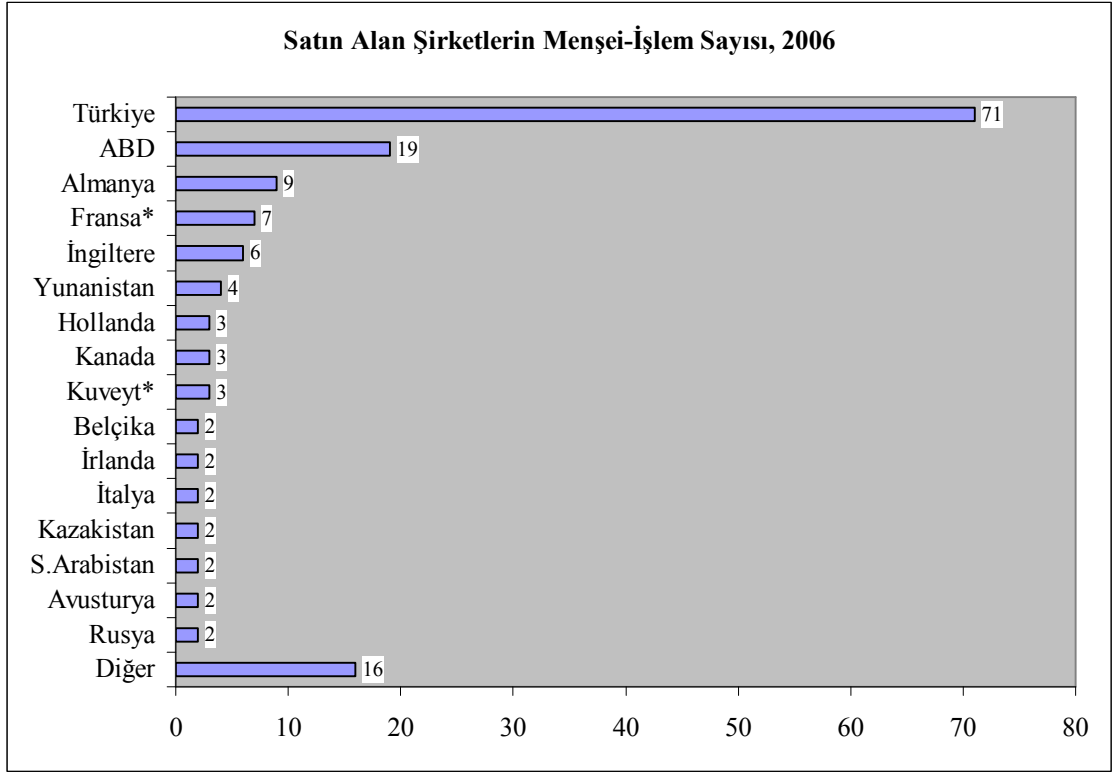
**Grafik 17. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2006**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu

(\*) İzocam satışı, satın alan şirketteki eşit pay sahiplikleri dolayısıyla Saint Gobain ve Alghanim için, yukarıdaki grafikte, sırasıyla, hem Fransa hem de Kuveyt hanesine yazılmıştır. Raporla sadece bu grafikte, yukarıda açıklanan sebepten dolayı yabancıları gerçekleştirdiği işlem sayısı 84 olarak görülmektedir.

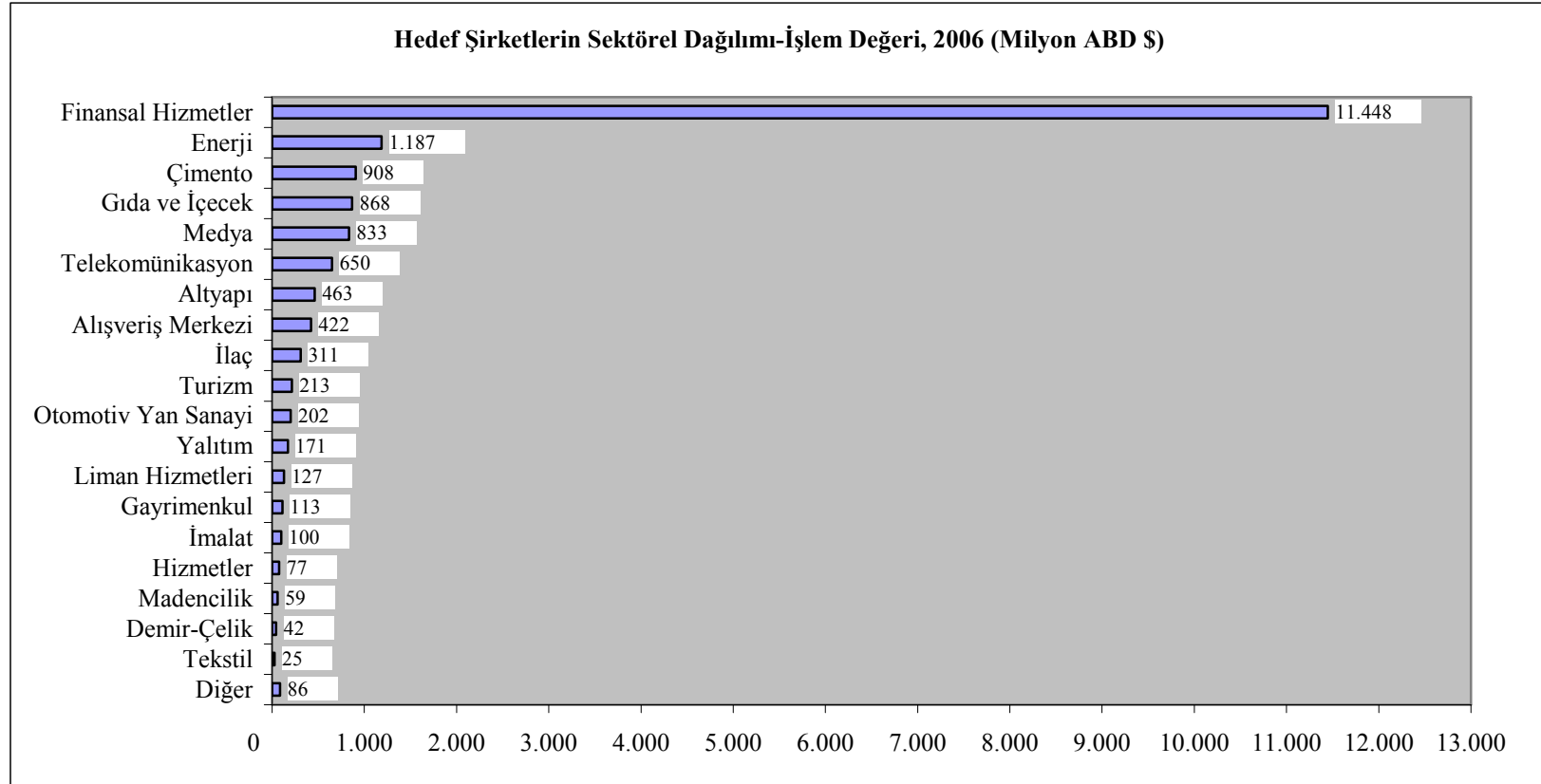
**Grafik 18. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2006**



Yukarıdaki Grafik 18’de görüldüğü gibi 2006 yılında gerçekleştirilen 154 işlemin 71’i bir diğer ifade ile %46’sı Türk firmalarınca gerçekleştirilmiş olup geriye kalan 83 işlem bir diğer ifade ile %54’ü yabancı firmalarca gerçekleştirilmiştir. Buna karşılık 2006 yılında gerçekleşen işlemlerin değerinde ise yerli işletmelerin payı %10 iken yabancı işletmelerin payı %90’dır.

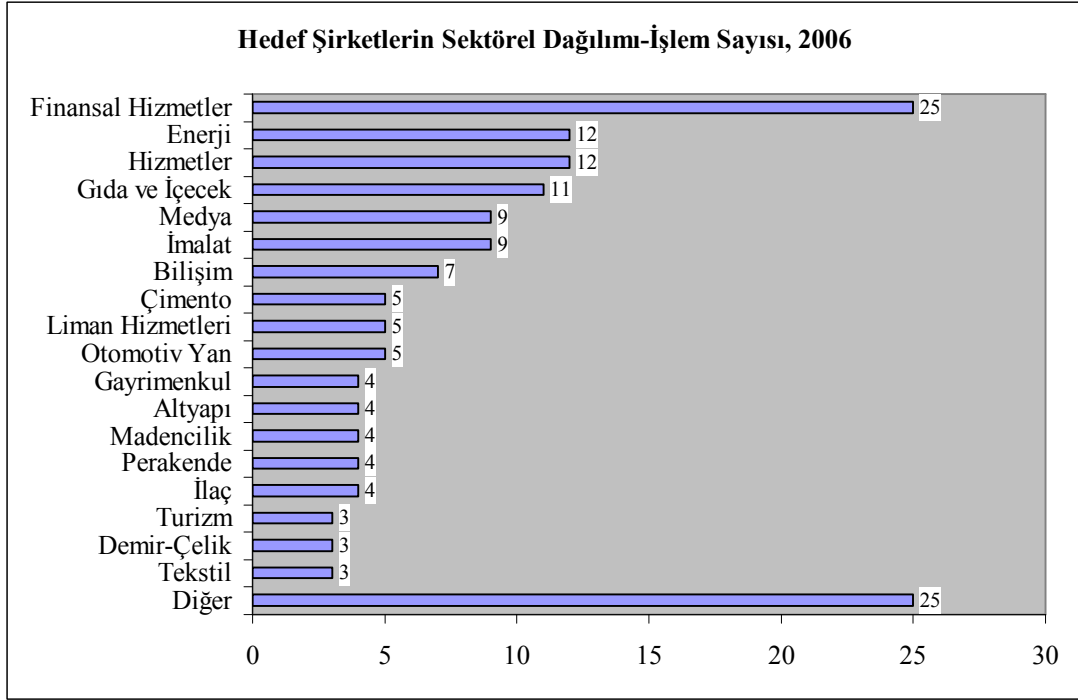
Aşağıdaki Grafik 19’da ise 2006 yılında gerçekleşen işlemlerin sektörel dağılımı görülmektedir. Bu bağlamda finansal hizmetler sektörünün toplam 11,4 Milyar ABD doları ile en yüksek işlem hacmine sahip sektör olduğu görülmektedir. Finansal hizmetler sektörünü enerji ve çimento sektörü takip etmektedir.

**Grafik 19. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2006**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, s.6

**Grafik 20. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2006**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, s.7

Yukarıdaki Grafik 20’de görüldüğü gibi 25 işlem ile finansal hizmetler sektörü en çok işlemin gerçekleştiği sektördür. Bu sektördeki 25 işlemin 9’u bankacılık sektörü, 8’i ise sigortacılık sektöründe gerçekleşen satın almalarından oluşmaktadır. Bunun dışındaki işlemler menkul değerler ve finansal kiralama şirketlerinin satışı gibi diğer işlemlerden oluşmaktadır.

Türkiye’de 2006 yılında tamamlanmış ve değeri açıklanmış en büyük 10 işlemin toplam değeri 14,5 Milyar ABD doları olmuştur. Bu değer, açıklanan işlem değerinin 579’unu oluşturmaktadır. 2005 ve 2004 yıllarında ise, en büyük 10 işlemin toplam değeri, toplam işlem hacminin sırasıyla, %85 ve %75’ini oluşturmuştu. İşlem değeri bakımından, en büyük 3 işlem bankacılık sektöründe gerçekleşmiş olup, söz konusu işlemlerin toplam değeri 10,3 Milyar ABD dolarıdır. Bu tutar, açıklanan işlem değerinin %56’sına tekabül etmektedir. Bu dönemde gerçekleşen en büyük 10 işlem incelendiğinde finansal hizmetler, enerji, telekomünikasyon, çimento gibi sektörlerin öne çıktığı görülmektedir.

Aşağıdaki Tablo 7’de 2006 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 7. 2006 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

<b>Satın Alan Şirket</b>	<b>Ülke</b>	<b>Hedef Şirket</b>	<b>Sektör</b>	<b>Hisse Oranı</b>	<b>İşlem Değeri (Milyon ABD \$)</b>
1. National Bank Of Greece	Yunanistan	Finansbank	Finansal Hizmetler	80,40%	3,975
2. Dexia	Belçika	Denizbank	Finansal Hizmetler	98,80%	3,228
3. Citigroup	ABD	Akbank	Finansal Hizmetler	20,00%	3,100
4. OMV	Avusturya	Petrol Ofisi	Enerji	34,00%	1,054
5. Texas Pasific Group	ABD	Mey İçki	Gıda ve İçecek	90,00%	810
6. Cimpor	Portekiz	Yibitaş Lafarge	Çimento	100,00%	702
7. Türk Telekomünikasyon A.Ş	Türkiye	Avea İletişim Hizmetleri	Telekomünikasyon	40,60%	500
8. Axel Springer	Almanya	Doğan TV	Medya	25,00%	480
9. St.Martin's Property Group	İngiltere	Cevahir Alışveriş Merkezi	Alışveriş Merkezi	50,00%	422
10. Groupama	Fransa	Başak Emeklilik ve Sigorta	Finansal Hizmetler	62,60%	268

Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, s.8

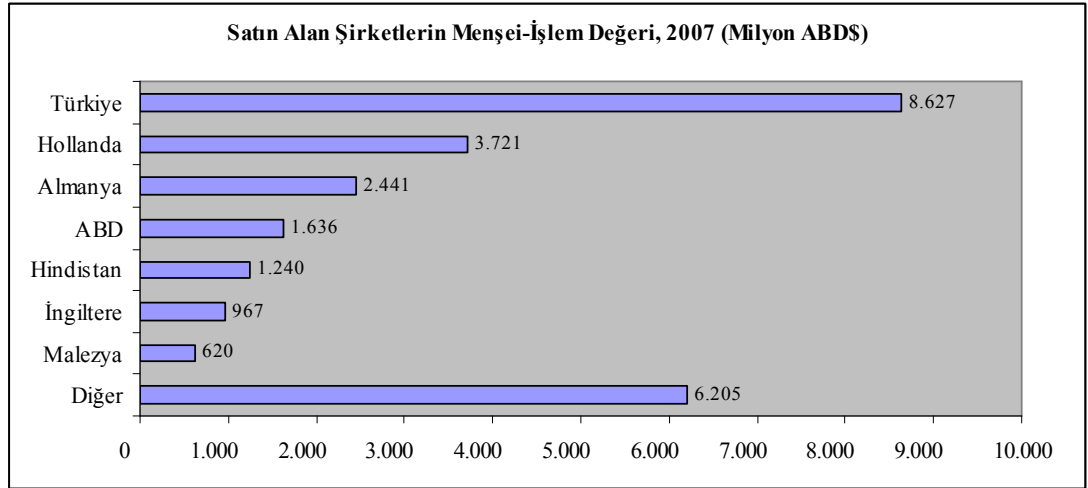
### 2.1.6. 2007 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Ernst&Young Türkiye Finans ve Danışmalık şirketi Kurumsal Finansman ekibince hazırlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 yılı raporuna göre, 2007 yılında toplam 182 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirilirken, 135’inin işlem değeri açıklanmıştır. Yıl içinde değeri açıklanan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplamı 25,5 ABD dolarına ulaşmıştır. İşlem değeri açıklanmamış satın almalarla ilgili tahminleri de dikkate alarak, 2007 yılında toplam işlem hacminin 26,7 Milyar ABD dolarına ulaştığı tahmin edilmektedir.

2007 yılındaki toplam 182 işlemin 92’si yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir. Oransal olarak yabancıların işlem adedindeki payı %51’dir. İşlem hacmi göz önüne alındığında yabancılar içerisinde Hollandalı yatırımcılar 3,7 Milyar ABD doları işlem hacmi ile birinci olurken Almanya ve ABD diğer ilk üç sıralamasındaki ülkeler olmuştur.

Aşağıdaki Grafik 21’de 2007 yılında Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştiren firmaların menşei ve gerçekleştirdikleri işlem değerleri görülmektedir.

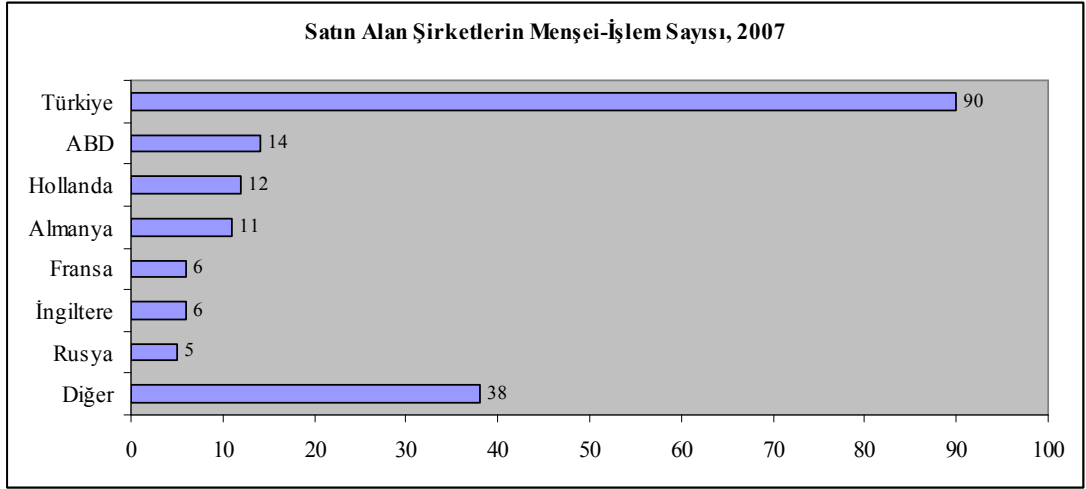
**Grafik 21. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Değeri, 2007**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu, s.10

Yerli yatırımcılar 2007 yılında bir önceki yıla işlem hacminde ciddi bir artış yakalamışlardır. 2006 yılında gerçekleşen toplam işlem hacmi içerisindeki payı %9 olan yerli yatırımcılar 2007’de paylarını %34’e yükseltmişleridir.

**Grafik 22. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2007**

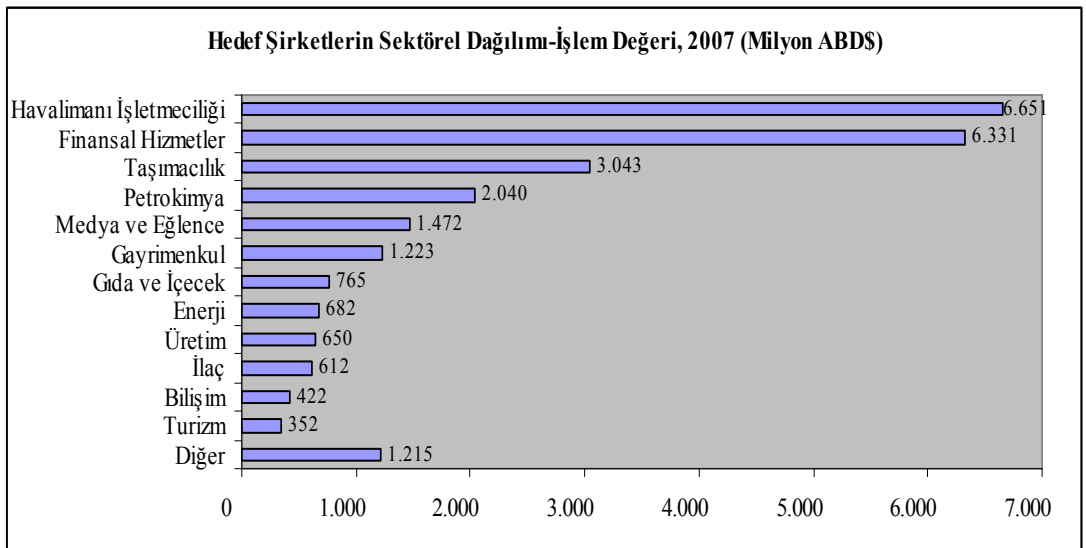


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu, s.9

Yabancıların dahil olduğu işlemler incelendiğinde işlem adedi bazında 14 işlem ile ABD'nin birinci sırada yer aldığı görülmektedir. ABD 2006 yılında işlem adedi bazında %12,3'lük bir paya sahipken 2007 yılında bu oran %7,7'ye gerilemiştir. Buna karşılık 2006 yılında 39 işlem ile %25 pay sahibi olan Avrupa ülkelerinin payı 2007'de 61 işlem ile %37'ye yükselmiştir.

2007 yılında Türkiye'de gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinde hedef işletmelerin sektörel dağılımı ve değerleri aşağıdaki Grafik 23'de görülebilir.

**Grafik 23. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2007**



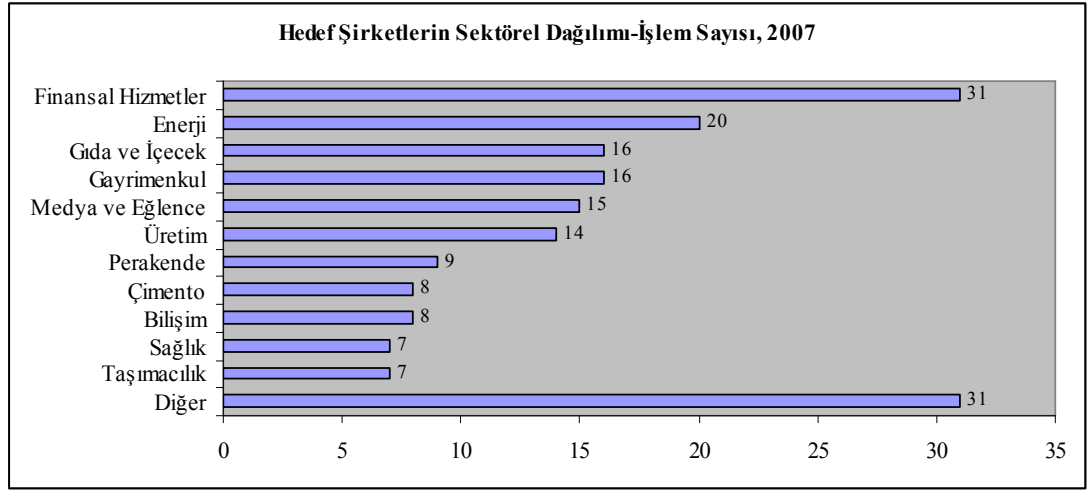
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu, s.13



Yukarıdaki Grafik 23’de görüldüğü gibi 2007 yılında sektörel bazda yatırımların dağılımı incelendiğinde, işlem hacmi bazında havaalanı işletmeciliğinin ilk sırada olduğu görülmektedir. Havalimanı işletmeciliğinin hacimsel olarak birinci sırada yer almasının ana sebebi Antalya ve Sabiha Gökçen Havaalanı ihalelerinin aynı zamanda 2007 yılının en yüksek değerli işlemleri olmasından kaynaklanmaktadır.

2007 yılında birleşme ve satın alma işlemlerine konu olan hedef şirketlerin sektörel dağılımı ve işlem sayıları aşağıdaki Grafik 24’de görülebilir.

**Grafik 24. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2007**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu, s.13

Yukarıdaki Grafik 24’de görüldüğü gibi 2007 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinin sayıca yoğunlaştığı sektörler finansal hizmetler, enerji ve gıda-içecek olmuştur. Daha önceki yıllarda gerçekleştirilen işlemlerin sayıca yoğunlaştığı sektörlerle bu yıl gerçekleştirilenler arasında da benzerlikler söz konusudur.

Aşağıdaki Tablo 8’de 2007 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 8. 2007 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

Satın Alan Şirket	Ülke	Hedef Şirket	Sektör	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon ABD \$)
1. IC Frapot Konsorsiyumu	Almanya, Türkiye	Antalya Havaalanı	Havalimanı İşletmeciliği	100,00%	3,197
2. GMR, Limak, Malaysia Airport Holging	Malezya, Hindistan, Türkiye	Sabiha Gökçen Havaalanı*	Havalimanı İşletmeciliği	100,00%	3,100
3. ING	Hollanda	Oyak Bank	Finansal Hizmetler	100,00%	2,673
4. Socar & Turcas, Injaz	Azerbaycan, Suudi Arabistan, Türkiye	Petkim**	Petrokimya	51,00%	2,040
5. KKR	ABD	UN Ro-Ro	Taşımacılık	97,60%	1,284
6. İzmir Limanı	Türkiye, Çin	İzmir Port	Taşımacılık	100,00%	1,275
7. Turkuaz Radyo Televizyon (Çalık Holding)	Türkiye	ATV-Sabah	Medya ve Eğlence	100,00%	1,100
8. National Commercial Bank	Suudi Arabistan	Türkiye Finans Katılım Bankası	Finansal Hizmetler	60,00%	1,080
9. Doğu Holding	Türkiye	Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	4,65%	647
10. Zentiva	Çek Cumhuriyeti	Eczacıbaşı	İlaç	75,00%	602

Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu, s.17

(\* )Sabiha Gökçen Havaalanı özelleştirmesinde işlem değeri 20 yıllık bir vade üzerinden (ilk üç yıl ödemesiz) ödenecektir. Dolayısıyla, gerçek işlem değeri 20 yıllık dönemin bugüne indirgenmiş değeri olacak ve yukarıda belirtilen değerden farklı olacaktır.

(\*\*) 28 Aralık 2007 tarihinde Danıştay Pektim özelleştirmesinde yürütmenin durdurulması yönünde karar almıştır. Ancak yasal süreç rapor tarihi itibarıyla sonuçlanmadığı için Petkim özelleştirmesi işlem listesine dahil edilmiştir.

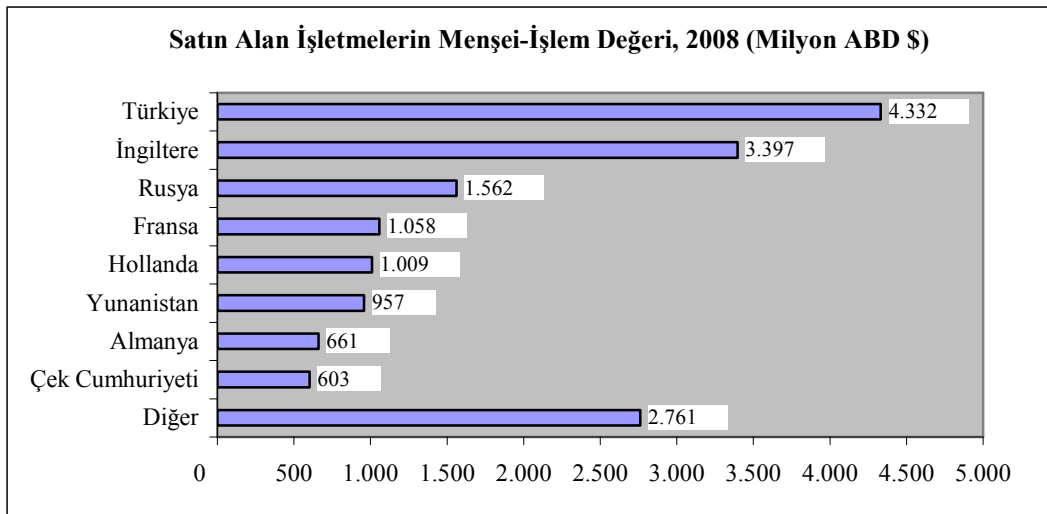
### 2.1.7. 2008 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Ernst&Young Türkiye Finans ve Danışmalık şirketi Kurumsal Finansman ekibince hazırlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 yılı raporuna göre, 2008 yılında toplam 171 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirilirken, bunlardan 92’sinin işlem değeri açıklanmıştır. Yıl içinde değeri açıklanan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplamı 16,3 Milyar ABD dolarıdır. İşlem değeri açıklanmamış satın almalarla ilgili tahminler de dikkate alındığında 2008 yılında toplam işlem hacminin 18,5 Milyar ABD dolarına ulaştığı söylenebilir.

2008 yılında toplam 171 işlemin 100’ünü yabancılar gerçekleştirmişlerdir. Oransal olarak incelendiğinde yabancıların işlem adedindeki payı %58 olup 2003-2008 yılları arasındaki en yüksek orana ulaşmıştır. Yabancıların gerçekleştirdiği işlem sayısında ise Almanya 13 işlem ile birinci sırada yer almaktadır. Almanya’yı ise sırasıyla Fransa ve Hollanda izlemektedir. İşlem hacmi göz önüne alındığında ise yabancı yatırımcılar içerisinde İngiltere menşeli şirketler 3,4 Milyar ABD doları ile birinci sırada bulunmaktadır. İngiltere’yi sırasıyla Rus ve Fransa menşeli şirketler izlemektedir.

Aşağıdaki Grafik 25’de 2008 yılında Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştiren firmaların menşei ve gerçekleştirdikleri işlem değerleri görülmektedir.

**Grafik 25. Satın Alan İşletmelerin Menşei-İşlem Değeri, 2008**

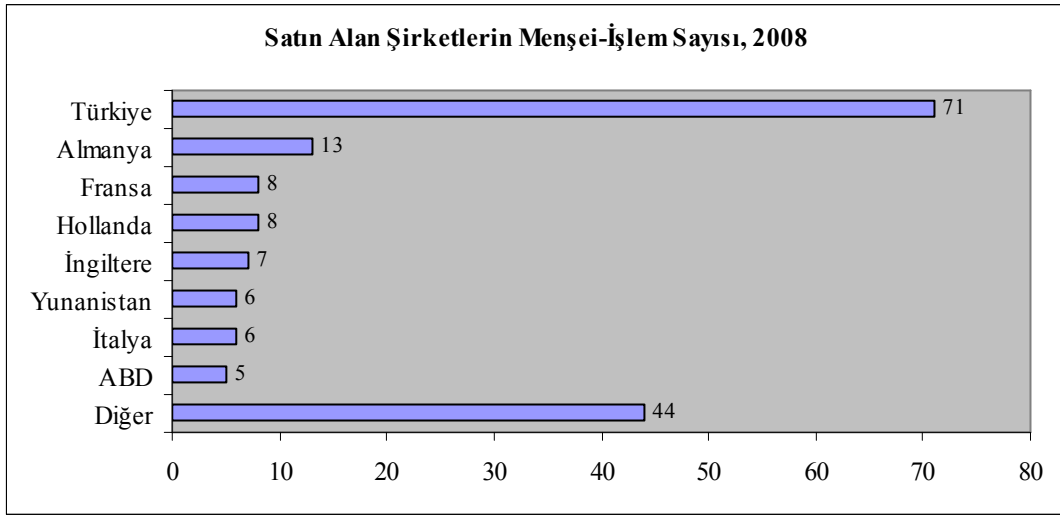


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu, s.9

Yukarıdaki Grafik 25’de görüldüğü gibi 2008 yılında gerçekleştirilen 16,3 Milyar dolarlık işlem hacminin %73’ü yabancı işlemlerle %27’sinde yerli işletmelerce gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte yerli yatırımcıların 2007 yılında 8,6 Milyar ABD doları olan toplam yatırımları 2008 yılında 4,3 Milyar ABD dolarına düşmüştür. Buna paralel olarak, yerli yatırımcıların ortalama işlem hacminde de 2007 yılına kıyasla önemli bir düşüş yaşanmıştır.

Aşağıdaki Grafik 26’da 2008 yılında gerçekleşen işlemlerin sayıları ve bunları gerçekleştiren işletmelerin menşei görülmektedir.

**Grafik 26. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2008**

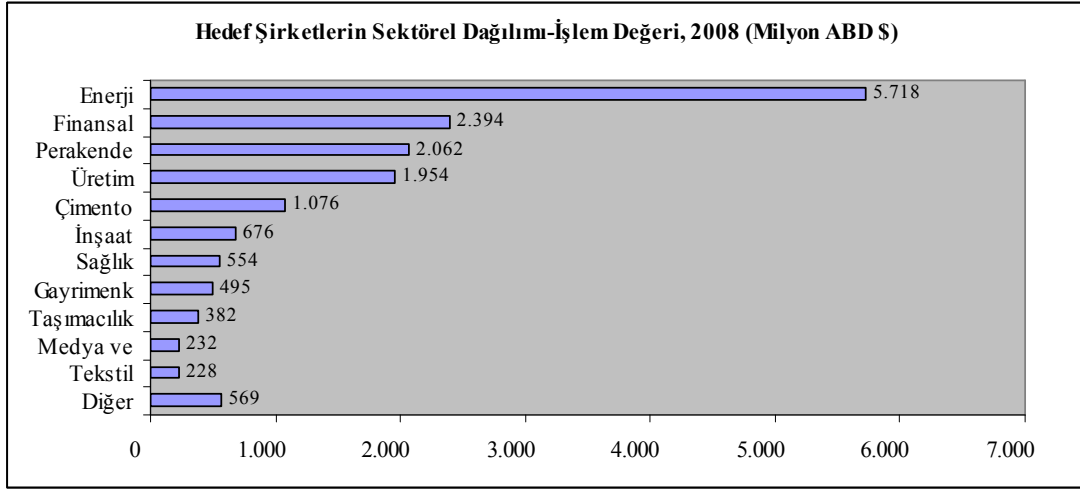


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu, s.8

Yabancıların dahil olduğu işlemler incelendiğinde işlem adedi bazında 13 işlem ile Almanya’nın birinci sırada yer aldığı görülmektedir. 2007 yılında birinci sırada yer alan ABD menşeli şirketlerin bu yıl sadece 5 adet işlem yaptıkları görülmektedir. ABD’li yatırımcılar 2007 yılında işlem adedi bazında %7,7’lik bir paya sahipken 2008 yılında bu oran %2,9’a gerilemiştir. Buna karşılık 2005 yılından itibaren düzenli bir şekilde Türkiye birleşme ve satın almaları pazarındaki paylarını artıran (2005-%19, 2006-%25, 2007-%37) Avrupa Birliği ülkelerinin payı 2008’de gerçekleştirdikleri 67 işlem ile %39’a yükselmiştir.

Aşağıdaki Grafik 27’de 2008 yılında işlem hacmine göre hedef şirketlerin sektörel dağılımı görülmektedir.

**Grafik 27. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2008**

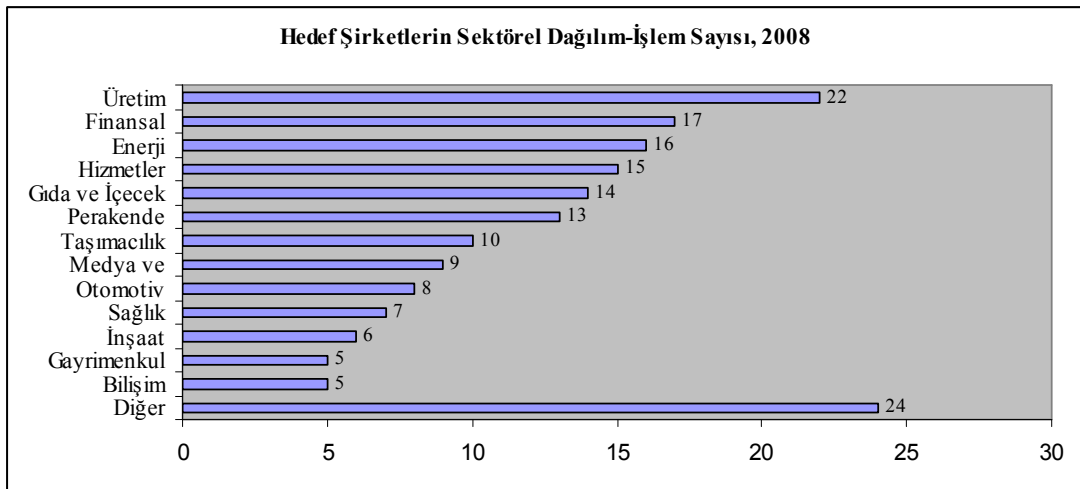


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu, s.12

Yukarıdaki Grafik 27’de görüldüğü gibi 2008 yılında sektörel bazda yatırımların dağılımı incelendiğinde işlem hacmi bazında enerji sektörünün ilk sırada olduğu görülmektedir. 2007 yılında işlem hacminde havalimanı işletmeciliği birinci sırada yer almıştı. Enerji sektörünün birinci sırada yer almasının ana sebebi Türkiye’nin artan enerji talebi ve bu doğrultuda yerli ve yabancı yatırımcıların bu pazarda yer alabilme stratejileridir.

Aşağıdaki Grafik 28’de 2008 yılında gerçekleşen işlemlerin sayısı sektörel bazda gösterilmiştir.

**Grafik 28. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2008**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu, s.12

Yukarıdaki Grafik 28’de görüldüğü gibi 2008 yılında sektörel bazda yatırımların dağılımı incelendiğinde, işlem adedi bazında sanayi firmalarının ilk sırada oldukları görülmektedir. Bu bağlamda yabancı yatırımcıların finansal hizmetler sektöründe son 3-4 yıldır gösterdikleri yatırım iştahının 2008 yılı ile birlikte yavaş yavaş reel sektöre de kaymakta olduğunu ve değişik alt kollarda faaliyet gösteren firmaları satın alma yollarına gittikleri gözlenmiştir. Makine, döküm, mobilya, catering, yapı malzemeleri ve elektrikli ev aletleri yabancı yatırımcıların tercih ettiği iş kolları olmuştur.

Aşağıdaki Tablo 9’da görüldüğü gibi Türkiye’de 2008 yılında tamamlanmış ve değeri açıklanmış en büyük 10 işlemin toplam değeri yaklaşık 10,1 Milyar ABD doları olmuştur. Bu değer açıklanan işlem değerinin %62’sini oluşturmaktadır. 2008 yılında gerçekleşen en büyük 10 işleme özelleştirme ve diğer kamu kaynaklı işlemler damgasını vurmuştur. 2008’de uzun zamandır beklenen ve ilk iki özelleştirme denemesi sonuçsuz kalan Tekel Sigara’nın özelleştirmesi başarılı bir şekilde tamamlanmıştır. Ayrıca bu dönemde göze çarpan diğer bir önemli konuda 2007 başında ertelenen elektrik dağıtım özelleştirme ihalelerinin gerçekleştirilmesi olmuştur.

2008 yılında öne çıkan işlemler incelendiğinde enerji sektörü öne çıkan sektör olmuştur. İşlem değeri esas alındığında, en büyük 10 işlemin yaklaşık %40’ını oluşturan dört işlem enerji sektöründe gerçekleşmiştir. İlk 10 işlem içerisinde yoğun olarak yabancı yatırımcıların taraf olduğu işlemler göze çarpmaktadır. Yerli yatırımcıların tek başlarına veya çok ortaklı bir konsorsiyumda yer almak suretiyle taraf olduğu işlem sayısı üç olup 2007 yılına kıyasla önemli ölçüde bir azalma görülmektedir.

Aşağıdaki Tablo 9’da 2008 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 9. 2008 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

2008 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem					
Satın Alan Şirket	Ülke	Hedef Şirket	Sektör	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon ABD \$)
1. British American Tobacco (BAT)	İngiltere	Tekel Sigara	Üretim	100,00%	1.720
2. BC Partners, Turkven, DeA Capital	İngiltere	Migros Türk*	Perakende	50,80%	1.650
3. STFA Yatırım Holding & ABN Amro	Türkiye, Hollanda	Başkent Doğalgaz** Başkent Elektrik Dağıtım	Enerji	100,00%	1.610
4. Sabancı Holding, Verbund, EnerjiSA	Türkiye, Avusturya	A.Ş.	Enerji	100,00%	1.225
5. Sibirsky Cement	Rusya	Set Çimento***	Çimento	100,00%	937
6. National Bank of Greece	Yunanistan	Finansbank	Finansal Hizmetler	9,68%	697
7. Akcez Ortak Girişim Grubu	Türkiye, Çek Cumhuriyeti	Sakarya Elektrik Dağıtım	Enerji	100,00%	600
8. OAO Lukoil	Rusya	Akpet Akaryakıt Dağıtım A.Ş****	Enerji	100,00%	600
9. Axa SA	Fransa	Axa Oyak Holding	Finansal Hizmetler	50,00%	525
10. Palmali Group, SOCAR	Azerbaycan	Tekfen İnşaat	İnşaat	50,00%	520

Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu, s.15

(\*) BC Partners, Turkven ve DeA Capital’ın oluşturduğu Moonlight, Mayıs 2008 tarihinde Koç Holding’den Migros2un %50,80 oranındaki hisselerini yaklaşık 1,7 Milyar ABD doları bedelle satın almıştır. Bu tarihten sonra Moonlight, IMKB’den yaptığı alımla ve çağrı yoluyla Migros’taki hissesini yaklaşık %98’e çıkarmıştır.

(\*\*) İhaleyi kazanan Global Yatırım’ın oluşturduğu konsorsiyum için belirlenen ödeme süresi Mart 2009 tarihine ertelenmiştir.

(\*\*\*) Rapor tarihi itibarıyla işlemin gerçekleşmesi konusunda belirsizlik sürmektedir.

(\*\*\*\*) Bu işlem için belirtilen işlem değeri yaklaşık bir değer ifade etmektedir.

### **2.1.8. 2009 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri**

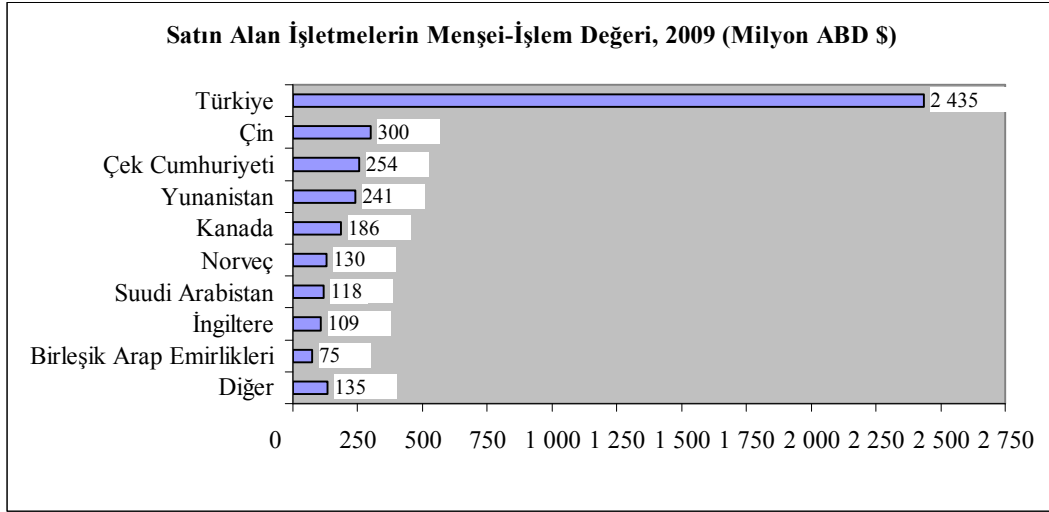
Ernst&Young Türkiye Finans ve Danışmalık şirketi Kurumsal Finansman ekibince hazırlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 yılı raporuna göre, 2009 yılı bir önceki yılın son çeyreğinde başlayan küresel krizin etkilerinin Türkiye’de ciddi şekilde hissedildiği bir yıl olmuştur. Dolayısıyla 2009 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinde gerek işlem sayısında gerekse işlem hacminde ciddi bir daralma görülmüştür. Bu dönemde değeri açıklanan işlem sayısı 51, değeri açıklanmamış işlemlerin sayısı ise 65’dir. Bu bağlamda 2009 yılında gerçekleşen işlem adedi 116 adet olup, değeri açıklanan işlemlerin toplamı 3,9 Milyar ABD doları seviyelerinde gerçekleşmiştir. Değeri açıklanmamış işlemleri de dikkate aldığımızda işlem hacminin yaklaşık 5,7 Milyar ABD doları seviyelerinde olduğu görülür. 2009 yılı bir anlamda şirketlerin kendi içlerine döndükleri ve ana operasyonlarına yoğunlaştıkları, satın alma fırsatlarını ise ancak çok uygun koşullarda olması halinde gündeme aldıkları bir yıl olmuştur. 2009 yılında milyar dolar seviyesinde hiç işlem gerçekleşmemesi ise ilginç bir ayrıntıyı oluşturmaktadır.

2005 yılından itibaren Türkiye satın alma ve birleşme piyasasında ağırlığını koruyan yabancı yatırımcılar, 2009 yılında toplam işlem hacminin sadece %39’unu gerçekleştirerek piyasada liderliği yerli firmalara bırakmışlardır. Son dört yılda yıllık 12 Milyar-17 Milyar ABD doları civarında yabancı yatırımcı işlemi gerçekleşirken, 2009 yılında bu tutar 1,5 Milyar ABD dolarına gerilemiştir. 2009 yılında Türk yatırımcıların toplam işlem hacmindeki payı % 61’e yükselmiştir.

Aşağıdaki Grafik 29’da görüldüğü gibi işlem hacmi esas alındığında yabancı yatırımcılar içerisinde Çin, madencilik sektörüne yaptığı 300 Milyon ABD doları tutarında yatırım ile birinci sırada yer almaktadır. Çin’i ise sırasıyla Çek Cumhuriyeti ve Yunanistan izlemektedir.



**Grafik 29. Satın Alan İşletmelerin Menşei-İşlem Değeri, 2009**

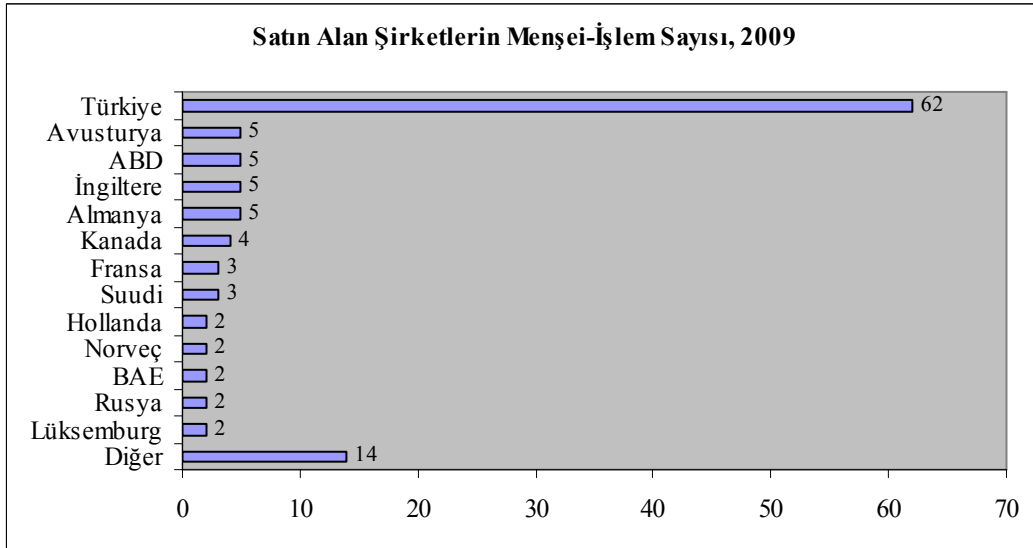


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu, s.10

2009 yılında yabancıların dahil olduğu işlemlerde, geçtiğimiz yıllarda olduğu gibi, adet bazında AB ülkeleri ağırlıklarını korumakla birlikte bu yıl en çok işlem yapan ülke listesine Körfez ülkelerinin de girmesi dikkat çekicidir.

Aşağıdaki Grafik 30’da 2009 yılında gerçekleşen işlemlerin sayısı ülke bazında gösterilmiştir.

**Grafik 30. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2009**



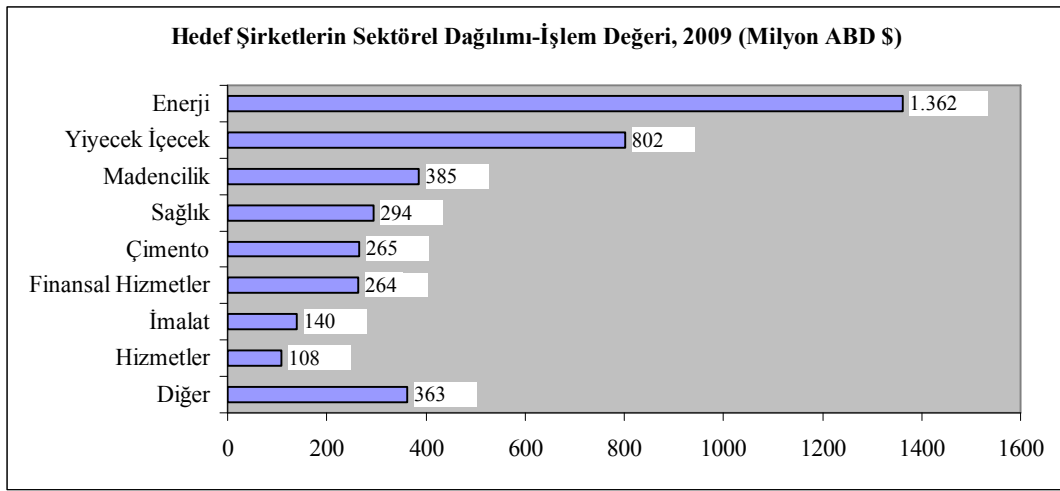
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu, s.9

2009 yılında sektörel baz da yatırımların dağılımı incelendiğinde, işlem hacmi bazında enerji sektörünün ilk sırada yer aldığı görülmektedir. Enerji

sektörünün hacimsel olarak birinci sırada yer almasının ana nedeni Türkiye'nin artan enerji talebi ve bu doğrultuda yerli ve yabancı yatırımcıların bu pazarda yer alabilme stratejileridir. 2009 yılında enerji sektörü, dağıtım ve üretimi de kapsayan toplam 17 işlem ve 1,4 Milyar ABD doları tutarında bir kaynak girişi sağlamıştır. 2009 yılında enerji sektörünü yiyecek-içecek ve madencilik sektörü izlemektedir.

Aşağıdaki Grafik 31'de 2009 yılında Türkiye'de gerçekleştirilen birleşme ve satın almaların sektörel dağılımı ve işlem değerleri gösterilmiştir.

**Grafik 31. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2009**

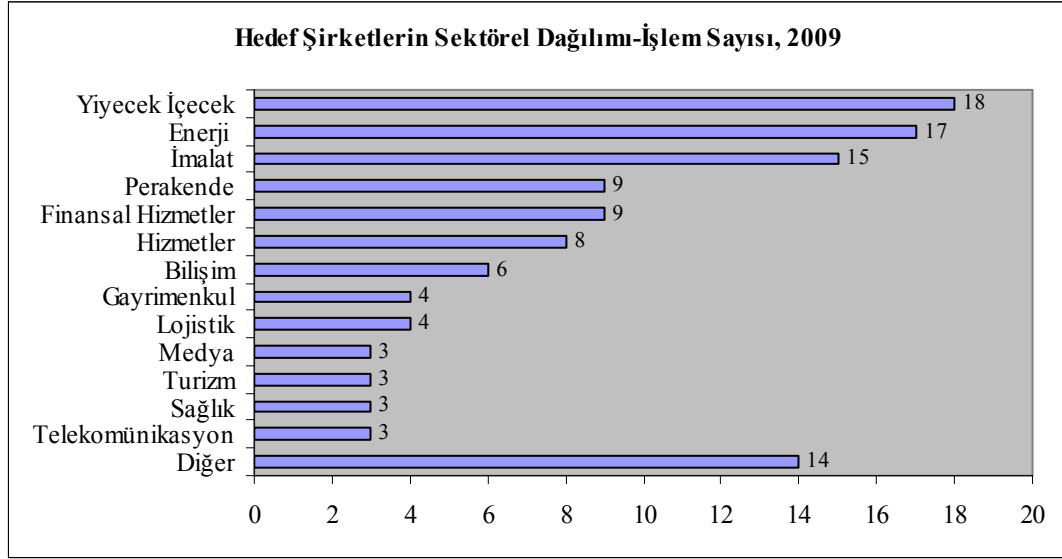


Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu, s.12

2009 yılında en çok işlemin gerçekleştiği sektör yiyecek-içecek sektörü olmuştur. Sektörde gerçekleşen 18 işlem Türkiye'de bu alanda ileride yaşanacak muhtemel canlılığın habercisi olmuştur. Bu alandaki en kayda değer işlem Kastamonu, Kırşehir, Turhal, Yozgat, Çorum ve Çarşamba şeker fabrikalarının özelleştirilmesi olup, 606 Milyon ABD doları değerle 2009 yılının en yüksek değerli işlemi olma özelliği taşımaktadır.

Aşağıdaki Grafik 32'de 2009 yılında Türkiye'de gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin sayıları sektörel baz da gösterilmiştir.

**Grafik 32. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2009**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu, s.12

Grafik 32’de görüldüğü üzere 2009 yılında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin sayıca yoğunlaştığı sektörler sırasıyla yiyecek içecek, enerji ve imalat sanayi olmuştur.

Aşağıdaki Tablo 10’da 2009 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ile ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 10. 2009 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

Satın Alan Şirket	Ülke	Hedef Şirket	Sektör	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon ABD\$)
1. Ak-Can şeker	Türkiye	Türk Şeker Fabrikaları C Portföyü*	Yiyecek ve İçecek	100.00%	606,00
2. Eti Gümüş	Türkiye	Osmangazi EDAŞ**	Enerji	100.00%	485,00
3. Çalık Enerji	Türkiye	Yeşilirmak EDAŞ**	Enerji	100,00%	442,00
4. Taiyuan Iron & Steel Group	Çin	Krom Maden, Kop Krom, Güney Krom***	Madencilik	50.00%	300,00
5. Zentiva	Çek Cumhuriyeti	Eczacıbaşı - Zentiva Sağlık ve Kimyasal Ürünler	Sağlık	25.00%	253,60
6. NBG International	Yunanistan	Finansbank Malta Holdings	Finansal Hizmetler	99.99%	241,00
7. Aksa Elektrik Perakende Satış	Türkiye	Çoruh EDAŞ**	Enerji	100.00%	227,00
8. Oyak Grubu	Türkiye	Lafarge Aslan Çimento	Çimento	97.95%	218,50
9. Statkraft	Norveç	Yeşil Enerji	Enerji	95.00%	119,30
10. HSBC Principal Investments ve İş Girişim Sermayesi	Türkiye	Havaş Yer Hizmetleri	Hizmetler	35.00%	93.24

Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu, s.7

(\*) Bu işlem konusunda Danıştay 13. Dairesi tarafından yürütmeyi durdurma kararı verilmiş olup, rapor tarihi itibarıyla ihalenin iptal edilip edilmeyeceği hususu belirsizdir.

(\*\*) İhale süreci devam etmektedir.

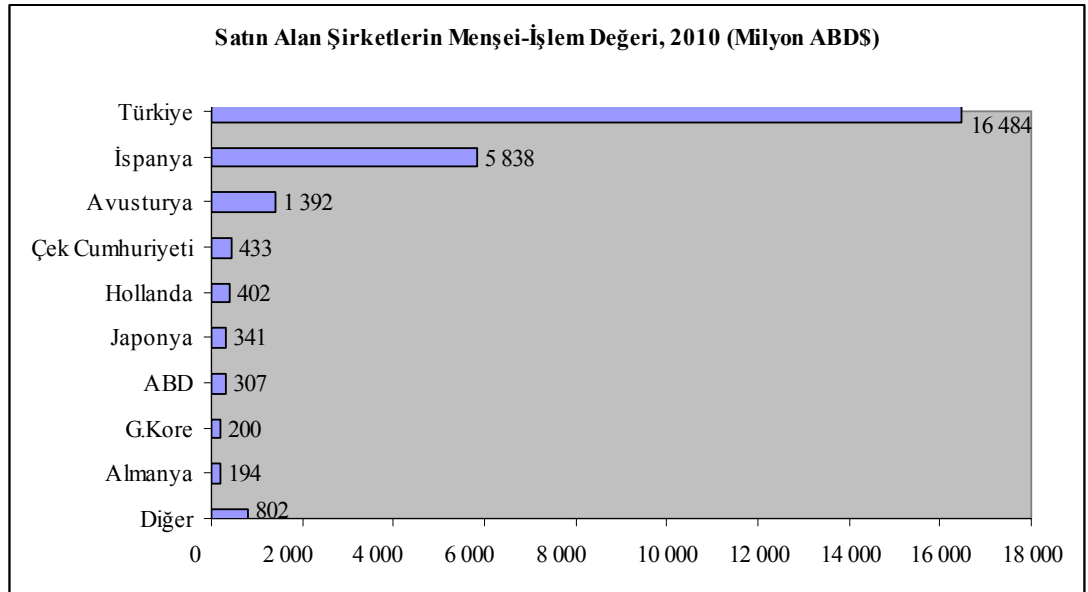
(\*\*\*) Bu işlemle ilgili işlem değeri ancak bir kaynaktan doğrulanabilmektedir.

### 2.1.9. 2010 Yılında Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Ernst&Young Türkiye Finans ve Danışmanlık şirketi Kurumsal Finansman ekibince hazırlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 yılı raporuna göre, Türkiye’de 2010 yılında toplam 241 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirilmiş olup bunun 134’ünün işlem değeri açıklanmıştır. Değeri açıklanmış birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri 26,4 Milyar ABD doları olmuştur. Değeri açıklanmamış işlemler dikkate alındığında bu rakamın yaklaşık 30 Milyar ABD doları olduğu tahmin edilmektedir. 2010 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinin hacim değeri olarak %63’ü, işlem adedi olarak %61’i yerli yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir.

Aşağıdaki Grafik 33’de 2010 yılında gerçekleşen işlemlerin değerleri ve bunları gerçekleştiren işletmelerin menşei görülmektedir.

**Grafik 33. Satın Alan İşletmelerin Menşei-İşlem Değeri, 2010**



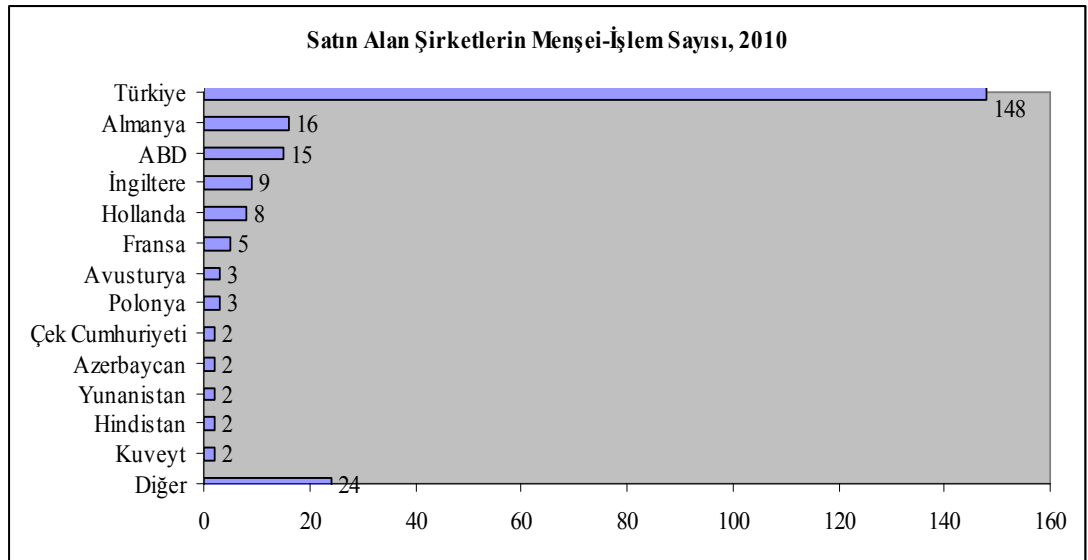
Kaynak: : E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s.10

Görüldüğü gibi 2010 yılında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin parasal değer olarak yarısından fazlası yerli işletmelerce yapılmıştır. Bir diğer ifade ile yerli yatırımcılar 2010 yılında toplam işlem hacminin %63’ünü gerçekleştirmişlerdir. 2005-2008 döneminde değer olarak yabancı yatırımcıların daima yerli yatırımcıların önünde olduğu dikkate alınır ve 2009 yılı da istisna olarak kabul edilirse, 2010 yılındaki yaşanan bu durum yerli yatırımcıların ülkenin

geleceğine duyduğu güvenin de bir ifadesidir. Yabancılar arasında ise İspanya, Avusturya ve Çek Cumhuriyeti firmalarının gerçekleştirdiği işlemler öne çıkmıştır. İspanya, 5,8 Milyar ABD doları tutarındaki BBVA-Garanti Bank işlemiyle birinci sırada yer almaktadır. İspanya'yı OMV'nin 1,4 Milyar ABD doları tutarındaki Petrol Ofisi işlemi ile Avusturya takip etmektedir.

2010 yılında gerçekleşen işlemlerde Türk şirketleri 148 adet, yabancı yatırımcılar ise 93 adet işlem gerçekleştirmişlerdir. Yabancıların dahil olduğu işlemlerde, AB ülkelerinin ağırlığı görülmektedir. Bu durumu yansıtan Grafik 34'de 2010 yılında gerçekleşen işlemlerin sayıları firmaların menşesine göre gösterilmiştir.

**Grafik 34. Satın Alan Şirketlerin Menşei-İşlem Sayısı, 2010**



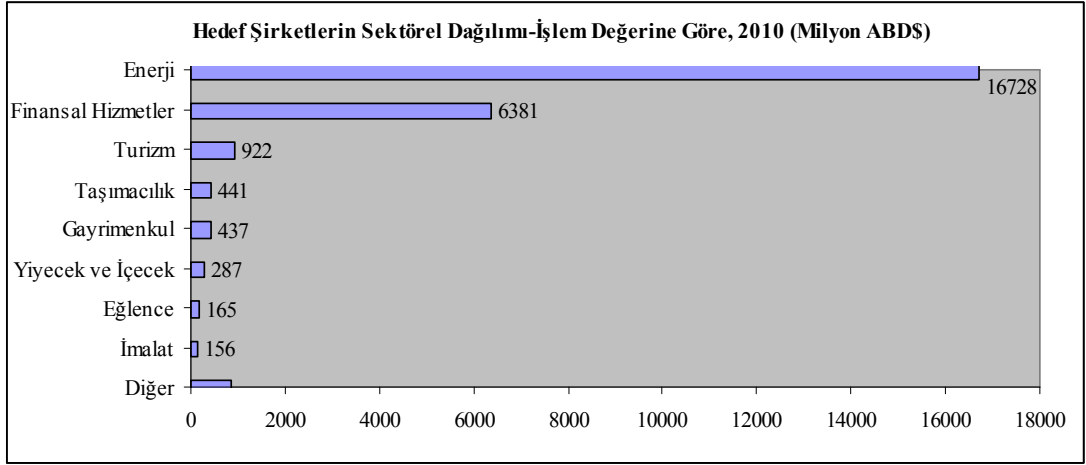
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s.9

Grafik 34'de görüldüğü gibi 2010 yılında gerçekleşen 241 adet birleşme ve satın alma işlemi sayısı oransal olarak incelendiğinde ise yerli yatırımcıların işlem adedindeki payı %61'dir.

2010 yılında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin işlem değeri olarak sektörel dağılımına bakıldığında öne çıkanların enerji, finansal hizmetler ve turizm sektörü olduğu görülür.

Aşağıdaki Grafik 35'de hedef şirketlerin işlem değerine göre sektörel dağılımı görülmektedir.

**Grafik 35. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Değeri, 2010**



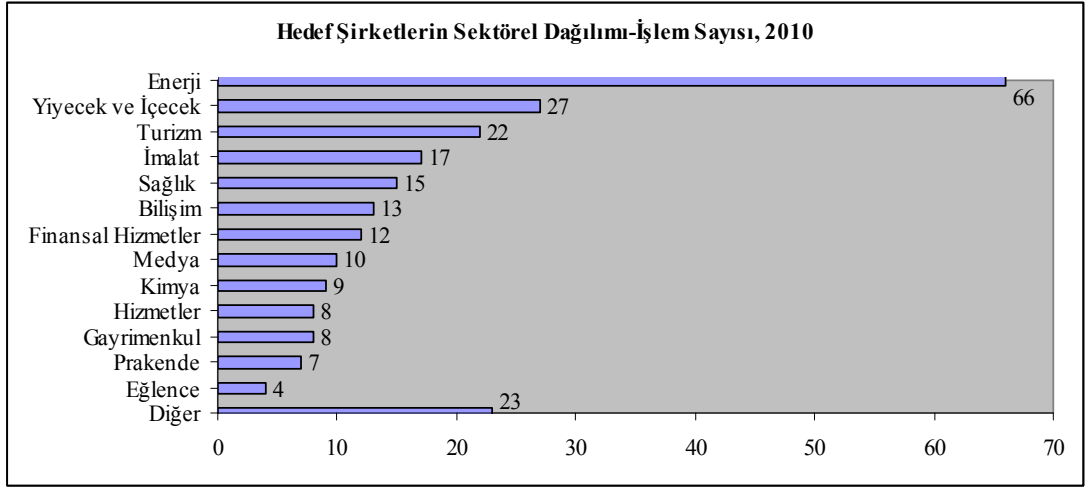
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s.12

Yukarıdaki Grafik 35’de görüldüğü üzere enerji, finansal hizmetler ve turizm sektörü işlem değeri olarak öne çıkan sektörler olmuştur. Hem işlem hacmi hem de işlem adedi bazında enerji sektörünün ilk sırada olduğu görülmektedir. Bunun ana nedeni, Türkiye’nin artan enerji talebi ve bu doğrultuda yerli ve yabancı yatırımcıların bu pazarda yer alabilme stratejileridir.

İşlem değeri açısından finansal hizmetler sektörünün öne çıkmasının ana nedeni İspanyol BBVA’nın Garanti Bankası’nın %24,89’unu 5,8 Milyar ABD dolarına satın almasıdır. Bu sektörde öne çıkan diğer bir işlemde Sompo Japan Insurance’ın Fiba Sigorta’nın %99,07’sini 341,1 Milyon ABD dolarına satın almasıdır.

Aşağıdaki Grafik 36’da 2010 yılında gerçekleştirilen işlemlerin sayısal olarak sektörel dağılımı gösterilmiştir.

**Grafik 36. Hedef Şirketlerin Sektörel Dağılımı-İşlem Sayısı, 2009**



Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s.12

Yukarıdaki Grafik 36’da görüldüğü üzere 2010 yılında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin yoğunlaştığı sektörler sırasıyla enerji, yiyecek-içecek ve turizm sektörleri olmuştur. Enerji sektöründe 66 işlem ile 16,7 Milyar ABD doları tutarında bir işlem hacmi oluşmuştur. Bu sektörde özellikle enerji üretim ve dağıtım tesislerinin özelleştirme ihaleleri dikkat çekicidir.

Aşağıdaki Tablo 11’de 2010 yılında gerçekleşen en büyük 10 işlem, işlemin tarafları, sektör, gerçekleşen işlemlerde satın alınan hisse oranı ve işlemlerin parasal değerleri ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.



**Tablo 11. 2010 Yılında Türkiye’de Gerçekleşen En Büyük 10 İşlem**

Satın Alan Şirket	Ülke	Hedef Şirket	Sektör	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon ABD\$)
1. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	İspanya	Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	24,89%	5,838
2. İş-Kaya-MMEKA Ortak Girişim Grubu	Türkiye	Boğaziçi EDAŞ*	Enerji	100,00%	2,990
3. Yıldızlar SSS	Türkiye	Toroslar EDAŞ	Enerji	100,00%	2,075
4. İş-Kaya-MMEKA Ortak Girişim Grubu	Türkiye	Gediz EDAŞ*	Enerji	100,00%	1,920
5. MMEKA	Türkiye	İstanbul Anadolu Yakası EDAŞ	Enerji	100,00%	1,813
6. OVM	Avusturya	Petrol Ofisi	Enerji	54,14%	1,392
7. MMEKA	Türkiye	Başkent Doğalgaz Dağıtım	Enerji	80,00%	1,211
8. Park Holding	Türkiye	Akdeniz EDAŞ	Enerji	100,00%	1,165
9. Limak İnşaat	Türkiye	Uludağ EDAŞ	Enerji	100,00%	940
10. Aksa Elektrik	Türkiye	Trakya EDAŞ*	Enerji	100,00%	622

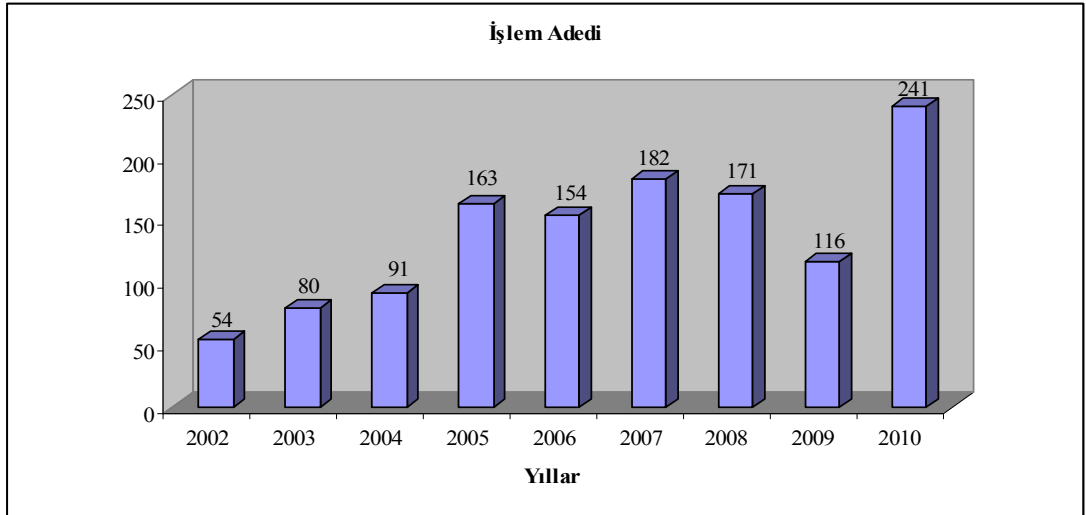
Kaynak: E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s.7

\* Rekabet Kurulu, İş-Kaya-MMEKA ve/veya Aksa Elektrik tarafından Boğaziçi, Gediz ve Trakya Elektrik Dağıtım şirketlerinin üçünün birden devralınması halinde, Kazancı Holding bakımından hakim durum yaratılması sebebiyle söz konusu işlemlere izin verilmeyeceğine, ancak söz konusu üç şirketten ikisinin devralınması halinde bir sakınca olmayacağına karar vermiştir.

### 2.1.10. 2002-2010 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların Genel Bir Özeti

2000’li yıllardan itibaren ülkemizde görülen siyasi istikrar, başarı ile uygulanan özelleştirme politikaları, makro ekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, demokratikleşme yolunda atılan adımlar, Avrupa Birliği ile olan müzakere süreçlerinin devam etmesi, uluslar arası likiditenin bolluğu gibi etmenler yerli ve yabancı işletmeleri birleşme ve satın alma şeklinde işbirliğine gitmeye yöneltmiştir. 2001 ekonomik krizi sonrası Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devredilen bankaların satışı, Tüpraş, Telekom, Erdemir, Poaş gibi önemli kamu kuruluşlarının özelleştirme yolu ile satışı, Denizbank, Finansbank, Akbank, Oyakbank gibi finans kuruluşlarının çoğunluk veya azınlık hisse senetlerinin satışı, deniz ve hava limanlarını işletmeciliğinin özel sektöre devri gibi çok önemli gelişmeler bu döneme damgasını vurmuştur. Söz konusu dönemde birleşme ve satın alma işlemlerinin yoğunlaştığı alanlar finansal hizmetler, gıda, enerji, turizm, çimento, telekomünikasyon, madencilik, perakendecilik ve tekstil sektörleri olmuştur. Bu bağlamda aşağıdaki Grafik 37’de 2002-2010 yıllarını kapsayan birleşme ve satın alma işlemlerinin sayısı görülebilir.

**Grafik 37. 2002-2010 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Sayıları**



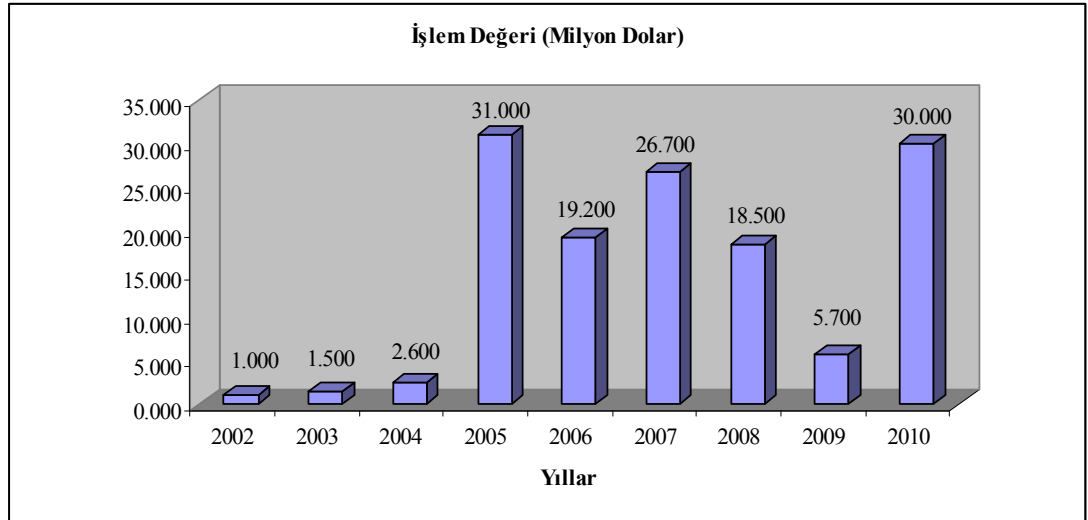
Kaynak: Değişik yıllardaki E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporlarından derlenen verilerle tarafımızca Excel ortamında çizilmiştir.

2002 milletvekilliği genel seçimleri sonrası tek parti iktidarı ile birlikte ülke içi ekonomik ve siyasal belirsizliğin azalması, küresel likidite bolluğu ve benzeri etmenler dikkate alındığında birleşme ve satın alma işlemlerinin sayısındaki artışın anlamlı olduğu söylenebilir. Ancak 2008'in son dönemlerinde ABD'de başlayan ve dünyayı etkileyen küresel finansal krizin etkisiyle 2008'de azalmaya başlayan işlem sayısı 2009'da belirgin bir şekilde düşerken 2010 yılında ise toparlanma görülmüştür.

2000'li yıllarda birleşme ve satın alma işlem sayılarında görülen trend benzer şekilde işlem değerinde de ortaya çıkmıştır. 2005 yılında 31 Milyar ABD doları ile tarihi zirveye ulaşan birleşme ve satın almalar sonraki yıllarda özellikle de 2008 ve 2009 yıllarında ciddi boyutta daralırken 2010 yılında ise büyük bir artış göstermiştir.

Aşağıdaki Grafik 38'de 2002-2010 yılları arasında Türkiye'de gerçekleşen birleşme ve satın almaların işlem değerleri görülmektedir.

**Grafik 38. 2002-2010 Yılları Arasında Türkiye'de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Değerleri**



Kaynak: Değişik yıllardaki E&Y Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporlarından derlenen verilerle tarafımızca Excel ortamında çizilmiştir.

### 3. DİĞER ÜLKELERDEKİ BİRLEŞME VE SATIN ALMALARA YÖNELİK HUKUKSAL DÜZENLEMELER<sup>7</sup>

ABD’de işletme birleşme ve satın almalarına yönelik hukuki düzenlemeler menkul kıymet kanunlarında, antitröst yasalarında ve eyalet kanunlarında düzenlenmektedir. Amerika’da antitröst yasalara yön veren temel yasa, 1890 yılındaki Sherman Yasasıdır. Bu yasa iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde monopol meydana getirme niyeti ile ya da piyasanın çoğunluğunu denetimi altına almak için yapılan birleşmeler yasaklanmıştır. Staples ile Office Depot arasındaki birleşmenin Adalet Bakanlığı tarafından yasaklanması bu temelde olmuştur. İkinci bölüm ise piyasada dominant olmaya başlayan işletmelere karşı çıkarılmıştır. Bu dönemde alınan mahkeme kararlarında monopol olmak değil, monopolcü gücün kötüye kullanılması suç sayılmıştır. Bu dönemde özellikle kartellerin yasaklanması firmaların birleşmesi konusunu gündeme getirerek birleşmelerin artması sonucunu doğurmuştur. Böylece bu yasa ile yeni bir yüzyıla girerken Amerika’da ilk büyük birleşme dalgası ortaya çıkmıştır. Bu dalga Amerikan endüstrilerinde ardı ardına monopollerin ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur.

Yüksek yoğunlaşma oranlarını doğuran birleşmeleri durdurmak ve Sherman Yasası’nın netlik kazanmamış kısımlarını belirlemek amacıyla parlamento 1914’te Clayton yasasını çıkarmıştır. Clayton Yasası’yla birlikte ticareti kısıtlayıcı ve rekabeti azaltıcı uygulamaları neler olduğu açıklığa kavuşturulmuştur. Clayton yasasının 7. maddesi ile rekabeti kısıtlayıcı veya monopol kurucu nitelikteki birleşmeler yasaklanmaktadır. Buna göre bir işletme diğer bir işletmenin hisse senetlerini satın aldığı anda eğer rekabet durumu bundan olumsuz etkileniyorsa bu işlem yasadışıdır. Ancak Clayton yasasının 7. bölümünde varlıkların satın alınmalarına stoktan ayrı olarak izin verilmekte bu ise düzenlemenin birleşmelerin kontrolü üzerindeki etkisini zayıflatmaktadır. İkinci büyük birleşme dalgası olduğunda ise antitröst otoriteler sadece zayıf monopollere neden olacak birleşmeleri önleyebilmişlerdir. Sonuçta ikinci birleşme dalgası oligopolistik bir piyasa yapısı yaratmıştır. Sherman Yasasının bir zayıflığı devletin antitröst ihlallerini gözetme ve

---

<sup>7</sup> Bu bölümün yazımında (Gaughan, 2007), (Weston ve Weaver, 2001), (Megginson ve Smart, 2006), (Kamerbeek, 2009), (Bergman ve diğerleri, 2005), (Sarıca, 2008), (Arslan, 2007), (Ülkü, 2002) kaynaklarından yararlanılmıştır.

incelemede etkin bir yürütme organını düzenlememiş olmasıydı. Bu bağlamda, 1914 yılında Federal Ticaret Komisyonu Yasası ile Federal Ticaret Komisyonu kurulmuştur. Komisyona, Clayton Yasası'nın hükümlerinin uygulanmasını takip etme ve gerektiğinde dava açma yetkisi verilmiştir.

Amerika'da 1929 yılından sonra birleşme faaliyeti artmaya başlamıştır. Bu dönemde yeni bir birleşme dalgasının ortaya çıkacağını fark eden parlamento, 1950'de Clayton yasasında Celler-Kefauver değişikliği ile yeniden düzenlemeye gidilmiştir. Getirilen düzenleme ile rekabeti azaltabilecek olan stok ve varlık alımları yasaklanmış ve aynı zamanda Clayton Yasası, rekabeti azaltıcı etkileri görülen yatay ve kümeli birleşmeler yasaklanmıştır. Getirilen bu değişiklik yatay ve dikey birleşmeler üzerinde anti-birleşme kontrolünün çok etkili olması sonucunu doğurmuştur. Önceki antitröst yasaları aynı ürün üreten işletmelerin birleşmesi olan yatay birleşmeleri amaçlamaktaydı. Çıkarılan yasalara uygun olmayan birleşme ve satın almalara izin verilmemiştir. Örneğin, 1970 yılında Amerika'nın üçüncü büyük televizyon şirketi ABC ile büyük bir haberleşme şirketi olan ATT birleşerek ülkenin en büyük şirketi haline gelecek iken, bu birleşme Yüksek Mahkeme'ce iptal edilmiştir.

Şirket birleşme ve devirlerine yönelik olarak en önemli düzenlemeleri getiren kanun ise 1968 Williams Yasası (Williams Act)' dir. 1970 ve 1980'lerdeki birleşme faaliyetleri üzerinde belirgin bir etkisi olmuştur. 1960'lardan önceki devralmaların tümü dostça birleşmeler olmuştur. Ancak 1960'larda kümeleme ya da diğer bir deyişle Karma Birleşmelerin (Conglomerate Mergers) artmasıyla birlikte, düşmanca devralmalar da gündeme gelmiştir. Williams Yasasının amacı, 1) Çağrı Yoluyla Hisse Senedi toplamasını düzenlemek, 2) Satın almalar için uyulması gereken şartları açıklamak ve prosedürü sağlamak, 3) Hissedarların, çağrı yoluyla hisse senedi toplanmasına ilişkin kararların alınmasında bilgilendirilmesini sağlamak ve 4) Menkul kıymetler piyasalarına güveni artırmak. Williams Yasası'nın en önemli özelliği, Çağrı Yoluyla Hisse Senedi toplanması (Tender Offer) hususunu düzenlemiş olmasıdır. Bu sayede, hedef şirketin hissedarları birleşme ve devir koşullarının daha avantajsız olduğu düşüncesiyle sahip oldukları hisseleri bir an önce elden çıkarmak yerine, payları karşılığı en uygun fiyatı elde edebilme imkanına sahip olmuşlardır.

1976 yılında yürürlüğe giren Hart-Scott-Rodino Yasası ise, rekabeti engelleyici nitelikte olabilecek sözleşmelerin yapılmasını engellemek amacıyla FTC ve Adalet Bakanlığı'na önceden inceleme yetkisini vermiştir. Böylece söz konusu inceleme sona ermeden devir ve birleşmelerin tamamlanması mümkün olamamaktadır.

ABD'de birleşme ve satın almayı düzenlemeye yönelik olarak getirilen bazı kurallar ise şöyle özetlenebilir. Özellikle 1968 Birleşme Kurallarında, piyasa payı ve yoğunlaşma oranlarına bakılarak birleşme işlemlerinin değerlendirildiği görülmekte iken 1982 Birleşme Kurallarında ise geleneksel yoğunlaşma oranı ölçüsü yerine Herfindahl-Hirschman İndeksi (HHI) ve bu indeksteki değişimler esas alınmaya başlamıştır. İndeks, endüstrideki tüm firmaların piyasa paylarını temel alan bir yoğunlaşma ölçüsüdür. Bu indeks, endüstri içindeki her bir firmanın piyasa payının kareleri toplamı ile hesaplanır. Yani;

$$HHI = \sum_i^n s_i^2$$

$s_i$  ; i firmasının piyasa payını gösterir.

Örneğin; Bir endüstride 8 firmanın yer aldığını ve her birinin piyasa payının da %12,5 olduğunu ele aldığımızda HH indeksi;

$$HHI = \sum_{i=1}^8 s_i^2 = 8(12.5)^2 = 1.250 \text{ olarak bulunur.}$$

Bir piyasa ya da endüstri içindeki yoğunlaşma düzeyini belirlemeye yönelik olarak kullanılan HHI;

HHI>1.800	Yüksek yoğunlaşma
HHI=1.000-1.800	İlımlı yoğunlaşma
HHI<1.000	Yoğunlaşma olmadığından söz edilir.

1992 ve 1997 yıllarında da birleşme kuralları belirlenmiştir. 1997 yılındaki düzenleme 1992 yılındaki kuralların revize edilmiş şeklidir ve halen bugün yürürlükte olmaktadır. Bu kurallar veya ana esaslar, yatay birleşmelerle ilgili antitröst yasalarının uygulanmaya konulması ile birlikte konu ile ilgili belirsizliğin azaldığı

anlamına gelir. Bu kurallarla yoğunlaşma açıklamalarının ya da etkinlik savunması düşüncelerinin değiştirilmediği ancak ek olarak piyasa yapısı ve tanımı kavramlarına da yer verildiği ifade edilmektedir. Kısaca bu kurallar, piyasa yoğunlaşmasını değerlendirme sürecini, potansiyel anti rekabetçi etkileri, girişleri ve etkinlik kavramlarını içermektedir.

Avrupa Birliği'nin kurucu anlaşması olan Roma Anlaşması'nda birleşme ve devralmaların denetimine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durum, konuyla ilgili olarak 81. ve 82. maddelere atıfta bulunulmasını gerektirmektedir. Ancak, rekabeti bozucu veya kısıtlayıcı (hakim durum yaratarak veya mevcut hakim durumu güçlendirerek) nitelikteki şirket birleşmeleri topluluk hukukunda yasaklanmıştır. Bu hükümlerle ortak pazarda rekabetin bozulmadan işletilmesini sağlayacak bir düzenin kurulması öngörülmektedir. Antlaşmanın 81. maddesi üye ülkeler arasında serbest rekabeti önlemek, sınırlamak veya bozmak amacı ile yapılacak olan anlaşmaları, firma ortaklarınınca alınmış kararları ve uyumlu davranışları yasaklamaktadır. Antlaşmanın 82. maddesi ise piyasada hakim durumda olan teşebbüslerin piyasadaki hakim durumlarını kötüye kullanmalarını yasaklamaktadır. Ancak 82. madde Amerikan sisteminin tersine, hakim duruma ulaşmayı değil, onun kötüye kullanılmasını yasaklamaktadır. AB'nin ilk yıllarında iyi işleyen rekabeti devam ettirmesi şartıyla, verimliliğin artırılmasına yarayan firmalar arası birleşmelerin arzulanan bir sonuç olduğu vurgulanmaktadır. Özellikle ortak pazarda geniş oligopolün hedeflenmesi çerçevesinde birleşmeler desteklenmiştir. AB'de birleşmeler engellenmekten çok cesaretlendirilmiştir. Bunun arkasında yatan en temel ve belki de uluslararası rekabet açısından en önemli neden, Amerikan yasalarının zayıf ve yetersiz olduğu dönemde ortaya çıkan büyük Amerikan firmalarının varlığıdır.

ABD'nin tersine AB'nde birleşme kontrolü konusu uzun süre tartışılmıştır. Üye ülkeler ulusal endüstri yapılarındaki değişimler üzerindeki yetkilerini Avrupa Birliği Komisyonuna devretmeye istekli değillerdi. Üye devletler ekonomik özgürlüklerini korumak istiyorlardı ve birleşmelere sanayi politikalarının önemli bir aracı olarak bakıyorlardı. Bununla birlikte, 1989'da ilk Birleşme Tüzüğü kabul edildi. Bu hukuki düzenleme 1990 Eylülü'nde yürürlüğe girdi. Komisyon bu mevzuatı icra etmede yetkili kılınmıştır. Bu birleşme tüzüğü'nün 2(2) ve 2(3).

maddelerinde etkin rekabeti önemli ölçüde engellemenin bir sonucu olarak hakim durum yaratan ya da güçlendiren bir yoğunlaşma yasaklanacaktır. Bir diğer ifade ile tüzükle bir hakim durum yaratan veya güçlendiren yoğunlaşmaların ortak Pazar ile uyumlu olmayacağı belirtilmektedir. Tüzük doğrudan hakim durumun yaratılması ya da güçlendirilmesi ile ilgilenmektedir. Ayrıca Birliğin birleşme tüzüğünde Amerikan birleşme kuralındaki Herfindahl-Hirshman İndeksi (HHI) gibi bir metodoloji yerine, birleşik piyasa payı oranı dikkate alınmaktadır. Tüzükte birleşmelerin değerlendirilmesi çerçevesinde “Hakim Durum Testi”nin ele alındığı görülmektedir. Tüzükte tüketicilerin çıkarına olacak ve rekabete bir engel teşkil etmemek kaydıyla teknik ve ekonomik ilerlemenin geliştirilmesine katkıda bulunacak birleşmelere olumlu yaklaşılırken, birleşmelerin değerlendirilmesinde teknik ve ekonomik gelişmenin ne şekilde ele alınacağı konusunda belirsizlik vardır.

2002’de Komisyon mahkemede 3 birleşme davasını (Airtours/First Choice, Schneider/Legrand, and TetraLaval/Sidel) kaybetmişti. Bu 3 davanın tamamında alt mahkeme Komisyonun ekonomik analizini şiddetle eleştirmişti. Bu eleştiriye cevap olarak yeni Birleşme Tüzüğü ile birlikte yeni yatay birleşme yönetmeliği yürürlüğe sokuldu ve Avrupa Birliği Rekabet Direktörlüğüne bir baş ekonomist atandı. Bu çerçevede, AB’de 1 Mayıs 2004 yılında 139/2004 sayılı “Yeni EC Birleşme Tüzüğü” yürürlüğe girmiştir. 139/2004 sayılı Tüzük, birinci tüzükteki hakim durum testine bağlı olarak ortaya çıkan boşluğun ortadan kaldırılması ve etkinliklerin dikkate alınmasını ortaya koymaktadır. Bu tüzük ile Etkin Rekabetin Önemli Ölçüde Engellenmesi (SIEC) kavramına dayalı yeni bir test gündeme gelmiştir. Diğer bir ifade ile, yeni tüzük “Hakim Durumun Yaratılması veya Mevcut Hakim Durumun Güçlendirilmesi Suretiyle Ortak Pazarda veya Önemli Bir Bölümünde Etkin Rekabetin Önemli Ölçüde Engellenmesi Testi”ni ele almaktadır. Sonuçta Tüzükte, AB ve onun önemli bir bölümünde hakim durum yaratarak ya da mevcut hakim durumu güçlendirerek etkin rekabeti önemli ölçüde engelleyen birleşmeler ortak pazarla bağdaşmaz kabul edilmektedir. Ancak etkin rekabeti engellemeyen birleşmelerin ise ortak pazarla bağdaşacağı ifade edilmektedir.



#### 4. DÜNYA'DA BİRLEŞME VE SATIN ALMA DALGALARI

Birleşmeler, satın almalar, devralmalar ve çoğunluk hisse senetlerini satın almalar yirminci yüzyılın sonlarında birçok endüstride yaygınlaşmış ve işletme birleşmeleri tarihinin en büyük dalgasına yol açmıştır. Bu trend özellikle finans (Citigroup ve Travelers), petrol (Exxon ve Mobil Oil), medya (Disney ve ABC, Viacom ve CBS) ve otomobil (Daimler ve Chrysler) sektörlerinde ortaya çıkmıştır. Özellikle sermaye yoğun sektörlerde, oligopolleşmeye yönelik ısrarlı eğilim, - ki kaynağını ondokuzuncu yüzyılda ve geleneksel ve modern oligopol teorilerinin ayrıntılarında bulabilir ve görebiliriz-, rekabeti azaltma, aşırı kar, gizli fiyat anlaşmaları, yavaş teknolojik değişim, daha kısıtlı müşteri tercihleri ve piyasaların etkisizleşmesine yol açmıştır (Warf, 2003: 321).

Ayrıca özellikle belirtmek gerekir ki 1997-2007 yılları arasında, bir başka ifade ile beşinci ve altıncı birleşme dalgalarının bazı yıllarına denk gelen dönemler içinde toplamda trilyon dolarlara ulaşan büyük birleşme ve satın alma işlemleri gerçekleşmiştir. Bu önemli ayrıntıyı ortaya çıkaran sebepleri şöyle özetleyebiliriz. Özellikle bilgisayar ve telekomünikasyon alanlarındaki teknolojik gelişme işletmeleri etkilemiş ve internet endüstrisi gibi yeni endüstrilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu teknolojik gelişmelerin üretim maliyetlerinin azalmasına, etkinliğin artmasına ve dağıtım ağlarına yansımaları gözlenmiştir. Teknolojik gelişmeler ölçek ekonomileri gerçekleştirme ve maliyetleri azaltmada büyük olanaklar sağlamıştır. Bu faktörler büyük işletmelere teknolojinin ortaya çıkardığı bu yararlarından faydalanma imkânı sunarken küçük işletmelerde potansiyel hedef olmaya başlamışlardır. Telekomünikasyon ve ulaşımdaki teknolojik gelişmeler sonucunda dünya ortak pazar olmuş, farklı sektörlerde rekabet daha da artmış, ürünlerin, menkul kıymetlerin ve hizmetlerin hareketliliği ile birlikte dünya “Büyük bir köy” olarak adlandırılmıştır. Ucuz olan iletişim şekilleri sayesinde küresel erişim daha pratikleşmiş ayrıca serbestleşme eğilimleri yeni piyasaların rakiplere açılmasını sağlamıştır. Bu açıdan özellikle küreselleşme sınır ötesi birleşme ve satın almaların gelişimine katkıda bulunmuştur. Ayrıca rekabetin artmasıyla ABD ve Avrupa'daki finansal hizmetler, hava yolları ve telekomünikasyon gibi ana sektörlerde yoğun bir serbestleşme görülmüştür. Halbuki ABD'de bankaların coğrafi olarak büyümelerinin önündeki engeller 1980'ler ve 1990'ların öncesine kadar devam etmekteydi. Bu gibi

kısıtlamalar daha sonraki yıllarda çıkarılan kanunlarla giderilmiştir. Bunlarla birlikte uygun ekonomik ve piyasa koşullarında işletme yöneticilerinin iç büyümeye karşı devralma yoluyla büyümeyi tercih etmelerini güdülemiştir (Ismail, 2007: 55-56).

#### 4.1. BİRLEŞME VE SATIN ALMA DALGALARI

Şirket birleşme ve satın almalarının tarihsel gelişimini incelemek, devir almalarla ekonomik ve teknolojik gelişmeler arasında nasıl bir ilişki olduğunu belirlemeye ve devir alma yöntemleri ile ekonomik ve teknik gelişmeler arasında nasıl bir bağın olduğunu anlamaya hizmet edecektir. Şirket devir almaları ABD’de 19. yüzyılın son on yılında belirginleşmiş ve günümüze kadar devam edegelmiştir (Sarıkamış, 2003: 81).

Birleşme ve satın almalar, 19 yüzyılın sonlarında ortaya çıkan ve birçok işletme için baskın bir büyüme stratejisi haline gelen önemli bir sosyo-ekonomik olgudur. Bugün genel olarak kabul edildiği üzere birleşme ve satın alma faaliyetleri ekonomik, teknolojik ve düzenleyici şokların birleşiminin bir sonucu olarak dalgalar halinde başlar (Bodolica ve Spraggon, 2009: 111).

Konu ile ilgili literatürde ABD’deki birleşme dalgaları tarihsel olarak beş dalga dönemi olarak incelenmekle birlikte literatürdeki en son bilimsel araştırmalarda siyasal, ekonomik, teknolojik sebeplerle ortaya çıkan yeni bir dalgadan, altıncı dalgadan, söz edilmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada birleşme dalgalarını altı dönem itibariyle ele alacağız.

##### 4.1.1. Birinci Dalga (1897-1904)

Sanayi süreçlerindeki yenilik, ekonomik büyüme ve teknolojiye radikal değişikliklerin olduğu bu periyod aynı zamanda Büyük Birleşme Dalgası olarak da adlandırılır. Bu birleşme dalgası sanayi üretiminde yatay birleşmelerin olduğu dönem olarak tanımlanır. Ayrıca bu dönemde ortaya çıkan birleşmeler monopol şeklindeki birleşmeler olarak ifade edilir (Martynova ve Renneboog, 2008: 2149).

Birinci dalga 1883\* krizinden sonra çıkmıştır. Birinci birleşme dalgası boyunca gerçekleştirilen birleşme faaliyetlerinin üçte ikisi petrol ürünleri, madencilik, metal, gıda ürünleri ve ulaştırma gibi endüstrilerde yoğunlaşmıştır. Bu dönemde çok sayıda yatay birleşme meydana gelmiş ve bu konudaki yoğunlaşma işletmeleri etkilemiştir. Örneğin, bu dönem boyunca J.P Morgan, U.S Steel ile 700'den fazla küçük ölçekli çelik işletmesi ile birleşmiş ve bunun sonucunda söz konusu mega-çelik işletmesi Amerikan çelik üretiminin %70-%80'ini denetimi altına almıştır. Birinci birleşme dalgası boyunca meydana çıkan monopoller tepkilerinde ortaya çıkmasına neden olmuştur<sup>8</sup>. Döneme damgasını vuran şirket devir alma girişimlerini harekete geçiren birinci neden ekonomide oluşan gelişme ve ekonomik altyapıda gözlenen değişme, ikinci neden de üretim teknolojisindeki gelişmelerdir. Bir üçüncü neden olarak monopol oluşumuna engel olucu yasaların yeterli yaptırımlarla donatılmamış oldukları gösterilebilir. Bu dönemde gerçekleştirilen birleşmelerin %78,3 'ünü yatay birleşmeler, %12'sini dikey birleşmeler ve %9,7'sini hem yatay hem dikey birleşmeler oluşturmaktadır (Sarıkamış, 2003: 82-83). Ayrıca bu dönemde uygulanan Sherman Antitröst yasası tekelleşmeleri önlemede yetersiz kalmaktaydı. DuPont Inc., Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak ve American Tobacco Inc. gibi sanayi devleri bu dönemde kurulmuştur (Van Schaik, 2008: 154).

---

\* 1883-1886 Ekonomik Krizi: İç Savaş (1861-1865) sonrası Amerikan ekonomisinde çok hızlı bir büyüme görülmüştür. Modern Amerikan endüstrisinin temellerinin atıldığı bu dönemde verimliliği temel alan yeni üretim yöntemleri uygulanmaya başlamış ve yeni zengin bir sınıf ortaya çıkmıştır. Bugün bile ismini duyduğumuz Rockefeller, Carnegie, Morgan gibi ailelerin zenginleşmeleri bu dönemde çok daha fazla olmuştur. 1883-1886 ekonomik krizi, iç savaş sonrası gözlenen ekonomik büyümenin ortaya çıkardığı zenginleşmenin birkaç zengin Amerikan vatandaşında toplanmasının bir sonucudur. Ayrıca işletmeler yüksek verimlilik uygulamalarının sonucunda aşırı üretimle karşılaşmışlar ve bu durum çok sayıda küçük ve orta ölçekli işletmenin iflasına ya da büyük işletmelerin kontrolü altına girmelerine neden olmuştur. Örneğin 1882-1885 dönemi arasında ABD'de iflas eden işletme sayısı 37.500'ler civarındadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak işsizlik hızla artmıştır. Örneğin kriz döneminde 1,5 Milyon kişi işini kaybetmiştir. Bu yıllarda Amerika'nın göçmen nüfusu ve sanayileşme ile beraber kırsaldan kentlere yönelik iç göç artmış ve işgücü arzında artış görülmüştür. Bundan dolayı bu yıllar ABD'de anarşinin yoğun bir şekilde yaşandığı yıllar olmuştur. Bu dönemde Avrupa'daki işçi sınıfının haklarına yönelik olumlu gelişmeler yaşanırken ABD'de işçiler hala düşük ücret almakta, ağır şartlarda çalıştırılmakta –haftada altı gün, günde dokuz, on saat gibi- ve sosyal haklardan yoksun bulunmaktadır. Bunların sonucunda politik bilinci yüksek olan işçiler ağır iş koşullarını protesto etmek amacıyla 1 Mayıs 1886 yılında Chicago'da yarım milyon işçinin katıldığı gösteriler düzenlenmiş, ülke çapında genel grevler uygulanmıştır. Chicago'daki gösteriler birkaç gün sürmüş ve kanlı bitmiştir. Bu gösteriler 1 Mayıs'ı izleyen günlerde tüm harareti ile devam etti ve 4 Mayıs'ta kanlı Haymarket Olayı'na yol açtı. Bu olayların anısına sonraki yıllarda 1 Mayıs dünya'da işçi bayramı olarak kutlanılmaya başlamıştır (Lyles ve Lyles, 2003: 140).

<sup>8</sup> <http://www.beechmontcrest.com> 12.04.2010

Dönem, 1904 yılında ekonominin durgunluğa girmesi (Sarıkamış, 2003: 83) ve 1903-1905 yıllarında hisse senetleri piyasasındaki çökmeyle (Martynova ve Renneboog, 2008: 2149) sona ermiştir.

#### **4.1.2. İkinci Dalga (1916-1929)**

1903-1915 yılları arası ekonomik istikrarsızlık dönemi olarak nitelendirilir ve bu dönemde özel yatırımlarda durgunluk ve daha önce görülmemiş şekilde federal hükümetin anti tröst faaliyetleri öne çıkmıştır. Bu kara bulutlar, silah sanayine dayalı ihracat patlaması ve işletmelerin maddi durumlarındaki iyileşmeyle birlikte 1915'den sonra dağılmaya başladı (Du Boff ve Herman, 1989: 113). Bu bağlamda, Sherman Antitröst yasasının monopollerini önlemede etkisiz kalmasının bir sonucu olarak Clayton Antitröst yasası 1914 yılında Amerikan kongresinden geçmiştir (Gaughan, 2007: 36).

I. Dünya savaşı yıllarında savaş sanayinin öne çıkması ve devletin şirketleri birbirleri ile rekabet etme yerine işbirliği yapmaya doğru yönlendirmesi savaştan sonra da bir müddet firma yöneticilerinin bu alışkanlıklarını devam ettirmelerini sağlamıştır. Ancak savaştan sonra ekonominin kalkınma sürecine girmesi ve yatırımcıların artan tasarrufları şirketlere yatırımlar yapmak için potansiyel kaynakları hazırlaması 1916'dan itibaren şirket devir almalarına hız verdi (Sarıkamış, 2003: 83).

İkinci birleşme dalgasındaki birleşmeler monopollerden daha çok oligopollerin olduğu birleşmeler olarak nitelendirilir. Ayrıca bu dönemde yatay birleşmelerden daha çok dikey birleşmeler gerçekleşmiştir (<http://www.beechmontcrest.com> 12.04.2010).

1920'lerdeki birleşmelerin çoğu, birinci dalga sırasında ortaya çıkan monopollerin dışında kalmış küçük işletmeler arasında gerçekleşmiştir. Bu işletmelerin birleşmelerindeki amaç, ölçek ekonomilerini başarma ve endüstrilerindeki önemli firmalarla güçlü bir şekilde rekabet edebilmek olmuştur (Martynova ve Renneboog, 2008: 2149).

Bu dönemdeki birleşmeler genelde ana metal sanayi, petrol ürünleri, gıda ürünleri, kimya ve nakliye ekipmanı endüstrilerinde görülmüştür. İkinci birleşme

dalgası 29 Ekim 1929'de hisse senedi piyasalarındaki çöküşle sona ermiştir. “Kara Perşembe” olarak da anılan bu çöküş “Büyük Buhran” ın aslında nedeni olmasa da iş ve yatırım ortamındaki güvenin çarpıcı bir biçimde düşüşüne katkıda bulunmuş, işletme ve tüketicilerin harcamalarını daha da azaltmış ve böylece buhran derinleşmiştir (Gaughan, 2007: 38-39).

#### **4.1.3. Üçüncü Dalga (1965-1969)**

Birinci ve ikinci şirket devir almaları dönemlerinde, tekelleşmeyi önleyici hukuksal düzenlemelerin yetersiz kalmalarının sonucunda şirketler yatay ve dikey birleşmelerle pazarda önceleri tek el, sonraları oligopol oluşturmaya yönelmişlerdir. 60'lı yılların başlarında siyasi ve idari otoriteler tek el oluşturacak birleşmeleri önleyici çok sıkı önlemler almışlardır. Bu önlemlerin başında tekele yol açabilecek şirket büyümelerini önlemek gelmektedir. Bu önlemlerin sonucu olarak şirket devir almaları mamul yelpazesini ve pazarı büyütmeyi amaçlayan kümeli devir almalara dönüşmüştür (Sarıkamış, 2003: 85). Bu dalganın temel özelliği çeşitlendirme amaçlı çok sayıdaki devralmanın büyük kümeli işletmelerin (holding) gelişimine neden olmasıdır. Kümeli işletmelerin oluşumuyla işletmeler ana faaliyet konuları ile ilişkili olmayan yeni ürün piyasalarındaki fırsatlardan yarar elde etmeyi planlamışlardır. Bu durum işletmelerin değerlerini artırmalarına, gelirlerindeki değişkenliğin azaltılmasına ve finansman ihtiyaçlarını gidermede yabancı sermaye piyasalarından yararlanmalarına olanak tanıdı (Martynova ve Renneboog, 2008: 2150).

1963-1972 yılları arasındaki birleşme ve satın almaların %20'si yatay ve dikey birleşmeler olurken, geriye kalanların tamamını kümeli birleşmeler oluşturmaktaydı. Birleşme ve satın almalarındaki bu değişikliğin nedenlerinden birisi yatay ve dikey birleşmeler üzerindeki sıkı kontrol uygulamalarına yönelik olarak 1950 yılında çıkarılan Celler-Kefauve yasası olmuştur (Du Boff ve Herman, 1989: 118).

#### 4.1.4. Dördüncü Dalga (1984-1989)

Dördüncü dalganın temel nedeni, 1960'lı yıllarda ortaya çıkan kümeli birleşmelerin verimsiz olmaya başlaması ile 1980'li yıllarda bu işletmelerin zorunlu olarak holding bünyesindeki firmalarını yeniden yapılandırmaya gitmeleri olmuştur (Martynova ve Renneboog, 2008: 2152).

Dördüncü dalganın temel özelliği çok büyük işletmeler arasında gerçekleştirilen mega-birleşmelerdir. Diğer bir özellikte düşmanca birleşme ve satın almaların çok sayıda yapılmış olmasıdır. Yeni finansal araçlar ve piyasalar birleşme ve satın almaların finansmanını kolaylaştırmıştır. Nakit, borç ve yeni borca dayalı menkul kıymetler küçük işletmelerin nispeten daha büyük hedef işletmeleri kaldıraçlı satın almalar -Leveraged Buyouts- yoluyla edinmelerinde önemli ödeme araçları olmuşken (Van Schaik, 2008: 154), elektronik sanayindeki teknolojik ilerlemelerle bu dalga başlamıştır (Martynova ve Renneboog, 2008: 2150). 1980 yılından itibaren firmalar artan rekabet, hızlı teknolojik gelişmeleri, Ar-Ge faaliyetlerinin yüksek maliyeti gibi nedenlerle birleşme stratejisine olumlu bakmaya başlamışlardır. 1980'li yıllarda Reagan dönemi ile birlikte "Reagonomics" adı verilen bir yapı Amerikan ekonomisine hakim olmuştur. Reagan yönetimi en başta büyük firmaların ekonomi ve toplum için bir olumsuzluk olmadığı yaklaşımı ile işe başlamış ve firma birleşmelerine karşı olumlu bir tavır sergilemiştir. Bu yaklaşım sonucunda ABD'de birleşen firma sayısında patlama yaşanmıştır (Sarica, 2008: 54).

Bu döneme ait özellikleri şöyle özetleyebiliriz. Bu dönemde yatırım bankaları devir almalara aracılıkta etkin rol oynamaya başlamışlardır. Yine aynı dönemde devir alma stratejilerinde gelişme ve yenilikler yapılmıştır. Göze çarpan yenilik devir almaların borçlanma yolu ile yapılması (Kaldıraçlı Satın Alma-Leveraged Buyout) ve şirket yöneticilerinin borçlanarak yönettikleri şirketin kontrol edici sayıda pay senedini satın alma (Yönetimce Satın Alma- Management Buyout) faaliyetlerinde bulunmalarıdır. Dördüncü devir alma döneminde devir almaların ülke sınırlarını aştığı da gözlenmektedir (Sarıkamış, 2003: 92-93).

Dördüncü dalga dönemi o döneme kadar görülmemiş biçimde çok büyük işlem değerlerinin gerçekleştiği bir dönem olmuştur. Örneğin; 1970-1983 yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalama değeri 32.8 Milyon ABD Doları iken,

dördüncü birleşme dalgasının gerçekleştiği zaman aralığı olan 1984-1989 yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalama değeri 184.4 Milyon ABD Doları olmuştur.

#### **4.1.5. Beşinci Dalga (1991-2001)**

Ekonomik alandaki küreselleşmenin artması, teknolojik yenilik, liberalleşme eğilimleri ile özelleştirme ve bunların yanında ekonomik ve finansal piyasalardaki canlanma ile bu dalga 1990'lı yılların başlarında ortaya çıkmaya başladı. Beşinci birleşme ve satın alma dalgasının ilk göze çarpan özelliği dönemin uluslar arası niteliğidir. Önemli bir biçimde Avrupa birleşme ve satın alma piyasası 1990'lı yıllarda Amerikan piyasası gibi büyümüş ve aynı zamanda Asya piyasasında da gelişmeler görülmüştür. İkinci olarak birleşme ve satın almaların azımsanmayacak oranı sınır ötesi birleşme ve satın almalarından oluşmuştur. Yerel yönlü işletmeler küresel piyasaların oluşturduğu zorlu uluslar arası rekabette hayatta kalabilme adına yurt dışındaki birleşme ve satın almalara başvurular (Martynova ve Renneboog, 2008: 2152). 1990'lı yıllar hacim, sektörel kapsam ve içerdiği ülke sayısı açısından daha önce benzeri görülmemiş yeni bir birleşme ve satın alma dalgası yaşamış ve aynı zamanda önceki birleşme dalgaları ile karşılaştırıldığında sınır ötesi birleşme faaliyetlerinde çarpıcı bir büyüme olmuştur (Bertrand, 2009: 1021). Ayrıca bu dönemdeki liberalleşme ve özelleştirme gibi eğilimler finansal, kamu hizmetleri ve telekomünikasyon endüstrilerinde sınır ötesi birleşme ve satın almaları tetikledi (Kim, 2009: 13). Dördüncü dalgada görülen mega birleşme ve satın almalara bu dönemde de rastlanılmış, düşmanca satın almalar ise azalmıştır. Ayrıca dördüncü dönemde gerçekleşen işlemler kısa dönemli finansal kazançlar için yapılmış iken bu dönemdeki birleşme ve satın almalar uzun dönemli işletme stratejilerine ağırlık vermiştir. Bu dönemde borçla finanse edilmiş işlemler önceki döneme göre daha da azdır ([http://www.beechmontcrest.com/merger\\_waves.htm](http://www.beechmontcrest.com/merger_waves.htm) 12.04.2010). Hedef işletmelerin niteliği açısından bakıldığında bu dönemde gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerini şu dört grupta toplayabiliriz: (i) Ulaşım, haberleşme ve kamu hizmet kuruluşları, (ii) Ticaret, finans, gayrimenkul ve sigorta, (iii) Hizmet, kamu sektörü ve inşaat, (iv) üretim ve madencilik (Kamaly, 2007: 20). 1999 yılından itibaren dünyadaki ekonomik kriz etkilerini 2000-2001 yıllarında da göstermiştir. Ayrıca 11 Eylül olayı sonrasında ABD'de hisse senedi fiyatları çok sert düşüşler

göstermiş ve yine 2001'in sonlarında patlak veren muhasebe skandalları ile bu dönem kapanmış oldu.

#### 4.1.6. Altıncı Dalga (2004-2009)

1990'lı yıllardaki uluslar arası sanayi birleşmeleri trendinin ardından ABD, Avrupa ve Asya'daki birleşme ve satın alma faaliyetleri artışa geçti. Bu dalga, 2000 de başlayan sıkıntılı dönemden sonra ekonomik ve finansal piyasalardaki aşamalı düzelmeye başladı. Örneğin 2004 yılında ABD'li işletmelerin birleşme ve satın alma işlemlerinin tutarı 1,1 Trilyon ABD doları olmuştu. Bu dönemde telekomünikasyon endüstrisinde yoğun birleşme ve satın almalar olurken, bu endüstriden başka petrol ve gaz, perakende, ilaç, kamu hizmetleri ve spor giyim sektörleri de öne çıkan alanlar olmuştur. 1980'li ve 1990'lı yıllarla karşılaştırıldığında düşmanca birleşme ve satın alma faaliyetleri 2000'li yıllarda ABD ve Avrupa'da azalmıştır (Kim, 2009: 14). Bu dönemde Özel Sermaye Fonları (Private Equity\*) ve Yüksek Riskli Yatırım Fonlarının (Hedge Fonlar) yaptıkları birleşme ve satın almalar öne çıkmıştır.

---

\* Private Equity kavramı ülkemizde “Özel Sermaye Yatırımları”, “Finans Ortaklığı”, “Girişim Sermayesi”, “Özel Sermaye Fonları” gibi farklı isimlerle kavramlaştırılmaktadır. Ayrıca Risk Sermayesi veya diğer bir adıyla Girişim Sermayesi olarak da bilinen Venture Capital kavramı ile Özel Sermaye Fonları olarak tanımlanan Private Equity aslında birbirine çok benzeyen ancak farklı finansman yöntemleridir. Bu bağlamda, Girişim Sermayesi genellikle bir şirkete erken aşamada başlangıç sermayesi sağlarken, Özel Sermaye Fonları proje belli bir aşamaya geldikten sonra devreye girmekte ve ileri aşamadaki şirketlere yatırım yapmaktadırlar. Dolayısıyla Özel Sermaye Fonları büyüme potansiyeli olan veya kapasitesinin altında performans gösteren şirketleri satın alıp değerini arttırdıktan sonra satarak ekonomik kar yaratmayı amaçlayan girişimlerdir. Girişim sermayesi veya risk sermayesi yönteminde ise genellikle başlangıç aşamasındaki küçük işletmelerin hisselerine yatırım yapılır.

\*\* 2008 Küresel Ekonomik Krizi: 2000'li yıllar boyunca başta petrol olmak üzere bütün emtia ve tarım ürünleri fiyatlarında büyük bir yükseliş gözlemlendi. Çin ve Hindistan gibi yüksek nüfuslu ülkelerde gözlenen ekonomik büyüme bu ürünlere olan talebi arttırdı ve fiyatların yükselmesine neden oldu. 2008 yılında gıda fiyatları tarihin en yüksek düzeylerine ulaştı. Altın ve petrol gibi değerli maddeler de tarihinin en yüksek değerini kazanırken ABD dolarının değeri hemen hemen bütün diğer para birimleri karşısında önemli ölçüde düşmüştür. Bu gelişmeler, mali sektör hacminin reel sektöre göre misliyle büyümesine ve doğal olarak risklerinde artmasına yol açtı. Buna paralel olarak 2008 yılında Amerika Birleşik Devletlerindeki taşınmaz mal piyasasında (özellikle konut fiyatlarında) büyük bir düşüş yaşandı. ABD'deki konut fiyatları 2000'li yıllar boyunca büyük bir yükselme göstermişti. Bu yükselmenin bir nedeni de kolaylıkla elde edilebilen tutulu satışlar (mortgage) idi. Sürekli olarak yükselen konut fiyatları piyasalarda aşırı derecede iyimser bir hava yaratmış, bankaların düşük gelirli ailelere konut almak için kolayca kredi sağlamalarına yol açmıştı. Konut fiyatları inişe geçince birden bire subprime mortgage (yüksek risk ve yüksek faizli kredi) denilen bu kredi piyasası çökmüş, kredi faizlerini ödeyemeyen düşük gelirli ailelerinin iflas etmelerine ve konutlarına el konmasına neden olmuştur. Bu bağlamda kriz öncesi ABD mortgage piyasası 11 trilyon dolarlık büyüklükle dünyanın en büyük piyasası konumunda bulunmaktaydı. ABD'de bazı finansal kurumlar kredibilitesi zayıf olan kişilere de mortgage kredileri verilerek, geri dönüşü riskli bir mali yapıya girdiler. Sadece dar



Altıncı birleşme ve satın alma dalgası döneminde 2008\*\* yılındaki küresel ekonomik krizin ortaya çıkmasıyla beraber hem bu piyasada hem de sermaye piyasalarında büyük düşüşler yaşanmıştır.

Tüm birleşme ve satın alma dalgalarının ortaya çıkışının belli başlı nedenleri vardır. Birinci olarak tüm birleşme dalgaları ekonomik iyileşme (savaşların neden olduğu ekonomik buhranlar ve piyasaların çöküşünün ardından gelen) dönemlerinde gerçekleşmiştir. İkinci olarak birleşme dalgaları borsalardaki hızlı yükseliş ve kredilerdeki hızlı artış dönemleri ile aynı zamana rastlar. Üçüncü olarak birleşme dalgaları teknolojik ve finansal yenilikler, arz şokları, liberalleşme ve dış rekabet artışı şeklindeki endüstri ve teknoloji şoklarından önce meydana gelir. Son olarak birleşme dalgaları anti tröst veya devralma savunma mekanizmaları gibi düzenleyici konulardaki değişikliklerin meydana geldiği dönemlerde gerçekleşir. Ayrıca dikkat çekici bir şekilde hemen hemen tüm birleşme ve satın alma dalgaları hisse senedi piyasalarındaki çöküşle birlikte son bulur (Martynova ve Renneboog, 2008: 2152) .

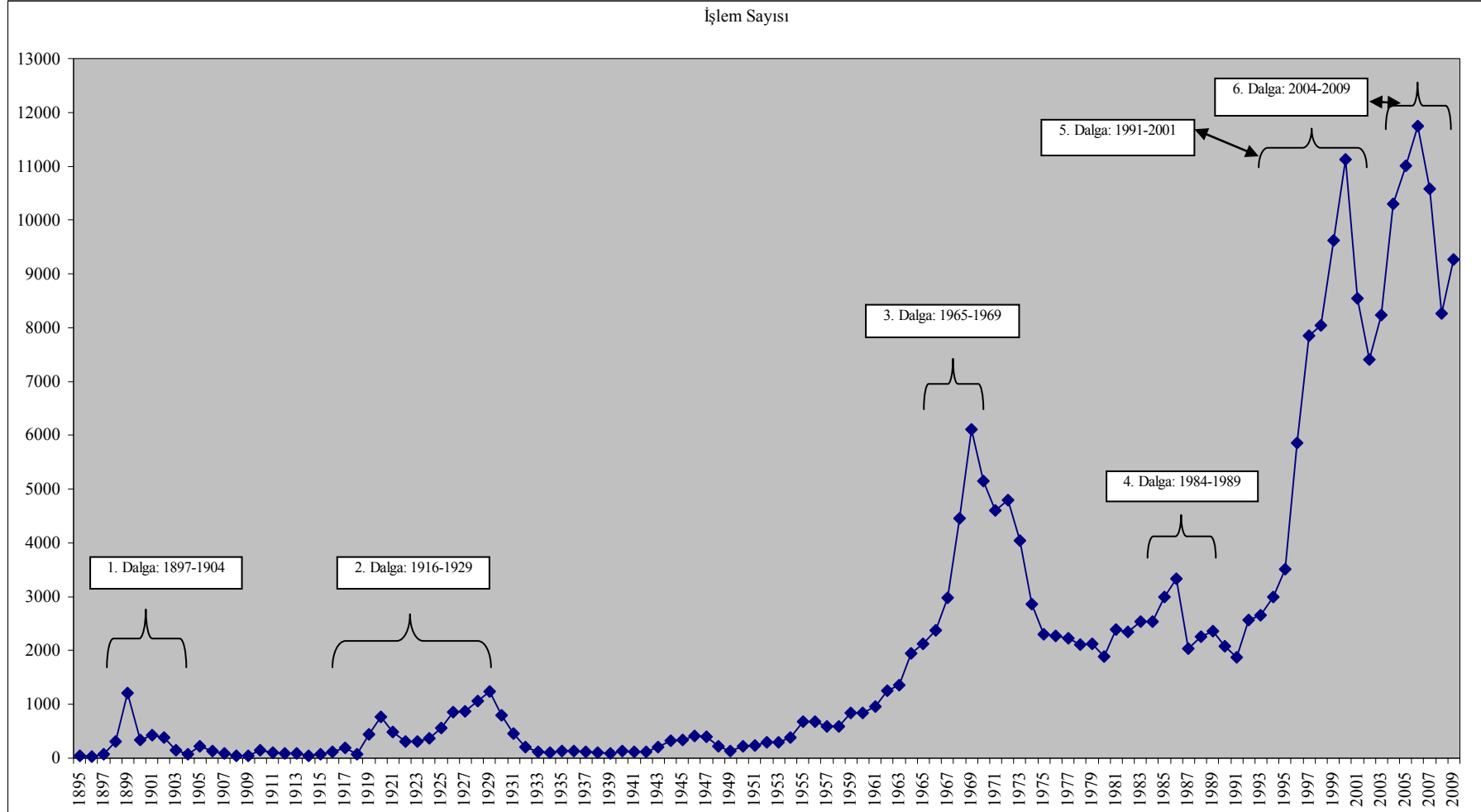
Aşağıdaki Grafik 39’da görüldüğü gibi birleşme ve satın almalar dalgalar halinde meydana gelmekte -ki büyük bir savaş sonrası görülen ekonomik durgunluğun yerini zamanla ekonomik toparlanmaya bıraktığı dönemler-, ve yaklaşık olarak ortalama yedi yıl süren birleşme dalgaları para ve sermaye piyasalarında görülen ani ve büyük oranlı düşüşlerle birlikte sona ermektedir. Bir başka ifade ile

---

gelirli olanların kullandığı yüksek riskli kredilerin boyutu 1,5 trilyon doları buluyordu. 5-6 yıl öncesine kadar ABD’de faizler çok düşük olduğu için düşük gelirli kişiler değişken faizli kredi kullanmayı tercih ettiler. Fakat, ABD Merkez Bankası (FED)’nin faizleri artırması konut sektörünü durgunluğa soktu. Bunun sonucunda da konut satış fiyatları ile kira gelirlerinin de piyasa düzeyinin altına inmesiyle, bu krediyi kullanan düşük gelirli gruplar kullandıkları kredileri düzenli olarak ödeyemez duruma geldiler. 2008 yılı ilerledikçe subprime mortgage krizinin sadece küçük bir kesimi değil, bütün ABD mali sistemini etkilediği anlaşıldı. Düşük gelirli ailelere yüksek riskli kredi açan bu kurumlar kredi akitlerini birleştirip paketleyerek borsalarda alınıp satılabilen tahviller haline getirmişler, yatırım bankaları ve ticaret bankalarına satmışlardı. Elinde çok miktarda yüksek riskli konut kredisi tutan yatırım bankalarından Bear Stearns Mart ayında iflas ederek ABD hükümeti tarafından diğer bir yatırım bankası olan JPMorgan Chase’e satıldı. Bu iflası diğer bir yatırım bankası olan Lehman Brothers ve Merrill Lynch ve sigorta firması American International Group izledi. Washington Mutual ve Wachovia gibi bankalar iflas ederek diğer bankalara satıldılar. Bu krizi durdurmak için Eylül ayı sonlarında ABD Kongresi 700 milyar dolarlık bir kurtarma paketini onayladı. Daha sonra Avrupa’ya sıçramış olan kriz İzlanda ve Yunanistan gibi ülkeleri derinden etkilemiştir ([http://tr.wikipedia.org/wiki/2008\\_Ekonomik\\_Krizi](http://tr.wikipedia.org/wiki/2008_Ekonomik_Krizi), <http://www.haberajans.com/kuresel-krizin-sebepleri-ve-cikis-yollari-yazisi-169.html>, <http://www.radikal.com.tr> Mahfi Eğilmez 23 Eylül 2008 tarihli yazısı).

genellikle bir birleşme dalgasının başlangıcına savaş sonrası ekonomik büyüme neden olurken, ekonomik krizler de birleşme dalgasının bitişine neden olmaktadır.

**Grafik 39. Birleşme Dalgaları**



Kaynak: 1895-1918 arası veriler Nelson, 1959: 37'den, 1919-1961 arası verileri [www.census.gov](http://www.census.gov) adresinden, 1962-2009 arası verileri ise [www.mergerstat.com](http://www.mergerstat.com)' dan elde edilerek tarafımızca Excel ortamında çizilmiştir. Ayrıca dalga tarihlerinin belirlenmesinde ise Bodolica ve Spraggon, 2009: 112'deki gösterim dikkate alınmıştır.

Aşağıdaki Tablo 12’de ise dünyanın farklı coğrafyalarında/ülkelerinde 2003-2009 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin değerleri ve sayıları gösterilmiştir. Buna göre; 2005, 2006 ve 2007 yıllarında başta ABD, Batı Avrupa, Avustralya ve Japonya olmak üzere genellikle tüm dünya’da hem işlem değeri hem de işlem sayısı olarak tarihi zirveler yaşayan birleşme ve satın almalar 2008 yılında küresel ekonomik krizin etkisinin görülmeye başlamasına paralel olarak azalmış, 2009 yılında ise çarpıcı bir şekilde düşüş göstermiştir.

Türkiye’de ise buna benzer bir yapı ortaya çıkmış ve 2005 yılında yaklaşık 30 Milyar ABD doları ile tarihi işlem değeri yakalayan söz konusu piyasa 2008 yılında yaklaşık 16 Milyar ABD dolarına, 2009 yılında ise 3.9 Milyar ABD dolarına gerilemiştir. Kısaca dünya da ve birçok ülkede görülen birleşme ve satın almalarındaki dalgalanma benzer şekilde Türkiye’de de ortaya çıkmıştır.

Birleşme ve satın almalar 2008 yılından itibaren küresel düzeyde görülen düşüş, Brezilya ve Çin gibi ülkelerle birlikte Orta Asya bölgesinde ise artış şeklinde ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte Almanya’da ise 2008 yılında artış gösteren birleşme ve satın almalar 2009 yılında ise ciddi boyutta gerilemiştir.

Dünya ülkelerinin birçoğunda 2007-2008 yılları arasında birleşme ve satın almalar 2008 yılında görülen düşüşün boyutu şu ülke örnekleri ile daha iyi anlaşılabilir. Dünya genelinde -%33, ABD’de -%47, Kanada’da -%49, Birleşik Krallıkta -%24, Avustralya’da -%37 ve Japonya’da -%23. Benzer şekilde 2007 ve 2009 yılları karşılaştırıldığında ise çok daha çarpıcı bir şekilde düşüşlerin meydana geldiği görülür.

**Tablo 12. Dünya’da 2003-2009 Yılları Arasında Farklı Ülke ve Bölgelerde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Sayı ve Değerleri**

Bölge/Ülke	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	İşlem Değeri	İşlem Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Sayısı
<b>Dünya</b>	<b>1,206,972.9</b>	<b>20,199</b>	<b>1,516,079.6</b>	<b>20,722</b>	<b>2,273,329.1</b>	<b>24,129</b>	<b>2,859,402.1</b>	<b>24,573</b>	<b>4,011,347.2</b>	<b>31,303</b>	<b>2,688,177.8</b>	<b>28,861</b>	<b>1,699,333.2</b>	<b>27,725</b>
Amerika	522,442.7	7,419	828,374.0	8,131	1,018,294.2	9,105	1,509,199.1	9,95	2,035,347.4	12,131	1,122,837.5	10,317	898,802.4	8,588
Orta Amerika	4,470.3	117	9,763.2	99	7,593.2	85	8,865.9	129	52,285.0	195	25,511.4	140	1,974.4	131
Meksika	3,960.7	97	8,075.2	73	6,599.0	62	5,879.3	102	48,815.6	149	24,894.6	107	1,566.6	90
Güney Amerika	22,336.3	328	20,892.9	366	28,766.2	279	42,262.3	380	59,458.5	864	68,095.8	867	96,229.9	725
Arjantin	3,244.2	70	558.8	54	3,417.7	42	3,968.3	68	*	*	*	*	*	*
Brezilya	15,581.2	151	12,232.1	160	10,947.4	149	22,236.6	176	35,623.5	531	50,640.1	586	73,849.5	303
Karayipler	2,012.7	45	3,799.9	54	9,944.3	82	10,557.1	78	9,429.8	114	24,610.1	103	4,919.4	108
Kuzey Amerika	493,623.4	6,929	793,918.0	7,612	971,990.5	8,659	1,447,513.8	93,63	1,914,174.0	10,958	1,004,620.2	9,207	795,678.7	7,624
Kanada	28,737.0	738	45,549.4	923	66,219.8	1,016	138,832.1	1,277	199,719.7	1,61	101,578.4	1,552	82,755.9	1,525
ABD	464,886.4	6,191	748,368.7	6,689	905,770.7	7,643	1,308,681.7	8,086	1,714,454.4	9,348	903,041.8	7,655	712,922.8	6,099
Afrika/Orta Doğu	14,236.2	238	11,551.0	254	21,539.6	326	41,565.8	402	45,939.3	474	51,064.6	594	26,520.9	510
Kuzey Afrika	4,309.4	12	1,436.0	21	3,753.6	45	5,199.1	47	5,952.1	46	18,164.3	71	4,070.1	56
Aşağı Sahra	5,139.1	144	7,836.4	136	11,105.3	165	21,559.0	217	22,306.8	229	18,568.4	254	14,652.3	226
Orta Doğu	4,787.7	82	2,278.6	97	6,680.7	116	14,807.7	138	17,680.5	199	14,331.9	269	7,798.5	228
Avrupa	479,491.0	7,157	467,201.9	6,527	911,924.1	8,100	999,114.9	8,246	1,426,254.2	11,093	1,123,855.4	10,226	509,087.2	10,66
Doğu Avrupa	40,665.6	896	17,391.1	511	69,711.2	802	58,122.2	909	133,692.6	1,438	117,461.7	2,086	40,664.3	3,366
Batı Avrupa	438,825.4	6,261	449,810.8	6,016	842,212.9	7,298	940,992.7	7,337	1,292,561.6	9,655	1,006,393.7	8,14	468,422.9	7,294
Fransa	59,849.6	586	124,517.6	766	66,952.3	977	128,552.4	1,013	*	*	*	*	*	*
Almanya	47,287.2	900	51,559.8	822	86,346.5	1,007	116,170.8	1,075	34,037.5	315	140,452.4	372	63,544.5	928
Birleşik Krallık	114,351.2	2,188	141,917.5	1,944	315,747.7	2,168	319,183.7	2,048	335,136.7	2,823	253,577.3	2,189	130,771.1	1,730
Asya-Pasifik	117,852.1	3,923	137,706.5	4,364	181,275.4	4,938	200,558.3	4,547	395,404.6	5,915	306,745.8	5,883	201,142.3	5,748
Güney Doğu Asya Adaları	44,925.5	1,391	79,845.4	1,403	68,008.3	1,606	68,234.1	1,626	160,439.7	2,073	99,380.9	1,581	51,951.9	1,365
Avustralya	37,877.5	1,178	72,194.2	1,186	57,512.1	1,338	59,599.5	1,302	154,003.7	1,734	96,151.3	1,386	49,787.2	1,210
Yeni Zelanda	6,863.2	202	7,598.1	206	10,287.2	247	7,851.3	299	5,798.3	313	2,210.6	178	1,780.8	140
Güney Doğu Asya	16,014.4	1,077	17,917.0	1,303	34,585.8	1,463	32,102.5	1,181	79,776.4	1,301	64,297.8	1,387	36,873.6	1,515
Singapur	*	*	*	*	*	*	*	*	18,609.0	321	23,659.1	261	12,197.0	241
Endonezya	*	*	*	*	*	*	*	*	33,570.8	623	17,842.8	629	*	*
Malezya	5,038.9	524	5,061.8	651	5,814.4	719	8,492.1	592	*	*	*	*	*	*
Filipinler	1,012.5	49	1,221.1	65	6,894.6	81	1,731.3	58	*	*	*	*	8,662.1	88
Kuzey Asya	51,697.1	1,096	34,938.0	1,284	63,083.1	1,325	63,120.8	1,100	118,084.6	1,758	112,785.2	2,130	85,495.0	2,108
Çin	18,247.8	602	12,743.3	687	18,512.6	668	22,532.8	562	30,766.8	826	43,812.3	889	44,212.5	852
Hong Kong	10,619.0	273	10,000.2	385	15,721.3	447	18,593.0	380	21,467.5	449	34,201.1	408	*	*
Güney Asya	3,221.1	321	4,377.0	353	13,856.1	521	35,070.5	613	32,318.6	731	26,033.4	740	18,356.2	720
Orta Asya	1,994.0	38	629.1	21	1,742.1	23	2,030.4	27	4,785.3	52	4,248.6	45	8,465.6	40
Japonya	72,950.9	1,462	71,246.2	1,446	140,295.8	1,660	107,689.7	1,428	108,401.7	1,690	83,674.6	1,841	63,780.5	2,218

Kaynak: Thomson Reuters’in <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/> internet adresinden 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 yıllarına ait verilerden yararlanarak tarafımızca Excel ortamında hazırlanmıştır. Tamamlanmış olan işlemlerin değerleri tablo oluşumunda dikkate alınmıştır. İşlem değerleri Milyon ABD dolarıdır. \* Verilere ulaşılamamıştır

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İŞLETMELERDE FİNANSAL PERFORMANSIN ÖLÇÜLMESİ

#### 1. PERFORMANS ÖLÇÜMÜNE YÖNELİK TANIMLAR

##### 1.1. PERFORMANS

Günümüzün artan rekabetçi ortamında işletmeler varlıklarını devam ettirebilmek için başarı ya da başarısızlık düzeylerini belirlemek zorundadırlar. Planlanan ile gerçekleşen sonuçlar arasında yapılacak bir karşılaştırma işletmenin hedeflerini ne ölçüde başardığını ortaya çıkaracaktır. Dolayısıyla böyle bir çalışmaya yönelik olarak veya bir başka ifade ile işletme başarımını belirleme adına performans değerlendirme çalışmalarının yapılmasına gerek duyulur.

Performans kelimesi, İngilizce performance kökünden gelmektedir ve Türkçe'ye de performans olarak yerleşmiş bulunmaktadır. Kelime, Türkçe sözlüklerde; yapma, beceri, başarı, kapasite, yetenek, edim (Seymen ve diğerleri, 2008: 287), başarı (www.tdk.gov.tr 25.06.2010) gibi anlamlara gelmektedir. Performans ile ilgili görüş birliğine varılan bir tanımın varlığını ileri sürmek güç olmakla birlikte çeşitli yazarlar tarafından yapılan tanımların bazılarını şöyle özetlemek mümkündür.

Performans, amaçların gerçekleştirilmesi için gösterilen planlı tüm çabaların ve sonuçlarının nitel ya da nicel olarak değerlendirilmesidir. Performans kısaca; bir objenin, öncelikleri belirlenmiş bir konuda belli bir süre içinde bir hedefe bağlı olarak sonuçlar üretme yeteneği olarak tanımlanabilir (Erdil ve Kalkan, 2005: 105). Bir diğer ifade ile işletme performansı; işletme yapısı, finansal yapı ve sermaye yapısıyla ilgili geniş bir boyut içindeki sorulara yanıt veren analiz, ölçüm, değerlendirme ve yorumlarla amacına ulaşan nitel ve nicel bir çalışmadır. Performans ölçümü bir işletme için olmazsa olmazı ifade eder. Çünkü bir işletmede nelerin nerelere kadar geliştirilebileceği, karlılık düzeyindeki artış ve düşüşleri, maliyet düşürme çabalarındaki olumlu gelişmelerin durumu performans ölçüm ve değerlendirmeleriyle anlaşılabilir (Kabakçı, 2008: 168). Bu çerçevede işletme performansı sahip olunan kaynakların etkin ve verimli bir biçimde kullanılarak

önceden belirlenen amaçlara ulaşma becerisi şeklinde tanımlanabilir (Akgemci, 2008: 478).

## 1.2. İŞLETMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ VE GEREKLİLİĞİ

Sürekli bir değişim ve gelişim içinde olan günümüzün rekabetçi iş ortamında, ayakta kalabilmek için başarılı olmak kaçınılmazdır. Şüphesiz başarı da, işletmenin kendi stratejilerine göre hedefler belirlemesi ve bu hedeflerine ulaşabilmesi anlamını taşımaktadır. Bunu yaparken de ölçme kavramı ortaya çıkmaktadır. Burada ölçülmesi gereken performanstır (Seymen ve diğerleri, 2008: 288).

Dolayısıyla her organizasyonun performans ölçümü yapmak için kendine özgü bazı nedenleri vardır. Bununla birlikte, genel olarak işletmeler aşağıdaki nedenlerden dolayı performans ölçümü yapmaktadır (Coşkun, 2007: 2).

- İşletmenin genel olarak başarılı olup olmadığını belirlemek
- İşletmenin müşterilerinin isteklerini karşılayıp karşılayamadığını belirlemek, yani onların arzu ettikleri malların ve hizmetlerin sunulup sunulmadığını öğrenmek
- İşletmenin yaptığı faaliyetler hakkında bilgi sahibi olmasına yardımcı olmak, yani bildiklerinin doğruluğunu onaylayabilmek ve neleri bilmediğini ortaya çıkarmak
- İsraf yapılan veya dar boğaz olan yerler gibi sorunlu alanları ortaya çıkarmak ve gelişme olabilecek alanları belirlemek
- Kararların, duygusal, sezgisel, inanışlara veya varsayımlara dayalı olarak değil de, gerçek verilere dayanarak alındığından emin olmak
- İşletmenin işlem ve süreçlerinde bir gelişme planlanmışsa, bunun gerçekleşip gerçekleşmediğini anlamak

İşletmelerde uygun tasarlanmış performans ölçümleri, örgütsel performansın gelişmesine katkıda bulunarak aşağıdaki faydaları sağlar (Seymen ve diğerleri, 2008: 289-290).

- Performans ölçümü, müşteri ihtiyaçlarının karşılanabilmesini sağlar.

- Performans ölçümleri, işletmede kaynakların ne derecede etkin kullanıldığını, bir başka deyişle, mevcut durumun önceden belirlenen plana uygunluğunu gösterir.
- Performans ölçümü, örgütü bir bütün olarak değerlendirebilme imkanı verir.
- Şeffaflığı sağlayarak, kendi performans seviyelerini gözlemlemek isteyen kişiler için bir ölçüt oluşturur.
- Süreç, ürün ve kaynaklardan elde edilen kazanımların tanımlanmasını ve geleceğe ilişkin kıyaslamalar için bir temel oluşturulmasını sağlar.
- Performans ölçümleri, karşılaştırmaların yapılabilmesi için standartları belirler.
- Örgütün gelişme çabalarının sürdürülmesi için geri besleme sağlar.

## 2. FİNANSAL PERFORMANS KAVRAMI

Bir işletmenin varlığını devam ettirebilmesi ve büyümesi rakipleriyle baş edebilme yeteneğine, yani rekabet gücüne bağlıdır. İşletmenin rekabet gücünün sağlıklı biçimde tespit edilebilmesi de söz konusu işletmenin finansal performansının ölçülmesi ve analiz edilmesini gerektirmektedir (Acar, 2003: 21).

Hedeflere bağlı olarak, işletmenin amaçlarına ulaşma bir başka ifadeyle performans düzeyinin ölçülmesinde finansal ve finansal olmayan bir takım göstergelerden yararlanılmaktadır.

Finansal olmayan göstergeler;

- Müşteri memnuniyeti
- Ürün kalitesi
- Personel ve yönetici yeterliliği

Gibi bir takım göreceli değerlendirmeleri içermektedir.

Finansal göstergeler ise;

- Karlılık



- Verimlilik
- Katma değer yaratmak
- Etkenlik

olarak sıralanabilir.

O halde zaman zaman performans kavramı veya birbirleri yerine kullanılan verimlilik, karlılık ve etkinlik kavramları finansal performansın göstergeleri olduğunu söyleyebiliriz (Karapınar ve Zaif, 2009: 118).

Finansal performans analizi ile firmalar, sağlıklı karar alma, planlama ve denetim işlevlerini etkin bir biçimde yürütebilmektedir. Finansal performans analizi başarılı bir şekilde yapıldığı zaman işletmenin performansı da doğru yansıtılmış olmaktadır. Firmalar, finansal performans ölçütleri ile başarılı finansal performans yönetimini gerçekleştirebilmekte ve firma değerini arttırabilmektedir. Firma yöneticileri yanında firmaya yatırım yapmayı planlayan potansiyel yatırımcılar için de finansal performans ölçütleri önemlidir (Aydeniz, 2009: 264). Finansal performansın en önemli dışsal göstergesi olarak piyasa değeri (yaratılan değeri) kabul edilirse, bunu en doğru ve yakın bir şekilde açıklayan içsel ölçülerin bulunarak işletme içinde gerek performans ölçümü gerekse primlendirme amaçları için kullanılması, işletmenin başarısı için hayati önemdedir (Ertuğrul, 2009: 21).

Finansal performans ölçütlerinin yaygın şekilde kullanılmasının en önemli nedeni, kesin ve objektif olmalarıdır. Finansal performans ölçütleri, işletmenin uzun vadeli hedeflerini doğrudan ifade etmektedir ve işletmenin performansına bütünsel bir bakış sağlamaktadır. İşletmenin bir bölümünün veya tamamının karlılığı gibi, bütünsel bir performans ölçütü, işletmenin taktiksel veya stratejik olarak başarısını göstermektedir. Beklentinin altında gerçekleşen bir kar oranı, organizasyonun stratejilerinin veya taktiklerinin istenen sonuçlara ulaşmada yetersiz kaldığı veya uygun taktik ve stratejilerin takip edilmediği anlamına gelmektedir (Coşkun, 2007: 15). Finansal performans ölçümünde şu yöntemler sıklıkla kullanılmaktadır. Kar marjı, varlık karlılığı, öz sermaye karlılığı, hisse başına kazanç, fiyat / kazanç oranı, aşırı değeri, sermaye karlılığı, ekonomik katma değeri (Wingard ve Vorster, 2001: 320).

Daha genel bir ifade ile, finansal performans ölçümlerini; (1) bir işletmenin geçmiş performansının yansıtıldığı finans/muhasebe verilerine dayalı geleneksel ölçümler (yatırımın karlılığı, öz sermaye karlılığı gibi), (2) değerlendirme ilkelerine dayanan borsa fiyatlarından türetilmiş piyasa tabanlı ölçümler (ekonomik katma değer, pazar katma değeri gibi) olmak üzere iki ana gruba ayırabiliriz (Aktan ve Bulut, 2008: 70-71).

Birleşme ve satın almaların, işletmelerin performanslarına olan etkisi işletmelerin birleşme öncesi ve sonrasındaki, karlılık ve etkinlik değişimleri incelenerek analiz edilebilir ( Kılıç ve Akın, 2008: 231).

Finansal açıdan performans ölçüm yöntemleri zaman içerisinde yenilikler ve değişiklikler göstermiştir. Bu çerçevede aşağıdaki Tablo 13’de tarihsel süreç içerisinde kullanılan finansal performans ölçüm modelleri görülebilir.

**Tablo 13: Tarihsel Süreç İçerisinde Kullanılan Finansal Performans Değerlendirme Modelleri**

1920’ler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığını (ROE) ölçen Dupont Modeli</li> </ul>
1970’ler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hisse başına kazanç</li> <li>• Fiyat kazanç oranı (F/K), Piyasa değeri / defter değeri oranı (PD/DD)</li> </ul>
1980’ler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Özsermaye karlılığı (ROE)</li> <li>• Yatırımın karlılığı (ROI)</li> <li>• Hissedar değer analizi (SVA)</li> </ul>
1990’lar	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ekonomik katma değer (EVA)</li> <li>• Pazar katma değer (MVA)</li> <li>• Faiz vergi amortisman öncesi kar (EBITDA) çarpanları</li> <li>• Toplam hissedar kazancı (TSR)</li> <li>• Yatırımdan elde edilen nakit akışı (CFROI)</li> </ul>
2000’ler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Performans karnesi (Balanced scorecard)</li> <li>• Çalışan katma değer, entelektüel sermaye</li> </ul>

Kaynak: [http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/handouts\\_mc16\\_performance.pdf](http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/handouts_mc16_performance.pdf) 1.10.2010

### 3. FİNANSAL PERFORMANSIN ÖLÇÜMÜNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

#### 3.1. FİNANSAL ORANLAR

İşletmelerin finansal durumuna yönelik çıkarsamalarda bulunmak için bilanço ve gelir tablosu gibi finansal tablolar da yer alan kalemler arasında anlamlı ilişkiler kurmak gerekir. Bu amaca hizmet edecek şekilde bilanço ve gelir tablosunda yer alan iki veya daha fazla kalem arasında matematiksel ilişki kurmak oran analizi olarak tanımlanabilecek bir analiz tekniğini ifade eder. Böyle bir analiz ile farklı kategorilerde yer alan finansal oranlar hesaplanarak işletmenin geçmiş ve cari durumu değerlendirilmekte ve aynı zamanda geleceğe yönelik olarak nelerin yapılması veya yapılmaması gerektiğine de ışık tutulmaktadır.

Finansal performansı ölçmede en temel yaklaşım finansal tablo analizidir. Bir işletme ile ilgilenen işletme sahipleri, yöneticiler, borç verenler, satıcılar, müşteriler ve çalışanlar gibi gruplar, işletmenin finansal tablolarına güvenerek hareket ederler. Her grubun finansal tablolarla ilgilenmesinde kendi özel nedenleri vardır. İşletmeye borç verenler, işletmenin borçlanmasının nedenini ve bu borcu geri ödeyebilme gücünü anlamak için finansal tabloları incelemekte ve kredi verip vermeme kararlarını buna göre almaktadır. Yatırımcılar işletmenin mevcut finansal durumunu, gelirlerinde veya nakit akışında artma olasılığı olup olmadığını, sermaye yapısını ve sektör içindeki rekabet gücünü inceledikten sonra yatırım yapma veya yapmama kararlarını vermektedir. Finansal tabloları en yoğun şekilde kullananlar ise, hiç kuşkusuz yöneticilerdir. Yöneticiler, işletmenin genel finansal performansının iyi olup olmadığını ve bu durumun nedenlerini anlayabilmek, işletmenin zayıf ve kuvvetli yanlarını ortaya çıkarabilmek ve gelecekte işletmenin performansını artırabilmek için hangi önlemleri almak gerektiğini belirleyebilmek için finansal tabloları kullanmaktadır (Coşkun, 2007: 7-8). Dolayısıyla finansal analiz, bir işletmedeki finansal planlama ve finansal denetimin ön koşuludur. Başka bir deyişle, bir işletmenin durumu bilinmeden, finansal planlama ve denetim yapılamaz (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 39).

Söz konusu bu menfaat grupları işletmeye yönelik beklentilerine cevap aramada yoğun bir şekilde finansal tablolardan yararlanmaktadırlar. Finansal tablolardan elde edilen veriler ile işletmenin geçmiş ve bugünü değerlendirilmekte bu

şekilde elde edilen bilgilerle de işletmenin geleceğine yönelik tahminler yapılmaktadır.

Bu çerçevede firmanın olagelen (cari) mali durumu ve faaliyet sonuçları değerlendirilmeden, sağlıklı ve tutarlı bir planlama yapmaya da olanak yoktur. Bu nedenle finansal analiz, finans yöneticisinin planlama fonksiyonunu yerine getirmesi açısından da önem taşır. Firmanın mali durumu ile faaliyet sonuçlarının değerlendirilebilmesi, firmanın amaçları ile tutarlı rasyonel kararlar alınabilmesi için finans yöneticisinin elinde belirli araçlar bulunmalıdır (Akgüç, 1998: 19-20). Bu bağlamda söz konusu araçlardan birisi de finansal oranlardır. Finansal oranlar, bir işletmenin hem yıllar itibariyle hem de sektördeki diğer firmalar ile karşılaştırılabilirliğine olanak sağlayan performans oranları olarak da ifade edilebilmektedir (Ercan ve Ban, 2009: 37).

Oran analizi firmanın performansını ve durumunu değerlendirmede finansal oranların hesaplanmasını ve yorumlanmasını içerir (Megginson ve Smart, 2006: 54). Finansal oranlarla planlanan performans ile gerçekleşen performans karşılaştırılabilir bu yüzden elde edilen başarının düzeyini ortaya çıkarmada faydalı bir yol olmaktadır (Atrill, 2009: 70-71).

Bu çerçevede finansal oranlar;

- Bir oranla bununla ilgili diğer bir oranı,
- Yönetimin amaçları ile firmanın performansını,
- Firmanın geçmiş ve şimdiki performanslarını,
- Benzer firmalarla işletmenin performansını karşılaştırmada kullanılabilir (Gallagher ve Andrew, 2003: 97).

Oran analizinin diğer analizlerden ayrılan yanlarını belli başlıklar altında toplamak istersek bunları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Karapınar ve Zaif, 2009: 149).

- Birbiri ile ilişkili kalemleri standart hale getirmektedir.
- Elde edilen sonuçların geçmişle, hedefle, sektörle karşılaştırılmasını kolaylaştırmaktadır.

- Oranları gruplandırarak belli sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır.

Finansal oranlar, yararlı sayısal kontrol teknikleri olarak işletmenin beklediği sonuçların gerçekleşip gerçekleşmediğini gösterebilmektedir. Bu nedenle kontrol teknikleri arasında önemli bir yerleri vardır. Finansal oranlar, bir kontrol tekniği olarak üç şekilde kullanılmaktadır:

- İşletmenin finansal oranlarının, aynı sektör veya pazarda benzer faaliyetlerle uğraşan rakiplerle kıyaslanarak performans kontrollerinin yapılması,
- Geçmiş yıllar itibari ile işletmenin gerçekleştirdiği finansal oranların birbirleri ile kıyaslanarak kontrol edilmesi ve böylece gelişme trendinin belirlenmesi,
- Gerçekleşen finansal oranların önceden belirlenmiş ve konulmuş mutlak sonuçlarla kıyaslanarak işletmenin stratejik performansının kontrolü (Ülgen ve Mirze, 2007: 417).

### **3.1.1. Likidite Oranları**

Likidite oranları bir firmanın kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama yeteneğini ölçer. Bu oranlar önemlidir çünkü yükümlülüklerin ödenmesindeki başarısızlık işletmenin iflasına neden olabilir. Bankalar ve diğer kreditorler bir işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyip ödeyemediğini görmede likidite oranlarını kullanır (Gallagher ve Andrew, 2003: 103). Likidite, genel olarak, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğini ifade eden bir kavramdır. Likidite oranları, likit ve likit benzeri varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 48).

İşletmeler karlı olmalarına rağmen, özellikle kısa vadeli borçlarını ödemede sıkıntıya düşebilir. Zira kısa vadeli borçlar işletmenin sağladığı karlarla değil, borç vadesinde ellerinde bulunan likit varlıklarla, başka bir deyişle dönen varlıklarla ödenirler. O nedenle her işletme, vadesi gelen kısa süreli borçlarını ödeyebilir durumda olup olmadığını görmek ve değilse gerekli önlemleri almak zorundadır (Gürsoy, 2007: 90).

Bir firmanın, yaşamını sürdürebilmesi için, vadeleri gelen borçlarını karşılayabilecek tutarda nakit sağlama kapasitesine sahip olması gerekir. Uzun sürede bir firmanın yükümlülüklerini karşılama gücü, karına ve borçluluk derecesine bağlıdır. Ancak kısa sürede borçlarını ödeyebilecek yeterli likiditeye sahip olmanın, özellikle ekonomik bunalım dönemlerinde, firmanın faaliyetini sürdürmesi açısından büyük önemi vardır (Akgüç, 1998: 23).

Firmanın likidite oranlarının analizinde, özellikle şu temel noktalar araştırılmaktadır:

- Dönen varlıkların iş hacmine oranla gösterdiği eğilim,
- Likit varlıkların geçen dönemlere oranla gösterdiği eğilim,
- Kayıtlı alacakların tahsil yeteneği, süreleri, doğuş nedenleri ve bunun satışlara uygunluğu,
- Senetli alacakların doğuş nedeni,
- Stokların niteliği,
- Kısa süreli borçların vade yapısının uygunluğu ve
- Firmanın kısa süreli borç ödeme yeteneğini etkileyen diğer faktörlerin değerlendirilmesi (Berk, 2007: 47).

Finansal analiz kapsamında hesaplanan likidite oranlarından bazıları aşağıdaki gibidir.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler (Kasa+Banka+Benzeri Nakdi Değerler)}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Bu oranlardan Cari Oran dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki ilişkiyi gösteren orandır. Kısa vadeli borçların ödenmesinde bir güçlük karşılıklı

karşılaşılacağı hakkında fikir veren cari oran dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle bulunur.

Likidite Oranları içinde bir diğer oran asit-test oranıdır. Asit-test oranı sık kullanılan ve cari oranı daha anlamlı hale getiren bir orandır. Asit-test oranında istenilen sonuçların alınması için stok hareketleri iyi izlenmelidir. Stok devir hızının yüksek olması bu oranın değerlendirilmesinde olumlu bir unsur olarak ele alınır. Asit-test oranı hesaplanırken, paraya çevrilmesi uzun zaman alacak stok kalemi dönen varlık toplamından çıkarılarak, kısa vadeli borçlar ile olan ilişkisi izlenir.

Nakit Oranı, işletmenin acil para durumunu göstermektedir. Nakit oranı alacakların tahsil edilmemesi ve faaliyetlerden elde edilen para girişlerinin durması halinde işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyip ödeyemeyeceğini gösterir (Büker ve diğerleri, 2008: 91-92-93).

### 3.1.2. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları, işletmenin sahip olduğu ve faaliyetlerini gerçekleştirmede kullandığı varlıkların ne ölçüde etkin kullanıldığını tespit etmede kullanılır. Faaliyet oranları, özellikle varlıklardaki hareketlilik durumunu ortaya koyduklarından önem kazanırlar. Genel olarak faaliyet oranlarının yüksek çıkması işletmeler için olumlu olarak yorumlanmaktadır. Ancak faaliyet oranları ile birlikte karlılık oranlarının da yüksek çıkmış olması halinde, bu yüksekliğin iyi olarak nitelendirilmesi, oranların genel yorumu açısından daha olumlu olmaktadır (Coşkun, 2004: 53).

Finansal analiz kapsamında hesaplanan faaliyet oranlarından bazıları aşağıdaki gibidir.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Stoklar}}$$

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

$$\text{Aktif (Varlık) Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Bir şirket üretimini (faaliyetini) sürdürebilmek amacıyla gerekli ticari mal, üretim girdilerini (hammadde), mamül gibi ürünlerini stok olarak tutar. Stok devir hızı analizinde amaç stok olarak tutulan bu varlıkların firma tarafından ne kadar hızla üretim içinde tüketildiği ve satışa hazır hale getirildiğini görebilmektir. Bu şekilde stokların belli bir dönem içinde kaç kere yenilendiği ortaya çıkar. Stokların finansman, kira, bakım maliyetleri; bozulma ve demode olma riskleri vardır. Stoklar bahsi geçen şekillerle maliyet unsuru haline geldiği için, dönem sonunda oluşacak gereksiz stoklar nedeniyle ek işletme sermayesi stoklara bağlanacağından, şirketlerin likidite yapısı olumsuz etkilenecektir. Şirketlerin stok devir hızlarının yüksek olması, stokların daha optimal düzeyde tutulduğunu ve kullanıldığını gösterir. Böyle bir durumda şirketler daha az işletme sermayesi ile daha fazla kar elde etme olanağına sahiptirler. Aynı şekilde, şirketlerin stok devir hızlarının yavaşlama eğiliminde olması, satış faaliyetlerinde bazı sorunlar ile karşılaşılıyor anlamına da gelir (Er, 2009: 53). Stok devir hızının azalması, elde tutulan stok düzeyinin arttığını gösterir. Stok düzeyinin artması aşağıdaki sonuçları ortaya çıkarabilir:

- Stoklara daha çok kaynak bağlandığı için maliyet artar.
- Stokların fiziksel olarak korunması için yapılan depolama, güvenlik ve sigorta gibi giderleri artar.
- Bozulma, akma, uçma, demode olma gibi nedenlerle stoklar değer kaybına uğrayabilir.

Stok devir hızının artması, başta kaynak maliyeti azalması olmak üzere yukarıdaki olumsuzlukları ortadan kaldırır (Karapınar ve Zaif, 2009: 171).

Alacak devir hızı, firmanın faaliyeti sonucu satışlarından doğan alacaklarının tahsil süresi yöneticilerin, kredi verenlerin ve analistlerin yoğun ilgisini çeken bir devir hızıdır. Alacak devir hızının yüksek oluşu, firmanın alacaklarını tahsil kabiliyeti konusunda iyi bir gösterge olduğu gibi, firmanın etkin bir tahsilat politikası uygulamasının da sonucu olabilir. Alacak devir hızındaki bir artış, firmanın aynı düzeydeki bir iş hacmi için daha az bir finansmana gereksinim duyduğunu, diğer bir ifadeyle nispeten daha az işletme sermayesinin alacaklara bağlandığının göstergesi olduğundan, devir hızındaki artış genellikle firma lehine olumlu bir gelişme olarak



yorumlanır. Alacak devir hızı alacakların likiditesini gösteren bir ölçüttür. Bir firmanın alacak devir hızının düşük olması;

- Firmanın alacaklarını tahsilde güçlüklerle karşılaşmasının,
- Rekabet gücünün zayıflamasının,
- Etkili bir tahsilat politikasından yoksun oluşunun,
- Firmanın bazı alacaklarının vadesinde tahsil edilemediğinin, bunların şüpheli alacak haline gelme olasılığının yüksek olduğunun

göstergeleri olabilmektedir (Ercan ve Ban, 2009: 42-43).

Aktif devir hızı, şirketlerin sahip oldukları varlıklar (toplam aktifler) ile yarattıkları satış hacmi başarısını ölçen bir orandır. Bu oran bize varlıklara aşırı yatırım yapılıp yapılmadığını yani şirketlerin aktif büyüklüklerinin gereksiz yere büyütülüp büyütülmediğini gösterir. Bu oran bir işletmede teknoloji kullanımının veya varlık kullanımının bir ölçüsü olabilir. Aktif toplamı içerisinde duran varlıklar önemli bir yer tutuyorsa, aktif devir hızı düşük çıkacaktır. Bu durum daha çok sermaye yoğun sanayi şirketlerinde karşımıza çıkacaktır. Buna karşılık sabit yatırımların daha az olduğu işletmelerde bu oranın yüksek çıkması doğaldır (Er, 2009: 54). Bir işletmede, aktif devir hızının düşük olması veya yavaşlama eğilimi göstermesi, işletmede tam olarak kullanılmayan varlıkların bulunduğunu gösterir (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 69).

### **3.1.3. Finansal Yapı (Kaldıraç) Oranları**

Bu grupta yer alan oranlar işletmenin öz sermaye ve borçları ile bunlar arasındaki ilişkiyi inceler. İşletmenin özsermayesinin yeterli olup olmadığını, kaynak yapısı içinde borç ve özsermaye dengesi, özsermaye olarak yaratılan fonların ne tür dönen veya duran varlıklara yatırıldığının ölçülmesinde kullanılırlar. Bir işletmenin toplam kaynakları içinde borç oranının yüksek olması, riskin bir kısmını borç verenler üzerinde bırakırken, işletmeye belli bir miktar maliyet de getirmektedir (Büker ve diğerleri, 2008: 95).

Bir diğer ifadeyle işletmenin toplam kaynaklarının bir kısmının yabancı kaynaklardan oluşması, işletmenin finansal kaldıraçtan yararlanmasını sağlar.

İşletmeler tamamen öz sermaye ile çalışmak istediklerinde, eğer öz sermayelerini istedikleri kadar artırma imkanına sahip değillerse işlerini büyütemez, karlı yatırım fırsatlarını değerlendiremezler. Bu nedenle gerektiğinde yabancı kaynaklara başvururlar. İşletmenin faaliyetlerinden sağladığı karlılığı yabancı kaynakların maliyetinden büyükse, yabancı kaynakları artırmak işletmeye yarar sağlayacaktır. Ancak yabancı kaynakları sürekli artırarak, bu işlemde faydalanmanın bir sınırı vardır (Coşkun, 2004: 53). Finansal kaldıraç bir işletmenin öz sermaye olarak sahipleri (hissedarları) tarafından finanse edilmesi yerine borçlanması yoluyla finanse edilmesi durumunda gerçekleşir. Bir işletmenin kaldıraç derecesi riskin değerlendirilmesinde önemli bir faktördür. Bir işletme borçlandığında, faiz ödemelerini ve anaparanın geri ödenmesi yükümlülüğünü üstlenir (Atrill, 2009: 88).

Finansal yapı (mali bünye) analizinde firmanın dış kaynaklarla öz kaynakların bileşimine ilişkin finansman politikaları değerlendirilir. Bu bölümde özellikle aşağıdaki noktalara açıklık getirilir:

- Borçlanma düzeyinin önceki yıllara oranla gösterdiği eğilim,
- Firmanın etkili bir otofinansman politikası uygulayıp uygulamadığı,
- Firma otofinansman yoluyla öz sermayeyi güçlendiremiyorsa, bunun nedenlerinin araştırılması,
- Firma öz sermayesinin süreklilik niteliği,
- Borçlanmada kısa, orta ya da uzun süreli dış kaynak dengesinin kurulup kurulmadığı, kurulamamışsa bunun nedenlerinin araştırılması (Berk, 2007: 479).

Finansal analiz kapsamında hesaplanan finansal yapı (kaldıraç) oranlarından bazıları aşağıdaki gibidir.

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç (Kısa Vadeli Borç + Uzun Vadeli Borç)}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\text{Borçlanma Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Özsermaye}}$$

Özsermaye / Toplam Varlıklar Oranı

Toplam aktiflerin ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklardan fonlandığını göstermekte olan kaldıraç oranı aynı zamanda şirketlerin toplam kaynaklarının dağılımı hakkında da bilgi vermektedir. Şirketlerin hem toplam varlıklarının ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklardan fonlandığı, hem de kaynakların niteliklerine göre dağılımı hakkında fikir veren oran şirket için bir risk göstergesi olarak da kullanılabilir. Bu oranın yüksek çıkması işletmeyi kredi verenler açısından riskli pozisyona düşürmektedir (Er, 2009: 54-55).

Borçlanma oranı, şirketin toplam borcunun öz sermayeye oranı, işletme sermayesi ve yatırımlarının finansmanının ne ölçüde dış kaynaklardan ne ölçüde iç kaynaklardan karşılandığını gösterir. Borçlanma oranının yüksek veya düşük olmasının olumlu veya olumsuz olarak nitelendirilmesi, şirketin kar marjı ile borçlanma maliyetinin seviyesine göre değişiklik gösterir. Borçlanma maliyetinin, kar marjından yüksek olduğu durumlarda oranın yüksek olması olumsuz, aksi durumda olumlu olarak nitelendirilir (<http://www.tacirler.com.tr/arastirma/oranlar> 12.06.2010). Oranın %100'ü aşmaması gerektiği batılı finans kurumları tarafından genel bir kural olarak benimsenmişken, ülkemiz gibi öz sermaye bulmakta zorluk çekilen ülkelerde bu oranın %150-%200 arası olması kabul edilebilir (Er, 2009: 55).

Özsermaye / Toplam Varlıklar Oranı, varlıkların yüzde kaçının ortak veya ortaklar tarafından finanse edildiğini ortaya koyar. Oranın yüksekliği işletmenin borçlarını ve borç faizlerini güçlükle karşılamadan ödeyebileceğini gösterir (Büker ve diğerleri, 2008: 96-97).

#### **3.1.4. Karlılık Oranları**

Karlılık oranları, işletmelerin faaliyetleri sonucu elde ettikleri başarıyı ölçmede kullanılan oran gruplarıdır. Bu grupta yer alan oranlar ile genellikle

işletmenin satışları, varlıkları ve özsermayesi ile kar'ı arasında matematiksel ilişkiler kurulur.

Finansal analiz kapsamında hesaplanan karlılık oranlarından bazıları aşağıda gösterilmiştir.

$$\text{Net Kar Marjı} = \text{Net Kar} / \text{Net Satışlar}$$

$$\text{Aktif Karlılığı} = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}$$

$$\text{Özsermaye Karlılığı} = \text{Net Kar} / \text{Özsermaye}$$

Net kar marjı, bir işletmenin tüm masraflar ve vergiden sonra ne oranda karlılık gösterdiğini ölçer. Diğer bir ifade ile bir birim satışlardan ne oranda net kar elde edildiğini gösteren orandır. Oranın yüksek olması arzu edilen bir durumdur. Yüksek bir net kar marjı işletmenin hem yatırım, üretim, fiyatlama politikalarının hem de finanslama politikalarının uygunluğunu gösterir (Aydın ve diğerleri, 2009: 78).

Aktif karlılığı, işletmenin aktiflerine yaptığı yatırımın karlılığını gösterir. Oranın yüksekliği olumlu olarak yorumlanırken, yatırım finansmanının öz sermaye veya yabancı sermaye ile finanse edildiğine de dikkat edilmelidir.

Öz sermaye karlılığı, yatırılan sermaye karşılığında elde edilen karın yeterliliğinin ölçülmesinde kullanılan bir orandır. Öz kaynak sahipleri, bu oranın yüksek olması beklentisi içindedirler. Bu orana mali rantabilite oranı da denmektedir (Karapınar ve Zaif, 2009: 178). Finans da, hissedarlar açısından firma değerinin artırılması temel amaç olduğundan firmanın 1 TL'lik öz sermayesinin ilgili dönemde yüzde kaç getiri sağladığı önemli bir gösterge olmaktadır (Ercan ve Ban, 2009: 47). Yönetimin başarısını ölçmek için kullanılan bu oranı şirkete ortak olan yatırımcılar, katılımlarının getirisini görmek içinde kullanırlar (Er, 2009: 55).

### **3.1.5. Piyasa Performans Oranları**

Bir işletmenin finansal performansının değerlendirilmesi ile ilintili olabilecek diğer bir oran grubu da piyasa performansını yansıtan oranlardır. İşletmenin performansını değerlemede muhasebe verileriyle finansal pazarlara dönük verilerin birleştirilmesi faydalı olacaktır. Bir işletmenin finansal tablolarını baz alan oranları

ile Pazar esaslı oranları arasında yakın bir paralellik vardır. Örneğin, bir işletme muhasebe verileriyle, endüstri ortalamasına göre daha fazla riskli ve daha düşük karlılıkta görülüyorsa, finansal pazarlarda, bu işletmenin Pazar fiyatı daha düşük olacaktır (Aydın ve diğerleri, 2009: 81).

Bu oran grubu içerisinde sıklıkla kullanılan oranlar aşağıda belirtilmiştir.

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Dönem Sonu Fiyatı}}{\text{Dönem Hisse Başına Kazancı}}$$

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse Senedinin Dönem Sonu Fiyatı}}{(\text{Özsermaye/Hisse Senedi Sayısı})}$$

Fiyat/Kazanç Oranı (F/K), bir hisse senedi fiyatının hisse senedi başına kazancının kaç katı olduğunu gösterir. Formülün paydasında yer alan dönem hisse başına kazancı, dönem net karının dönem sonu hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Söz konusu oran, işletmenin her 1 TL'lik karına karşılık, yatırımcının kaç TL ödemeye razı olduğunu gösterir.

Fiyat/Kazanç oranı senetlerin borsadaki fiyatlarının pahalı olup olmadığını ölçen en önemli göstergelerdendir. Kısaca; piyasadaki fiyatın karın kaç katı olduğunu gösterir. Hisse senedi başına düşen kar 1 TL ise ve senet borsada 5 TL'den işlem görüyorsa, karın 5 katına satılıyor demektir. Bu oran arttıkça senetler pahalılaşıyor demektir. Fiyat/Kazanç oranı; şirketin kar yapma potansiyeline göre piyasada işlem gören senetlerin pahalı mı, ucuz mu olduğunu belirtmeye yarayan bir ölçüdür (<http://www.hisse.net/forum/entry.php?b=1080> 14.08.2010). Dolayısıyla, bu oran yorumlanırken hisse senedine yatırım yapmak isteyen potansiyel yatırımcı ve senedi elinde bulunduran açısından değerlendirmek gerekir. Yatırım yapmak isteyen yatırımcı oranın düşük düzeyde olmasını isterken, senedi elinde bulunduran da yüksek bir F/K oranına sahip hisse senedini pahalılaştığı düşüncesiyle satmak isteyecektir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının payında yer alan piyasa değeri bilindiği üzere bir hisse senedinin piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenmiş değeridir. Defter değeri ise şirketin varlıkları ile borçları arasındaki farkın, mevcut hisse sayısına bölünmesiyle bulunur. Oran, şirketin piyasa değerinin öz sermayesinin kaç katı olduğunu gösterir. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı 1'den küçük ise hisse

senedinin ucuz olduğu düşünülür. Dolayısıyla hisse senedinin alınması karlıdır. Oran 1'den büyükse hisse senedi pahalı olarak kabul edilir ve satış önerilir ([http://www.ekodialog.com/finansal\\_eko/fin\\_eko\\_konulari1.html](http://www.ekodialog.com/finansal_eko/fin_eko_konulari1.html) 22.07.2010).

### 3.2. NET BUGÜNKÜ DEĞER

Net bugünkü (şimdiki) değer yöntemi bir projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin bugüne indirgenmiş değerleri toplamı ile nakit çıkışlarının bugüne indirgenmiş değerleri arasındaki farkı veren iskonto esasına dayalı bir yöntemdir. Bu fark yani projenin net bugünkü değeri sıfırdan büyükse söz konusu proje kabul edilecektir. Eğer birden fazla proje arsında bir seçim yapılacaksa net bugünkü değeri büyük olan proje tercih edilir.

Net bugünkü değer basit olarak aşağıdaki gibi hesaplanır (Büker ve diğeri, 2008: 301).

Beklenen nakit girişlerinin iskonto edilmiş değeri	xxx
Proje maliyetinin şimdiki değeri	<u>-xxx</u>
Projenin net şimdiki değeri	xxx

Yöntem aşağıdaki gibi formüle edilmektedir.

$$NBD = \sum_{t=1}^n \frac{NNG}{(1+k)^t} - I_0$$

Burada; NBD Net bugünkü değeri, NNG Net nakit girişini, k Sermaye maliyetini, n Yatırımın ömrünü,  $I_0$  Yatırım harcamalarını göstermektedir.

### 3.3. İÇ KARLILIK ORANI

İskonto edilmiş nakit akımı yöntemi olarak bilinen iç karlılık oranı yöntemi, paranın zaman değerini göz önünde tutan, projenin vaat ettiği verimi bulmak için kullanılan bir yöntemdir. İç karlılık oranı yöntemi aynı zamanda yatırımcıların yöntemi olarak da bilinir (Büker ve diğeri, 2008: 303).

Projenin net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen ya da diğeri bir ifadeyle, net nakit akımlarının bugünkü değerini başlangıç yatırımına eşitleyen iskonto oranına iç

karlılık oranı denilmektedir. Bu oran hesaplandıktan sonra proje için geçerli olan sermaye maliyeti ile kıyaslanır; sermaye maliyetinden büyükse projenini karlı olduğu kabul edilir (Aktaş ve diğerleri, 2009: 88-89). İç karlılık oranı aşağıdaki gibi formüle edilmektedir (Büker ve diğerleri, 2008: 303).

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{NNG}{(1+r)^t}$$

#### 3.4. ARTIK KAR

Artık kar (residual income) kavramı, 1896 yılında ilk kez Alfred Marshall tarafından tanımlanmıştır. Marshall; artık karı, net kardan yatırılan sermayenin cari faiz oranları üzerinden sağlanacak faiz tutarının çıkartılması ile bulunan bir tutar olarak tanımlamıştır (Ercan ve diğerleri, 2003: 69).

Artık kar yöntemi, işletme faaliyetleri sonucunda elde edilen net karın hesaplanabilmesi amacıyla geliştirilmiştir. Artık kar yöntemi ile elde edilen karlardan firmanın sermaye maliyeti çıkarıldıktan sonra dönem içinde elde edilen net karlardan ne kadarının işletmede kaldığı hesaplanmaktadır. Söz konusu yöntemde göre, firmanın bir dönem sonunda elde ettiği karlardan firmaya yatırım yapanların bu yatırımlarının karşılığında bekledikleri getirileri çıkarıldıktan sonra kalan net kar, artık kar olarak ifade edilmekte olup;

Artık Kar = Elde Edilen Kar – (Yatırılan Sermaye x Sermaye Maliyeti)  
formülüyle hesaplanabilmektedir. (Ercan ve diğerleri, 2003: 78).

Artık karın (gelirin) yöneticiler tarafından performans ölçütü olarak tercih edilmesinin nedeni, gelirin bir oran olarak değil de, mutlak bir para değeri olarak en yüksek değere ulaştırılmasının istenmesidir. Özellikle işletmenin alt birimlerinin performansının ölçülmesi için kullanılan artık değer ile, herhangi bir birimin belirlenen asgari kar miktarına ulaşması, onun yüksek performans gösterdiğinin göstergesi olarak kabul edilir ve o birime daha fazla yatırım yapılarak genişlemesine karar verilebilir (Coşkun, 2007: 13).

### 3.5. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)

Günümüzde sermaye piyasalarının hızla gelişimi, şirket birleşme ve satın almaları ile firmalarda halka açılma eğilimlerinin artması, firma sahiplerini ve yatırımcılarını firma değerini doğru tespit etme arayışına yöneltmiştir. Firma değerinin doğru bir şekilde tespitinin yanında bu değerın yönetimi ve maksimizasyonu da günümüz üst düzey yöneticilerinin amaçlarının başında gelmektedir. Bu nedenle firma değerini tespit etmeye ve yönetmeye yönelik birçok yöntem geliştirilmiştir. Bu yöntemlerden en önemlilerinden birisi EVA yöntemidir (Çam, 2006: 101).

İşletmede bir dönem içerisinde yaratılan değeri belirlemeye dönük kullanılan geleneksel muhasebe temelli ölçütlerin manipülasyonlara açık olması ve günümüzde firmaların performanslarını tam olarak değerlememesi gibi eksikliklerinden dolayı yeni performans ölçüm sistemleri arayışına gidilmiştir. Bu çerçevede Stern&Stewart danışmanlık şirketi tarafından finansal performansın ölçülmesinde kullanılmak üzere EVA olarak isimlendirilen bir ölçüm aracı geliştirilmiştir (Topal, 2008: 250).

EVA, firmanın sermayesinin getirisi ve bu sermayenin maliyeti arasındaki farkı ölçer. Pozitif EVA, paydaş için değer yaratıldığını, negatif EVA ise değer kaybına uğranıldığını gösterir (Yüreğir ve Nakıboğlu, 2007: 553).

### 3.6. PAZAR KATMA DEĞER

Pazar katma değeri, firmanın piyasa değeri ile toplam yatırılan sermaye arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Cari yıl Pazar katma değeri ise, gelecek için tahmin edilen EVA değerlerinin bugünkü değere indirgenmiş biçimi olarak ifade edilmektedir. Pazar katma değeri, genelde firmanın piyasa değeri ile firmaya yatırılan sermaye arasındaki fark olarak bilinmekte olup, sadece halka açık ve hisse senetlerinin piyasa fiyatı belli olan firmalarda hesaplanabilmektedir. Pazar katma değeri, işletme sahiplerinin servetlerinin, sadece işletmenin toplam değeri ile toplam sermaye arasındaki farkın artırılması durumunda maksimum olacağı görüşüne dayanmaktadır (Ercan ve diğerleri, 2003: 72).



### 3.7. NAKİT KATMA DEĞER (CVA)

Nakit katma değeri (Cash Value Added-CVA), artık kar bakış açısı orijinli nakit akımlarına dayalı alternatif bir finansal performans ölçüm yöntemidir. EVA getiriye dayalı bir yöntem iken, CVA kontrol ve karar sürecinde baştan sona ana girdi olarak nakit akımlarına dayalı bir yöntem olmaktadır. CVA, firma yönetimine güvenli, kesin ve etkin bir kontrol yöntemi sunarken, stratejik kararlar ve ekonomik çıktılar arasında da mantıklı bir ilişki oluşturarak firma içi ekonomik ve finansal iletişimi artırmaktadır. Bu özellikleri ile CVA, uzun dönemli büyümeye ve özellikle sermaye duyarlılığına sahip işletmeler için EVA'ya göre daha başarılı bir ölçüm yöntemidir (Ercan ve diğerleri, 2003: 73).

### 3.8. PERFORMANS KARNESİ

Performans karnesi (Balanced Scorecard), işletmelerin misyonunu ve stratejilerini kapsamlı bir performans ölçütleri setine dönüştürerek stratejik performans ölçümü ve yönetimi için bir çerçeve oluşturan, ölçme esasına dayalı bir stratejik performans yönetim sistemidir. Performans karnesi, finansal performans ölçütlerinin yanında uzun vadede işletme performansını etkileyecek müşteri memnuniyeti veya kalite gibi finansal olmayan performans ölçütlerini ön plana çıkarmaktadır. Performans karnesinde geleneksel olarak finansal boyut, süreçler boyutu, müşteri boyutu ve öğrenme ve gelişme boyutu olmak üzere dört performans boyutu bulunmaktadır (Coşkun, 2007: 38).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE 2004-2005 YILLARI ARASINDAKİ BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSINA YÖNELİK ETKİLERİ ÜZERİNE İNCELEMELER: PANEL VERİ ANALİZİ

#### 1. İLGİLİ LİTERATÜR İNCELEMESİ

Birleşme ve satın almaların ekonomik sonuçları çok sayıda çalışmaya konu olmuştur. Devralmaların finansal etkileri üzerindeki ampirik literatür hisse senedi piyasası verileri ve muhasebe merkezli veriler olmak üzere başlıca iki kaynaktan ortaya çıkmaktadır (Camerlynck, 2005: 169). Dolayısıyla bu bölümde ilgili literatür incelemesi muhasebe verilerine dayalı finansal ve faaliyet performansını ölçen çalışmalar ile piyasa performansını yansıtan çalışmalardan oluşmaktadır.

##### 1.1. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN İŞLETMELERİN FİNANSAL VE FAALİYET PERFORMANSINA YÖNELİK ETKİLERİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

(Ghosh ve Jain, 2000) çalışmalarında birleşme ile finansal kaldıraç arasındaki ilişkiyi, 1978-1987 yılları arasındaki 239 birleşme işlemi için yatay kesit regresyon analizi kullanarak incelemiştir. Analiz sonucunda, işletmelerin birleşme sonrasında finansal kaldıraç anlamlı bir şekilde artış göstermiştir. Çalışmada ayrıca borç kapasitesindeki bir artışın finansal kaldıraç artırıp artırmadığı incelenmiş ve borç kapasitesindeki artışa uygun olarak endüstriye ve büyüklüğe göre düzeltilmiş finansal kaldıraç anlamlı bir şekilde arttığı görülmüştür. Bunun yanı sıra yatay kesit analiz sonucunda birleşme duyurusunun yapıldığı dönemlerde hisse senetlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getirileri, birleşme sonrası finansal kaldıraçtaki artışlarla pozitif ilişkilidir.

(Sorensen, 2000) yaptığı çalışmada, 1996 yılındaki birleşme ve satın alma işlemleri temel alınarak 286 hedef işletme, 232 satın alan işletme ve 217'de birleşme/satın alma işlemi gerçekleştirilmeyen işletme için 22 değişik finansal oran hesaplaması yapmıştır. Bu üç grubun finansal oran ortalamaları arasındaki farklılığın incelenmesi ANOVA testi ile gerçekleştirilmiştir. Test sonucunda özellikle dört karlılık oranı ve iki kaldıraç oranı için farklar anlamlı çıkmıştır. Ayrıca yapılan

analizler sonucunda satın alan firmaların hem hedef hem de birleşmeyen firmalardan daha fazla karlı olma eğiliminde olduğu görülmüştür.

(Ghosh, 2001) çalışmasında, 1981-1995 yılları arasında 315 birleşme ve satın alma işlemini içeren bir örneklem üzerinde analizler yapmıştır. Örnekleme oluşturan işlemlerin 147'si nakit, 111'i hisse senedi ile finanse edilen işlemler olurken 57'si de karma şekilde finanse edilen işlemlerdir. Yatay-kesit regresyon analizi ile yapılan inceleme sonucunda işletmelerin birleşme/satın alma sonrası faaliyet performanslarının arttığına dair bulguya ulaşılamamıştır. Bununla birlikte nakit ile gerçekleştirilen satın almalar sonrasında nakit akışındaki artış anlamlı iken hisse senedi ile finanse edilen işlemlerde ise azalış meydana gelmiştir.

(Kruse ve diğerleri, 2002) yaptıkları çalışmada 1969-1992 yılları arasında 46 imalat işletmesinin birleşme işlemleri incelenmiştir. Birleşme işleminden beş yıl önce ve beş yıl sonra olmak üzere işlemin her iki tarafı olan işletmelerin faaliyet performansları incelenmiştir. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları ve OLS regresyon yöntemi kullanılmış ve birleşme sonrası uzun dönemli faaliyet performansı pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Bununla birlikte farklı endüstrilerdeki firmaların yer aldığı çeşitlendirme amaçlı birleşmeler sonrasında uzun dönemli faaliyet performansı daha anlamlı bulunmuştur.

(Yeh ve Hoshino, 2002) çalışmalarında, 1970-1994 yılları arasında 86 Japon işletmesinin birleşmesini finansal oran hesaplamaları ve OLS Regresyon analizi çerçevesinde incelemişlerdir. İnceleme sonucunda, işletme etkinliğinde gelişme olmadığı gibi hatta karlılık, satışlarda büyüme ve çalışan sayısında artış gibi firmaların faaliyet performanslarında kötüleşme görülmüştür. Ayrıca bu durumun Japonya'daki, birleşmelerin finansal performansı artırmanın etkin bir yolu olmadığı şeklindeki genel kanı ile örtüştüğü vurgulanmıştır.

(Kenkel ve diğerleri, 2003) çalışmalarında 1993-1997 yılları arasında 22 tane kooperatif birleşme işlemini beş değişik grupta hesaplanan finansal oranlar ve Paired-t testi ile incelemişlerdir. Kooperatif birleşmelerinin arkasındaki görünürdeki itici güçler satış büyümeleri, düşük karlılık ve etkinlik olmuştur. Analiz sonucunda birleşmeler karlılık ve etkinlik artışında genellikle başarılı olmuşlardır.

(Ramaswamy ve Waegelein, 2003) çalışmalarında, 1975-1990 yıllarında 162 birleşme/satın alma işlemini ele almışlardır. Finansal oran hesaplamaları ve yatay kesit regresyon yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonucunda, birleşme sonrası performans hedef işletmenin büyüklüğü ile negatif ilişkilidir. Ayrıca farklı endüstrilerdeki işletmelerin birleşmesinde performans artışı görülmüştür.

(Diaz ve diğerleri, 2004) 1993-2000 yılları arasında 181 banka birleşme/satın almasını inceleyen çalışmalarında, finansal temelli oran hesaplamaları çerçevesinde panel veri analizi ile banka satın almalarının karlılıklar üzerinde etkisi incelenmiştir. Çalışmada finansal satın almalar genellikle işlemde iki ya da üç yıl sonra satın alma teklifinde bulunanın performansı üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Bu bağlamda, satın alan işletmelerin uzun dönem karlılıklarında bir artışın görüldüğü çalışmada, performans artışı özellikle banka dışı satın almalarından ziyade banka satın almaları için daha anlamlıdır.

(Basu ve diğerleri, 2004) 1995-2000 yılları arasında Arjantin'deki 98 banka birleşme/satın almasını çalışmalarında analiz etmişlerdir. Banka performans ölçümü ekonometrik çalışmada bağımlı değişken olarak belirlenmiş ve performans göstergeleri olarak da varlık karlılığı / öz sermaye karlılığı (ROA/ROE) ile öz sermaye karlılığı ve varlık karlılığının modife edilmiş şekilleri olan Z-ROE, ve Z-ROA oranları kullanılmıştır. Çalışmada korelasyon analizi ve dengesiz panel regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Banka birleşmeleri ile banka performans değişkenleri arasında güçlü bir ilişki vardır. Birleşme, bankacılık sektöründeki performans artışı (ROE ve Z-ROE) ve borç ödeme riskindeki azalma ile ilişkilidir. Banka birleşmeleri öz sermaye karlılığı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir.

(Mandacı, 2005) yılında yaptığı çalışmada 1998-2000 yılları arasında İMKB'de işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 14 işletmenin birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Birleşme öncesi ve sonrası üç yıla ilişkin olarak finansal oranlar hesaplanmış ve birleşmenin işletmelerin finansal yapıları ve performansı üzerinde etkisi olup olmadığı incelenmiştir. Çalışma sonucunda, birleşme ve satın almadan sonra şirketlerin cari oran ve likidite oranlarının düştüğü,

dönen varlık devir hızının azaldığı, borçlanma katsayısının azaldığı, bunun yanında aktif karlılığının da düştüğü sonucuna ulaşılmıştır.

(Mylonidis ve Kelnikola, 2005) yılında yaptıkları çalışmada 1999-2000 yılları arasında 9 banka birleşmesini incelemiştir. Finansal oran hesaplamaları ve örnek olay incelemesi çerçevesinde yapılan analiz sonucunda, satın alan ve hedef bankaların karlılık, faaliyet etkinliği ve çalışan verimlilik oranlarında birleşme sonrası bir artış görülmemiştir. Bununla birlikte birleşme işlemi gerçekleştirmeyen bankaların benzer oranları ile karşılaştırıldığında birleşme işlemi bankaların faaliyet performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Ayrıca birleşme sonrasında bankaların likidite oranlarında kötüleşme görülmüştür. Bunun yanı sıra birleşmeler değer yaratmıştır.

(Camerlynck ve diğerleri, 2005) yaptıkları çalışmada, 1992-1994 yılları arasında Belçika'daki 143 devralma olayını incelemiştir. Analiz sürecinde, finansal oran hesaplamaları ve parametrik olmayan istatistiksel testlerden Wilcoxon testi kullanılmıştır. Satın alan işletmeler toplam varlıklarında ve satışlarında hedef işletmelerden daha yüksek bir büyüme oranına ulaşırken, endüstriye göre düzeltilmiş likiditelerinde olumsuz durumlarla karşılaşmış ve daha yüksek bir kaldıraç düzeyine ulaşmışlardır.

(Ada ve diğerleri, 2006) yaptıkları çalışmada 2004 yılında Türkiye'de gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinden 10'unu incelemiştir. Analiz sürecinde birleşme ve satın alma işlemlerinin işletmelerin piyasa değeri üzerinde ne yönde etkide bulunduğu saptanmaya çalışılmıştır. İşletmelerin piyasa değerini yansıtan oranlar (PD/DD gibi) hesaplanmış ve sonuçta birleşme ve satın alma işlemlerinin işletmelerin piyasa değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı saptanmıştır.

(Ooghe ve diğerleri, 2006) yaptıkları çalışmada 1992-1994 yılları arasında Belçika'daki 143 satın alma olayını incelemiştir. Satın alan işletmenin satın alma sonrası karlılık, likidite, borç ödeme ve katma değer gibi finansal performans göstergelerinin satın alma öncesine göre daha yüksek olup olmadığı analiz edilmiştir. Analiz sürecinde Finansal oran hesaplamaları ve parametrik olmayan istatistiksel testlerden birisi olan Wilcoxon testi kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Satın

alan işletmenin satın alma öncesi ortalama karlılığı satın alma sonrasına göre daha yüksek bulunmuştur. Ayrıca satın almalar, satın alan işletmelerin borç ödeme gücü bağlamında negatif etki meydana getirmiştir. Analiz sonucunda elde edilen bir diğer bulgu, satın almalar satın alan işletmelerin likidite oranları üzerinde negatif etki ortaya çıkarmıştır. Bunların yanı sıra çalışan başına brüt katma değer oranında ise artış görülmüş ve bu sonuç satın alma işleminin satın alan işletme çalışanlarının verimliliği üzerinde pozitif etkisi ile ilişkilendirilmiştir.

(Pazarskis ve diğerleri, 2006) çalışmalarında 1998-2002 yılları arasında Yunanistan'daki 15 birleşme ve satın alma olayını analiz etmişlerdir. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları ve t-testi kullanılmıştır. Finansal oran hesaplamaları birleşme dönemi, öncesi ve sonrası 3 yılı kapsamak üzere yapılmıştır. Veri toplama yöntemi olarak anket tekniği kullanılmış ve birleşme ve satın alma işleminden dolayı firma karlılıklarında azalma olduğuna dair güçlü bulgulara ulaşılmıştır.

(Titiz ve diğerleri, 2007) İMKB'ye kote 13 şirketin 2003-2006 yılları arasındaki birleşme işlemlerini Veri Zarflama Analizi yöntemiyle analiz etmişlerdir. İnceleme sonucunda, şirketlerin birçoğu birleşme öncesinde etkin değilken birleşme döneminde etkin hale gelmişlerdir. Buna karşın birleşme sonrası dönemde ise şirketlerden büyük çoğunluğunun etkinliğini kaybettiği gözlenmiştir.

(Cabanda ve Pascual, 2007) çalışmalarında örnek olay incelemesi yapmışlardır. Gemicilik sektöründeki bir işletmenin birleşme öncesi üç yıl, birleşme sonrası üç yıl (kısa dönemli analiz) ve birleşme sonrası yedi yıl (uzun dönemli analiz) olmak üzere 1994-2003 dönemini kapsayan finansal oran hesaplamaları yapılmış ve t-testi ile analiz gerçekleştirmişlerdir. Birleşme ve satın alma sonrası uzun dönemde asit-test oranı, varlık devir hızı ve net gelirler gibi bazı işletme performans ölçütlerinde istatistiksel olarak önemli artışlar görülmüştür. Birleşme ve satın alma sonrası kısa dönem analizinde ise net gelir, varlık karlılığı, satışların karlılığı, öz sermaye karlılığı, net kar marjı, sermaye harcaması, sermaye harcaması/satışlar ve sermaye harcaması toplam varlık gibi diğer performans değişkenlerinde ise istatistiksel olarak anlamlı bir artış görülmemiştir.

(Sufian ve Majid, 2007) çalışmalarında, 1998-2004 yılları arasında beş banka birleşme ve satın alma işlemini incelemişlerdir. Analiz sürecinde Veri zarflama analizi ve Tobit regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve inceleme sonucunda şu bulgulara ulaşılmıştır. Birleşme dönemi boyunca bankaların toplam etkinliklerinde az da olsa bir kötüleşme görülmüştür. Birleşme sonrası dönem boyunca bankalar, birleşme öncesi dönemle karşılaştırıldığında toplam etkinlik düzeylerinde yüksek bir ortalama sergilemişlerdir. Ayrıca, banka verimliliği üzerinde karlılığın önemli pozitif etkisi buna karşın düşük kaliteli kredilerin ise negatif etkisinin olduğuna dair sonuçlara ulaşılmıştır.

(Vanitha ve Selvam, 2007) çalışmalarında 2000-2002 yılları arasında 17 birleşme ve satın alma işlemini incelemişlerdir. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları, ortalama, standart sapma ve t testi yöntemleri kullanılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Birleşme sonrasında işletmelerin karlılıklarında artış, borç ödeme gücünde pozitif değişim ve daha iyi bir likidite yapısı görülmüştür.

(Liu ve diğerleri, 2007) çalışmalarında 1993-2003 yılları arasında 60 işletmenin performansını değerlendirmek amacıyla finansal oran hesaplamaları, veri zarflama analizi ve regresyon analizi yöntemlerini kullanmışlardır. 60 işletmenin 24'ü birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren işletmelerdir. Analiz sonucunda, birleşme ve satın alma işlemi sonrasında işletme performansının artmadığı, iç büyüme yöntemi ile işletme faaliyet performansları anlamlı bir şekilde artarken aynı amaca ulaşmada birleşme ve satın alma işlemlerinin etkili olmadığı görülmüştür.

(Kılıç ve Akın, 2008) çalışmalarında 2002-2008 arasında faaliyet gösteren 31 bankanın veri zarflama analizi yöntemi ile etkinlik analizi yapılmıştır. İncelemeye konu olan 31 bankanın 11'i birleşme/satın alma işlemi gerçekleştiren bankalardan oluşmaktadır. Analiz sonucunda, satın alınan bankalarda belirgin bir etkinlik artışı tespit edilememiştir. Satın alınan ve satın alınmayan bankaların tüm dönemlerdeki etkinlik ortalamaları incelendiğinde, satın alınan bankaların satın alınma öncesi, süreci ve sonrasında satın alınmayan bankalara göre daha düşük etkinlik ortalamasına sahip oldukları tespit edilmiştir.

(Marimuthu, 2008) çalışmasında, 1990-1995 yılları arasında 60 işletmeyi finansal oran hesaplamaları T testi ve Paired Sample Testi ile analiz etmiş ve şu

sonuçlara ulaşılmıştır. Birleşme/satın alma sonrası dönem boyunca birçok işletme için birleşme işlemleri çeşitlendirme ile sonuçlanmamış buna karşın durumlarında kötüleşme görülmüştür. Dolayısıyla bu sonuç göre genel olarak birleşme ve satın alma işlemleri işletmelerin sürdürülebilir büyümelerine yardımcı olmamıştır.

(Mantravadi ve Reddy, 2008) çalışmalarında, 1991-2003 döneminde Hindistan'daki 60 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Finansal oran analizi ve Paired T Testi yöntemleri ile analiz gerçekleştirilmiştir. Analizde birleşen işletmelerin faaliyet performanslarında bir iyileşme olup olmadığı ve ayrıca yatay, dikey ve kümeli birleşmelerden hangisinin performans artışında daha etkin olduğu belirlenmeye çalışılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Birleşme/satın alma sonrasında firmaların faaliyet performansları artar şeklindeki hipotez kabul edilmemiş, tam tersine hem karlılık hem de yatırımın karlılığı açısından performansın negatif etkilendiği bulunmuştur. Bununla birlikte farklı birleşme kombinasyonları arasındaki oran farklılıkları istatistiksel olarak anlamlı bulunmamış ve birleşme sonuçları tüm birleşme türleri için benzer olarak değerlendirilmiştir.

(Kumar ve Bansal, 2008) çalışmalarında, 2003 yılında Hindistan'daki 74 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. 2003 yılı merkez alınarak öncesi ve sonrası 3'er yıllık inceleme dönemleri dikkate alınarak 5 grupta 6 finansal oran hesaplaması yapılmıştır. Araştırmada birleşme ve satın almaların uzun dönemde ortaya çıkacak finansal performans üzerindeki etkileri ve ayrıca hem birleşme hem de satın alma işleminin sonuçları karşılaştırılıp kıyaslanması hedeflenmiştir. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları, korelasyon analizi ve Ki-Kare test hesaplamaları yapılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Birleşme öncesi ile birleşme sonrası karşılaştırıldığında incelenen işletmelerin yarısından fazlasında finansal performans artışı meydana gelmiştir. Bir diğer ifade ile incelenen işletmelerin %60'ın da satın alma sonrası dönem itibarıyla finansal performanslarında artış görülmüştür. Hem birleşme hem de satın alma işlemlerinin %15'in de finansal performanslarında artış olurken aynı zamanda işletme sermayesi ve borç/özsermaye oranlarında artış meydana gelmiştir.

(Bertrand ve Zitouna, 2008) çalışmalarında, 1993-2000 yılları arasında Fransa'daki 371 birleşme ve satın alma işlemini incelemiştir. Bu işlemlerin 202'si



yurt içi, 169'u sınır ötesi birleşme ve satın almalarından meydana gelmektedir. Yatay kesit regresyon analizi kullanılarak yapılan analiz sonucunda, uzun dönemde birleşme ve satın alma işlemlerinin hedef şirketlerin karlılığında artış sağlamadığı, verimliliklerinde ise net bir artış olduğu görülmüştür. Ayrıca piyasa gücünde bir artışın olduğuna dair bulguya ulaşılmamıştır. Bununla birlikte yurt içi ve yurt dışı birleşme ve satın almaların sonuçları bakımından önemli farklılıklar bulunmuştur. Etkinlik kazançları sınır ötesi birleşmelerde daha yüksektir.

(Said ve diğerleri, 2008) çalışmalarında 1998-2004 yılları arasında 10 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Malezya'daki birleşme ve satın alma işlemlerinin firmaların performanslarına etkilerini incelemek amacıyla finansal oran verileri etrafında gerek veri zarflama analizi gerekse panel veri regresyon analizi yöntemleri kullanılarak analizler yapılmıştır. Analiz birleşme ve satın alma öncesi 3 yıl ve sonrası 3 yıl olmak üzere verilerin derlenmesi ile yapılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Tüm bankaların birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası ortalama etkinlik skorları benzerdir. Yani, birleşme bankaların üretim etkinliğini artırmamış gibi görünüyor. Bankalar aracılık faaliyetleri üzerinden net faiz geliri elde etmeye odaklanmaya başlamışlardır. Buna karşılık, tüm bankalar için birleşme sonrası ortalama faiz kazanç oranı birleşme öncesine göre daha iyidir. Kredilerdeki büyüme oranı birleşme öncesi ve birleşme sonrası itibariyle istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Ayrıca bankaların kayıp kredi oranı arttıkça öz sermaye karlılıkları azalmış ve kredilerdeki büyüme ve faiz kazanç oranı gibi değişkenler öz sermaye karlılığı üzerinde negatif etki meydana getirmişlerdir.

(Altunbaş ve Marques, 2008) çalışmalarında Avrupa Birliği'ndeki 1992-2001 yılları arasındaki 262 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Bunların 207'si yurt içi, 55'i sınır ötesi birleşme ve satın alma olayıdır. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları ve regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Özellikle sınır ötesi banka birleşmeleri sonrasında performanslarda bir iyileşme görülmüştür. Kredi, kazanç, maliyet, birikim ve büyüklük stratejileri açısından benzer olmayan bankaların bütünleşmeleri özellikle yurt içi birleşme ve satın almalar için oldukça maliyetli olmuştur. Sınır ötesi birleşme ve satın almalar için birleşen bankalar arasındaki farklı kredi, kredi riski gibi stratejiler performans

artışına neden olurken sermaye ve maliyet yapılarındaki farklılık performans üzerinde negatif etki meydana getirmiştir.

(Wu, 2008) çalışmasında Avustralya'daki 1983-2001 yılları arasında 17 banka birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları, t testi, Wilcoxon testi, veri zarflama analizi ile tobit regresyon analizi yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmada banka birleşme ve satın almalarının etkinlik sonuçları analiz edilmiştir. Analiz sonucunda şu bulgulara ulaşılmıştır. Satın alan bankalar, hedef bankalardan daha büyük, daha agresif ve daha az etkindir. Etkin olmamanın temel kaynağı ölçek verimsizliği olarak belirtilmiştir. Regresyon analizi sonucuna göre bankaların birleşme sonrası etkinlikleri ile birleşme öncesi etkinlikleri pozitif ilişkilidir.

(Saboo ve Gopi, 2009) çalışmalarında 2000-2007 yılları arasında 54 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Analiz, birleşme ve satın alma işlemi öncesi iki yıl ve sonrası iki yıl olmak üzere finansal oran hesaplamalarının Paired t testi ile incelenmesine dayalıdır. Analiz yurt içi ve sınır ötesi birleşme ve satın almaların işletmelerin performansları üzerindeki etkileri incelemeye yöneliktir. Analiz sonucunda şu bulgulara ulaşılmıştır. Yurt içi birleşmeler, birleşilen işletmenin faaliyet performansını artırmış, geliştirmiştir. Bunun yanı sıra sınır ötesi birleşme ve satın almalarda performansın arttığına dair bulguya ise ulaşılmamıştır.

(Ismail ve diğerleri, 2009) çalışmalarında 1992-1997 yılları arasında Avrupa'daki 35 banka birleşmesini incelemişlerdir. Birleşme sonrası bankaların faaliyet performanslarını incelemek amacıyla yapılan analizde finansal oran hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Finansal oran hesaplamaları sonucunda varlık getirisinde endüstri ortalamasının altında gelişme ortaya çıkmış ve bankaların kapitalizasyon oranlarında azalma olmuştur. Faiz gideri ve faiz dışı gider oranlarında pozitif gelişmeler meydana gelmiş. Bankaların karlılıklarındaki azalma nedeniyle birleşme sonrası faaliyetlerden elde edilen nakit akımlarında kötüleşme görülmüş ve ayrıca birleşme haberlerine ilişkin olarak piyasa tepkisi ve birleşme sonrası performans arasında bir ilişki bulunmamıştır.

(Misra, 2009) çalışmasında 1998-2007 yılları arasında Hindistan'daki 20'si birleşme, 93'ü birleşme işlemi gerçekleştirmeyen işletmelerden oluşan bir örneklem üzerinde finansal oran hesaplamaları ve logit regresyon analizi yöntemini kullanarak incelemelerde bulunmuştur. Analiz sonucunda, kar ödeme oranı ve işlem hacmi gibi değişkenlerde gelişme, varlık devir hızı ve öz varlık getirisinde ise önemli bir gelişme görülmemiştir.

(Badreldin ve Kalhoefer, 2009) çalışmalarında 2002-2007 yılları arasında Mısır'daki 10 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Analiz sürecinde birleşme ve satın alma işlemlerinin öncesi ve sonrasına yönelik olarak finansal oran hesaplamaları yapılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Birleşme ve satın almaların bankaların karlılıkları üzerinde net bir etkisi olduğuna dair güçlü bir kanıt bulunmamıştır. Sadece kredi risk pozisyonlarının arttığına yönelik olarak küçük de olsa bir değişim meydana gelmiştir.

(Ravichandran ve Alkathlan, 2010) çalışmalarında 2000-2007 yılları arasında 9 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları, faktör analizi ve regresyon analizi yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmada bankaların birleşme sonrası performansına hangi parametrelerin etki ettiği araştırılmış ve şu bilgilere ulaşılmıştır. Bankalar yüksek faiz geliri sağlayan faaliyetler üzerinde odaklanmaya başlamışlardır ve birleşmeler için ana sebebin faaliyetlerini büyütmek olduğu belirtilmiştir.

(Mishra ve Chandra, 2010) çalışmalarında Hindistan'daki 2000-2008 yılları arasındaki 52 birleşme ve satın alma olayı incelemiştir. Finansal oran hesaplamaları ve panel veri regresyon analizi uygulanarak yapılan analiz sonucunda şu bulgulara ulaşılmıştır. Birleşme ve satın almalar uzun vadede işletmelerin karlılığı üzerinde herhangi bir önemli etki meydana getirmemiştir. Ayrıca kurum içi araştırma-geliştirme ve yurtdışından teknoloji satın almada işletmelerin karlılığı üzerinde herhangi bir önemli etki meydana getirmemiştir.

(Liu, 2010) çalışmasında, 2001-2007 yılları arasında Tayvan'daki 36 banka birleşmesini incelemiştir. Analiz sürecinde finansal oran hesaplamaları, faktör analizi ve lojistik regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Finansal kurumların birleşme güdülleri ile borç oranı, ödenmeyen kredileri karşılama

oranı, likit karşılıklar oranı, hisse başına kazanç oranı, kredilerdeki büyüme oranı, piyasa koşulları ve banka ölçeği arasında pozitif bir korelasyon vardır. Vergi öncesi net kar oranı, finansal hizmetler maliyet oranı, gelirlerdeki artış oranı, çalışan başına faaliyet karı, kamu iştirak oranı ile birleşme karlılığı arasında negatif bir korelasyon bulunmuştur. Birleşme sonrasında bankalarda birleşme sinerjileri ortaya çıkmıştır.

(Kwoka ve Pollitt, 2010) çalışmalarında, 1994–2003 yılları arasında 73 birleşme olayını incelemişlerdir. Finansal oran hesaplamaları, veri zarflama analizi ve panel veri regresyon analizi uygulamaları sonucunda elde edilen bulgular şunlardır. Ne satın alan ne de hedef işletme birleşme veya satın almadan önce üstün performans sergilemiyorlar. Hedef işletmelerin birleşme sonrası etkinliklerinde azalma olmuştur.

(Ramakrishnan, 2010) yaptığı çalışmada Hindistan'daki 1996-2002 yılları arasındaki 87 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Birleşmelerin uzun dönemde işletmelerin performansı üzerindeki etkilerini incelemeye yönelik olan çalışmada birleşme öncesi ve sonrası üç yıllık pencere üzerinden inceleme yapılmıştır. Analiz sürecinde paired t testi, adimsal regresyon ve yatay kesit regresyon analizleri kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Birleşmeler uzun dönemde işletmelerin performansını artırmıştır. Bu durum varlıklardan yüksek derecede yararlanmanın sonucunda ortaya çıkmıştır. Farklı iş kollarındaki işletmelerin birleşmeleri uzun dönemde daha iyi sonuç vermiştir.

**Tablo 14. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Finansal ve Faaliyet Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

<b>Çalışma</b>	<b>Dönem</b>	<b>Yöntem</b>	<b>Bulgu</b>
(Ghosh ve Jain, 2000)	1978-1987	Yatay kesit regresyon analizi	İşletmelerin birleşme sonrasında finansal kaldıraç anlamlı bir şekilde artış göstermiştir.
(Sorensen, 2000)	1996	Finansal oran hesaplamaları, ANOVA, Logit regresyon	Birleşme/satın alma öncesi ve sonrası bazı oranlar istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Analizler sonucunda satın alan firmaların hem hedef hem de birleşmeyen firmalardan daha fazla karlı olma eğiliminde olduğu görülmüştür
(Ghosh, 2001)	1981-1995	Yatay-kesit regresyon analizi	İşletmelerin birleşme/satın alma sonrası faaliyet performanslarının arttığına dair bulguya ulaşamamıştır
(Kruse ve diğerleri, 2002)	1969-1992	Finansal oran hesaplamaları ve OLS regresyon yöntemi	Birleşme sonrası uzun dönemli faaliyet performansı pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.
(Yeh ve Hoshino, 2002)	1970-1994	Finansal oran hesaplamaları ve OLS Regresyon analizi	Japonya'daki birleşmelerin finansal performansı artırmanın etkin bir yolu olmadığı şeklindeki genel kanı ile örtüştüğü sonucuna ulaşılmıştır.
(Kenkel ve diğerleri, 2003)	1993-1997	Finansal oranlar ve Paired-t testi	Birleşmeler karlılık ve etkinlik artışında genellikle başarılı olmuşlardır.
(Ramaswamy ve Waagelein, 2003)	1975-1990	Finansal oran hesaplamaları ve yatay kesit regresyon yöntemi	Birleşme sonrası performans hedef işletmenin büyüklüğü ile negatif ilişkilidir. Ayrıca farklı endüstrilerdeki işletmelerin birleşmesinde performans artışı görülmüştür.
(Diaz ve diğerleri, 2004)	1993-2000	Finansal oran hesaplamaları, panel veri analizi	Satın alan işletmelerin uzun dönem karlılıklarında bir artışın görüldüğü çalışmada, performans artışı özellikle banka dışı satın almalarla ziyade banka satın almaları için daha anlamlıdır.
(Basu ve diğerleri, 2004)	1995-2000	Korelasyon analizi ve dengesiz panel regresyon analizi	Banka birleşmeleri öz sermaye karlılığı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir.

**Tablo 14 devamı. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Finansal ve Faaliyet Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

(Mandacı, 2005)	1998-2000	Finansal oran hesaplamaları	Birleşme ve satın almadan sonra şirketin cari oran ve likidite oranlarının düştüğü, dönen varlık devir hızının azaldığı, borçlanma katsayısının azaldığı, bunun yanında aktif karlılığının da düştüğü sonucuna ulaşılmıştır.
(Mylonidis ve Kelnikola, 2005)	1999-2000	Örnek olay incelemesi, finansal oran hesaplamaları	Satın alan ve hedef bankaların karlılık, faaliyet etkinliği ve çalışan verimlilik oranlarında birleşme sonrası bir artış görülmüştür.
(Camerlynck ve diğerleri, 2005)	1992-1994	Finansal oran hesaplamaları ve Wilcoxon testi	Satın alan işletmeler toplam varlıklarında ve satışlarında satın alınan işletmelerden daha yüksek bir büyüme oranına ulaşırken, endüstriye göre düzeltilmiş likiditelerinde olumsuz durumlarla karşılaşmış ve daha yüksek bir kaldıraç düzeyine ulaşmışlardır
(Ada ve diğerleri, 2006)	2004	Piyasa değerini yansıtan finansal oran hesaplamaları	Birleşme ve satın alma işlemlerinin işletmelerin piyasa değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı saptanmıştır.
(Ooghe ve diğerleri, 2006)	1992-1994	Finansal oran hesaplamaları ve Wilcoxon test	Satın alan işletmenin, satın alma işlemi sonrasında finansal performans göstergelerinden olan karlılık, likidite ve borç ödeme oranları, işlem öncesine göre düşüş göstermiştir.
(Pazarskis ve diğerleri, 2006)	1998-2002	Finansal oran hesaplamaları ve t-testi	Birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren firmaların karlılıklarında azalma görüşmüştür.
(Titiz ve diğerleri, 2007)	2003-2006	Veri zarflama analizi	Birleşmelerin işletmelerin etkinlikleri üzerinde artırıcı bir etkisi olurken bu etkinlik birleşme sonrasında korunamamıştır.
(Cabanda ve Pascual, 2007)	1994-2004	Finansal oran hesaplamaları ve t-testi	Birleşme işlemi, hem kısa hem de uzun dönemde performans göstergelerinin tamamında artışa neden olmamıştır.
(Sufian ve Majid, 2007)	1998-2004	Veri zarflama analizi ve Tobit regresyon analizi yöntemleri	Birleşme sonrası dönem boyunca bankalar, birleşme öncesi dönemle karşılaştırıldığında toplam etkinlik düzeylerinde yüksek bir ortalama sergilemişlerdir.

**Tablo 14 devamı. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Finansal ve Faaliyet Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

(Vanitha ve Selvam, 2007)	2000-2002	Finansal oran hesaplamaları, ortalama, standart sapma ve t testi yöntemleri	Birleşme sonrasında işletmelerin karlılıklarında artış, borç ödeme gücünde pozitif değişim ve daha iyi bir likidite yapısı görülmüştür.
(Liu ve diğerleri, 2007)	1993-2003	Finansal oran hesaplamaları, veri zarflama analizi ve regresyon analizi yöntemleri	Birleşme ve satın alma işlemleri işletme performansını artırmazken iç büyüme strateji ile işletmelerde performans artışı meydana gelmiştir.
(Kılıç ve Akın, 2008)	2002-2008	Veri zarflama analizi	Satın alınan bankalarda belirgin bir şekilde etkinlik artışı tespit edilmemiştir.
(Marimuthu, 2008)	1990-1995	Finansal oran hesaplamaları t testi ve paired sample testi	Birleşme ve satın alma işlemleri işletmelerin sürdürülebilir büyümelerine yardımcı olmamıştır
(Mantravadi ve Reddy, 2008)	1991-2003	Finansal oran analizi ve paired t testi	Birleşme/satın alma hem karlılık hem de yatırımın karlılığı açısından performansı negatif etkilendiği bulunmuştur. Ayrıca birleşmelerden elde edilen sonuçlar açısından birleşme türleri arasında bir farklılık görülmemiştir.
(Kumar ve Bansal, 2008)	2000-2006	Finansal oran hesaplamaları, korelasyon analizi ve Ki-Kare test	Birleşme ve satın almaların birçoğunda uzun dönemde satın alan firmalarda sinerji meydana gelirken bu durum yüksek nakit akışı, daha fazla iş, çeşitlendirme ve maliyet azalması gibi şekillerde olabilir.
(Bertrand ve Zitouna, 2008)	1993-2000	Yatay kesit regresyon analizi	Birleşme ve satın almalar uzun dönemde, işletmelerinin karlılığını artırmaz iken tersine verimliliklerini artırmıştır. Ayrıca etkinlik artışı sınır ötesi birleşme ve satın almalarda daha yüksektir.
(Said ve diğerleri, 2008)	1998-2004	Finansal oran hesaplamaları, veri zarflama analizi ve panel veri regresyon analizi	Bankaların birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası ortalama etkinlik skorları benzerdir. Yani, birleşme bankaların üretim etkinliğini artırmamıştır. Ayrıca bankaların kayıp kredi oranı arttıkça öz sermaye karlılıkları azalmıştır.

**Tablo 14 devamı. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Finansal ve Faaliyet Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

(Altunbaş ve Marques, 2008)	1992-2001	Finansal oran hesaplamaları ve regresyon analizi	Sınır ötesi banka birleşmeleri sonrasında performanslarda bir iyileşme görülmüştür.
(Wu, 2008)	1983-2001	Finansal oran hesaplamaları, t testi, Wilcoxon testi, veri zarflama analizi ile tobit regresyon analizi	Bazı banka birleşmeleri sonucunda bankaların etkinlik performansı daha da kötüleşmiştir.
(Saboo ve Gopi, 2009)	2000-2007	Finansal oran hesaplamaları ve Paired t testi	Yurt içi ve sınır ötesi birleşme ve satın almaların işletmelerin performansı üzerindeki etkileri farklıdır.
(Ismail ve diğerleri, 2009)	1992-1997	Finansal oran hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi	Finansal oran hesaplamaları sonucunda varlık getirisinde endüstri ortalamasının altında gelişme ortaya çıkmış ve bankaların kapitalizasyon oranlarında azalma olmuştur. Faiz gideri ve faiz dışı gider oranlarında pozitif gelişmeler meydana gelmiştir.
(Misra, 2009)	1998-2007	Finansal oran hesaplamaları ve logit regresyon analizi	Kar ödeme oranı ve işlem hacmi gibi değişkenlerde gelişme, varlık devir hızı ve öz varlık getirisinde ise önemli bir gelişme görülmemiştir.
(Badreldin ve Kalhoefer, 2009)	2002-2007	Birleşme öncesi ve sonrası hesaplanan 13 farklı finansal oran	Birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren bankaların tamamında işlem öncesi ile karşılaştırıldığında öz sermaye karlılığı ve performans artışı yoktur.
(Ravichandran ve Alkathlan, 2010)	2000-2007	Finansal oran hesaplamaları, faktör analizi ve regresyon analizi	Bankalar yüksek faiz geliri sağlayan faaliyetler üzerinde odaklanmaya başlamışlardır ve birleşmeler için ana sebebin faaliyetlerini büyütme olduğu belirtilmiştir.
(Mishra ve Chandra, 2010)	2000-2008	Finansal oran hesaplamaları ve panel veri regresyon analizi	Birleşme ve satın almalar uzun vadede işletmelerin karlılığı üzerinde herhangi bir önemli etki meydana getirmemiştir.



**Tablo 14 devamı. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Finansal ve Faaliyet Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

(Liu, 2010)	2001-2007	Finansal oran hesaplamaları, faktör analizi ve lojistik regresyon analizi	Birleşme sonrasında bankalarda birleşme sinerjileri ortaya çıkmıştır.
(Kwoka ve Pollitt, 2010)	1994–2003	Finansal oran hesaplamaları, veri zarflama analizi ve panel veri regresyon analizi	Hedef işletmelerin birleşme sonrası etkinliklerinde azalma olmuştur.
(Ramakrishnan, 2010)	1996-2002	Paired t testi, adımsal regresyon ve yatay kesit regresyon analizi	Birleşmeler uzun dönemde işletmelerin performansını artırmıştır.

## 1.2. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN İŞLETMELERİN PİYASA PERFORMANSINA YÖNELİK ETKİLERİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

(Andrade ve diğerleri, 2001) çalışmalarında 1973-1998 yılları arasında 4.000'den fazla birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Araştırmanın bir boyutu birleşme ve satın alma duyurularına piyasaların gösterdiği tepkinin incelenmesidir. Bu bağlamda analiz aşamasında anormal getiri hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi yöntemleri kullanılmıştır. Analizlerden elde edilen sonuçları ise şöyledir. Birleşme ve satın alma işlemi sonrasında satın alan işletmenin hisse senedi fiyatı negatif bir eğilim göstermiştir. Ayrıca birleşme kazanımlarının hedef işletme hissedarları açısından bir değer yaratmadığı iddia edilmiştir.

(Agrawal ve Jaffe, 2003) yaptıkları çalışmada 1926-1996 dönemindeki 2083 devralma olayını incelemişlerdir. Finansal oran hesaplamaları, Wilcoxon testi, anormal getiri hesaplamaları çerçevesinde yapılan analiz sonucunda hedef işletmelerin gerek faaliyet getirileri gerekse de hisse senedi getirileri dikkate alındığında birleşme / satın alma öncesinde düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

(Cheng ve Leung, 2004) çalışmalarında 1984-1996 yılları arasında Hong-Kong'daki 36 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışmalarında aynı ve farklı iş kollarındaki işletme birleşme ve satın almalarının piyasa performansı ve finansal performanslarını karşılaştırılması bir analizi yapılmıştır. Analiz sürecinde AAR, CAR gibi anormal getiri hesaplamaları, finansal oran hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Birleşme ve satın alma işleminin duyurulmasıyla birlikte satın alan ve satın alınan işletmelerin hisse senetlerinde ani yükselişler görülmüştür. İşlemi gerçekleştiren işletmelerin işlem sonrası 2 yıllık dönemde finansal performanslarında anlamlı bir artış görülmemiştir. Kısa ve uzun dönemli performanslar arasında da bir korelasyon bulunmamıştır.

(Aw ve Chatterjee, 2004) çalışmalarında, 1991-1996 yılları arasında 79 birleşme ve satın alma olayı incelenmiştir. Çalışmada, İngiliz işletmelerinin İngiliz, ABD'li ve Kıta Avrupa'sındaki hedef işletmelerle yaptıkları birleşme ve satın almaların karşılaştırmalı işlem sonrası piyasa performans incelemelerini

içermektedir. Çalışmada AR, CAR ve piyasa modeli gibi anormal getiri modelleri ile analiz yapılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Satın alma faaliyetinde bulunan İngiliz firmaları inceleme dönemi boyunca negatif kümülatif anormal getirilerle karşılaşmışlardır. Ayrıca İngiliz hedef firmalarını satın alan İngiliz firmalarının devralma sonrası performansı ABD hedef firmalarını satın alan İngiliz firmalarından daha iyidir. Ayrıca ABD’li işletmeleri satın alan İngiliz firmalarının performansı Avrupalı işletmeleri satın alan İngiliz firmalarından daha iyidir.

(Pangarkar ve Lie, 2004) çalışmalarında, Singapur’daki 1990-1999 yılları arasındaki 115 satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışmada CAR hesaplamaları ve çok değişkenli regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve satın alma duyurularının satın alan işletme hissedarları açısından piyasada pozitif kazançlar sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

(Yörük ve Ban, 2006) çalışmalarında, 1997-2004 yılları arasındaki 8 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışmada, şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ölçülmüştür. Birleşme öncesi şirket hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların, birleşme tarihine göre aşırı getiri elde edemeyeceklerini saptamaya yönelik olarak çalışmada birleşme işleminin 6 ay öncesi ve 6 ay sonrasına ait hisse senedi kapanış fiyatları ele alınmıştır. AR, CAR ve WR anormal getiri hesaplamaları yöntemleri kullanılarak yapılan analiz sonucunda; birleşme öncesinde birleşecek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılarak aşırı getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

(Çukur ve Eryiğit, 2006) çalışmalarında Türkiye’deki 2004-2005 yılları arasındaki 5 banka birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışmada örnek olay incelemesi ve piyasa modeli çerçevesinde yapılan anormal getiri hesaplamaları yöntemleri kullanılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Birleşme veya satın alma niyetiyle görüşmelere başlanması ve bunun kamuoyuna açıklanması yatırımcılar tarafından pozitif olarak algılanmış ve fiyatlar yeni denge noktasına ulaşmıştır. Ayrıca bu pozitif etkinin kalıcı olduğu görülmüştür. Bu durumun yatırımcıların birleşme niyetiyle görüşmelere başlanılmasını birleşmenin gerçekleşeceği şeklinde düşüncelere sahip olduğu gibi bir nedene bağlanmıştır.

(Hsu ve Jang, 2007) çalışmalarında 1985-2000 yılları arasındaki 15 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışmada Jensen modeli, piyasa modeli esaslı regresyon analizi, anormal getiri hesaplamaları ve finansal oran hesaplamaları yapılmış ve şu sonuçlara ulaşılmıştır. Satın alan işletmelerin hissedarları kısa dönemde anormal kazançlar elde etmezken bu zaman diliminde birleşme ilanı ile öz sermaye değeri arasında önemli bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Çalışmada, genel beklentilerin tersine satın alan işletmenin uzun dönemde öz sermaye değeri üzerinde negatif etki görülmüştür. Birleşme sonrasında öz sermaye ve varlık karlılıklarında anlamlı bir şekilde azalma olmuştur.

(Mei ve Sun, 2008) çalışmalarında 1990-2004 döneminde 70 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışmada, anormal getiri hesaplamaları, yatay kesit regresyon analizi ve sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli ile yapılan risk analizi yöntemleri kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Hedef işletmeler için ortalama anormal getiri önemli bir artış gösterirken bu durum satın alan işletmeler için söz konusu olmamıştır. Birleşme ve satın alma sonrası satın alan işletmelerin bazılarının risklerinde değişiklik meydana gelmiştir (6'sında azalma 3'ünde artma). Yatay kesit regresyon analizi ile işlemin parasal büyüklüğündeki artışa piyasalar pozitif tepki vermişleridir.

(Uddin ve Boateng, 2009) çalışmalarında 1994-2003 yılları arasında 373 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışma örnek olay incelemesi, AR ve CAR gibi anormal getiri hesaplama yöntemleri çerçevesinde yapılmış olup şu bulgulara ulaşılmıştır. Kısa dönemde İngiliz işletmelerinin gerçekleştirdiği sınır ötesi birleşme ve satın almalar istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal kazançlar sağlamamıştır.

(Yang ve diğerleri, 2009) çalışmalarında 1996-2007 yılları arasında 19 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışmada anormal getiri hesaplamaları ve Jensen modeli çerçevesinde geliştirilen yatay kesit regresyon analizi yöntemleri kullanılmış ve satın alan işletme hissedarları açısından satın almalarda birleşme sonrası 12 aylık sürede pozitif anormal getiri meydana gelmiştir. Ayrıca birleşme ve satın almalarda nakit ödeme ile satın alan işletme hissedarlarının aşırı getirileri arasında negatif ilişki bulunmuştur.

(Selvam ve diğeri, 2009) çalışmalarında 2002-2005 yılları arasında Hindistan'daki 13 birleşme ve satın alma olayını finansal oran hesaplamaları ve t testi ile incelemişlerdir. Analiz sürecinde işlem öncesi ve sonrası üçer yıllık pencereler dahilinde hesaplamalar yapılmış ve satın alan işletme hissedarları birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarındaki artış nedeniyle kısmi de olsa servetlerinde bir artışla karşılaşmışlardır.

(Dutta ve Jog, 2009) çalışmalarında Kanada'daki 1993-2002 yılları arasında gerçekleşen 1.300 birleşme ve satın alma olayını incelemişlerdir. Çalışma satın alan işletmelerin işlem sonrası uzun dönemli hisse senedi getiri performanslarını incelemeye yöneliktir. BHAR getiri hesaplamaları ve Fama-French 3 faktörlü regresyon analizi çalışmada kullanılmış ve şu bulgulara ulaşılmıştır. Satın alan için satın alma işlemi sonrası uzun dönemde ne negatif faaliyet performansı ne de borsa da negatif anormal kazançlar görülmüştür. Ayrıca piyasalarda satın alma duyurularına karşı kısa dönemde olumlu bir tepkinin varlığı tespit edilmiştir.

(Sharma, 2010) yaptığı çalışmada 5 banka birleşmesini ele almıştır. Birleşme işlemi öncesi ve sonrası olmak üzere 20 çeyrek dönemlik bir pencere içerisinde ve örnek olay metodolojisi bağlamında anormal hisse senedi fiyat kazançları (ASPR), kümülatif anormal hisse senedi fiyat kazançları (CASPR) ve Sharpe oranı yöntemleri ile finansal oran hesaplamaları yapılmıştır. 5 büyük banka birleşme ve satın almalarının incelendiği çalışmada 3 bankanın hisse senedi fiyatında ve dolayısıyla piyasa değerinde artış görülmüş, diğer 2 banka'da ise bir değer artışı görülmemiştir.

(Kalimeris, 2010) çalışmasında 1999-2006 yılları arasında Yunanistan'daki 109 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Örnek olay incelemesi bağlamında hisse senetlerinin günlük fiyat verileri derlenmiş ve AAR ve CAAR anormal getiri hesaplamaları ve E-GARCH yöntemi ile hisse senetlerinin iyi-kötü bilgilere piyasada gösterdikleri tepkiler incelenmiştir. Analiz sonucunda borsa performansı itibarıyla incelenen işletmelerin 72'si birleşme ve satın alma işlemlerine pozitif reaksiyon gösterirken, 37'sinde azalma görülmüştür.

(Soongswang, 2010) çalışmasında 1992-2002 yılları arasında Tayland'daki 52 birleşme ve satın alma olayını incelemiştir. Birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası 12 aylık dönemler itibarıyla hisse senedi fiyatları üzerinde AAR, CAAR ve

BHAR anormal getiri hesaplamaları ile OLS regresyon analizi yöntemleri kullanılmıştır. Tayland'daki başarılı ya da başarısız devralmaların hedef işletmeler üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmada, gerek devralma duyurusundan önce, gerek duyuru döneminde gerekse de duyurudan sonraki aylarda başarılı veya başarısız devralmalarda ortaklar pozitif anormal getiriler elde etmişlerdir.

**Tablo 15. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Piyasa Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

<b>Çalışma</b>	<b>Dönem</b>	<b>Yöntem</b>	<b>Bulgu</b>
(Andrade ve diğerleri, 2001)	1973-1998	Anormal getiri hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi	Birleşme ve satın alma işlemi sonrasında satın alan işletmenin hisse senedi fiyatı negatif bir eğilim göstermiştir
(Agrawal ve Jaffe, 2003)	1926-1996	Finansal oran hesaplamaları, Wilcoxon testi, anormal getiri hesaplamaları	Hedef işletmeler gerek faaliyet getirileri gerekse de hisse senedi getirileri dikkate alındığında birleşme / satın alma öncesinde düşük performans göstermişlerdir.
(Cheng ve Leung, 2004)	1984-1996	AAR, CAR gibi anormal getiri hesaplamaları, finansal oran hesaplamaları ve yatay kesit regresyon analizi	Birleşme ve satın alma işleminin duyurulmasıyla birlikte satın alan ve satın alınan işletmelerin hisse senetlerinde ani yükselişler görülmüştür. İşlemi gerçekleştiren işletmelerin işlem sonrası 2 yıllık dönemde finansal performanslarında anlamlı bir artış görülmemiştir.
(Aw ve Chatterjee, 2004)	1991-1996	AR, CAR ve piyasa modeli gibi anormal getiri modelleri	Satın alma faaliyetinde bulunan işletmeler inceleme dönemi boyunca negatif kümülatif anormal getirilerle karşılaşmışlardır.
(Pangarkar ve Lie, 2004)	1990-1999	CAR hesaplamaları ve çok değişkenli regresyon analizi	Satın alma duyurularının satın alan işletme hissedarları açısından piyasada pozitif kazançlar sağladığı görülmüştür.
(Yörük ve Ban, 2006)	1997-2004	Hisse senedi kapanış fiyatları, AR, CAR ve WR anormal getiri hesaplamaları	Birleşme öncesinde birleşecek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılarak aşırı getiri elde edilmesi mümkün değildir.
(Çukur ve Eryiğit, 2006)	2004-2005	Örnek olay incelemesi ve piyasa modeli çerçevesinde yapılan anormal getiri hesaplamaları	Birleşme ve satın alma niyetlerinin kamuoyuna açıklanması genellikle borsada olumlu karşılanmış, pozitif ve anlamlı anormal getiri ortaya çıkmıştır.
(Hsu ve Jang, 2007)	1985-2000	Jensen modeli, piyasa modeli esaslı regresyon analizi, anormal getiri hesaplamaları ve finansal oran hesaplamaları	Satın alan işletmelerin hissedarları kısa dönemde anormal kazançlar elde etmezken bu zaman diliminde birleşme ilanı ile öz sermaye değeri arasında önemli bir ilişkiye rastlanılmamıştır

**Tablo 15 devamı. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Piyasa Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

<b>Çalışma</b>	<b>Dönem</b>	<b>Yöntem</b>	<b>Bulgu</b>
(Mei ve Sun, 2008)	1990-2004	Anormal getiri hesaplamaları yatay kesit regresyon analizi ve sermaye varlıkları fiyatlandırma modeli	Hedef işletmeler için ortalama anormal getiri önemli bir artış gösterirken bu durum satın alan işletmeler için söz konusu olmamıştır.
(Uddin ve Boateng, 2009)	1994-2003	Örnek olay incelemesi, AR ve CAR gibi anormal getiri hesaplama yöntemleri	İşletmelerin gerçekleştirdiği sınır ötesi birleşme ve satın almalar kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal kazançlar sağlamamıştır.
(Yang ve diğerleri, 2009)	1996-2007	Anormal getiri hesaplamaları Jensen modeli çerçevesinde geliştirilen yatay kesit regresyon analizi yöntemi	Satın alan işletme hissedarları açısından satın almalarda birleşme sonrası 12 aylık sürede pozitif anormal getiri meydana gelmiştir.
(Selvam ve diğerleri, 2009)	2002-2005	Finansal oran hesaplamaları, t testi	Satın alan işletme hissedarları birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarındaki artış nedeniyle kısmi de olsa servetlerinde bir artışla karşılaşmışlardır.
(Dutta ve Jog, 2009)	1993-2002	BHAR getiri hesaplamaları ve Fama-French 3 faktörlü regresyon analizi	Satın alma işlemi sonrası satın alan için uzun dönemde ne negatif faaliyet performansı ne de borsada negatif anormal kazançlar görülmüştür.
(Sharma, 2010)	20 çeyrek dönem	Anormal hisse senedi fiyat kazançları (ASPR), kümülatif anormal hisse senedi fiyat kazançları (CASPR) ve Sharpe oranı yöntemleri ile finansal oran hesaplamaları yapılmıştır	Bazı birleşme ve satın alma işlemleri sonrasında hisse senedi fiyatlarında yükselme ve dolayısıyla işletmelerin piyasa değerlerinde artış görülmüş.



**Tablo 15 devamı. Birleşme ve Satın almaların İşletmelerin Piyasa Performansına Yönelik Etkilerini İnceleyen Ampirik Çalışmaların Özeti**

<b>Çalışma</b>	<b>Dönem</b>	<b>Yöntem</b>	<b>Bulgu</b>
(Kalimeris, 2010)	1999-2006	AAR, CAAR ve E-GARCH yöntemleri	Birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren işletmelerin yarısından fazlasının hisse senetleri bu olaylara borsada olumlu tepki göstermiştir.
(Soongswang, 2010)	1992-2002	AAR, CAAR ve BHAR anormal getiri hesaplamaları ile OLS regresyon analizi yöntemi	Başarı veya başarısızlıkla sonuçlanmış devralmalarda hissedarlar borsada pozitif anormal getiriler elde etmişlerdir.

## **2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ VE AMACI**

Dünyada ve ülkemizde son yıllarda işletmelerin başvurdukları yeniden yapılanma süreçlerinden birisi olan birleşme ve satın almalar rakamsal olarak önemli boyutlara ulaşmıştır. Bu bağlamda ülkemizde son yıllarda görülen siyasi istikrar, uygulanan özelleştirme politikaları, makro ekonomik göstergelerdeki iyileşmeler, demokratikleşme yolunda atılan adımlar, Avrupa Birliği ile olan müzakere süreçlerinin devam etmesi, uluslar arası likiditenin bolluğu gibi etmenler yerli işletmeleri, yerli ve yabancı işletmelerle birleşme ve satın alma şeklinde işbirliğine gitmeye yöneltmiştir. Söz konusu nedenlerden dolayı yatırım ortamındaki iyileşmeye paralel olarak Türkiye'deki birleşme ve satın alma pazarı nitelik ve nicelik olarak büyüme göstermiştir. Daha önceki bölümlerde de ifade edildiği gibi birleşme ve satın alma faaliyetlerinin amaçlarından birisi de birleşme sonrasında işletmelerin karlılıklarında, etkinliklerinde, finansal yapılarında ve piyasa performanslarında bir değişimin gerçekleşeceği düşüncesi idi. Dolayısıyla çalışmamızdaki amaç birleşme ve satın alma faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansı üzerinde herhangi bir değişim meydana getirip getirmediği, eğer değişim söz konusu ise bunun hangi yönde olduğunun ve hangi unsurların finansal performans üzerinde belirgin bir etkiye sahip olduğunun ortaya çıkarılmasıdır. Bir diğer ifade ile çalışmanın amacı birleşme ve satın alma işlemlerinde bulunan firmaların finansal performans düzeylerinin likidite, etkinlik, mali yapı, karlılık ve piyasa performans gibi farklı alanlardan seçilen toplam 12 finansal göstergeden hangileriyle anlamlı olarak açıklanabileceği ve bu göstergelerle finansal performans arasındaki ilişkilerin yönünü araştırmaktır.

## **3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI**

İMKB'ye kayıtlı ve imalat sektöründe yer alan firmalardan Ocak 2004-Aralık 2005 dönemlerinde birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunanların sayısı 17'dir. Söz konusu zaman dilimi içerisinde birleşme ve satın alma faaliyetlerini gerçekleştiren 17 firmaya İMKB resmi web sayfasından elde edilen şirket haberleri tek tek kontrol edilerek ve ayrıca Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri raporları da dikkate alınarak ulaşılmıştır. Bu işletmelerin 7'si birleşme, 10'u ise satın alma faaliyetinde bulunmuştur.

Araştırmanın örneklemini temsil eden 17 işletme ve bunların gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma türü, tarihi ve işlemin taraflarına ilişkin açıklayıcı bilgiler aşağıdaki Tablo 16’da verilmiştir.

**Tablo 16. Araştırmaya Konu Olan İşlemlerin Tarafları, Türü ve Tarihi**

<b>İŞLEMİN TÜRÜ</b>	<b>İŞLEMİN TARAFLARI</b>	<b>TARİH</b>
Satın alma	Aygaz A.Ş.-Oksijen Sanayi A.Ş	26.02.2004
Satın alma	Banvit Bandırma Vitaminli Yem San. A.Ş- İzmir Kemal Paşa Hindi Yemi Fabrikası	22.09.2004
Birleşme	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş- Mannesmann Boru Endüstrisi A.Ş	22.10.2004
Birleşme	BSH Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş- BSH PEG Beyaz Eşya Servis A.Ş	03.11.2004
Satın alma	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş-Tunçkül Çimento Mineral Katkılar İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	08.04.2004
Satın alma	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş- Lalapaşa Çimento Ticari ve İktisadi Bütünlüğü	20.02.2005
Satın alma	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş- Standart Çimento Ticari ve İktisadi Bütünlüğü	27.12.2005
Birleşme	Doğusan Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş- Doğuser Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş	25.02.2005
Birleşme	Duran Ofset Matbaacılık ve Ambalaj Sanayi A.Ş-Doğan Matbaacılık Ambalaj San. ve Tic.A.Ş. ile Duran Makina İmalat ve Ticaret A.Ş.	11.02.2005
Satın alma	Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş – Divriği Hekimhan Madenleri San. T.A.Ş	15.04.2004
Satın alma	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş-İDÇ Liman İşletmeleri A.Ş	28.01.2005
Birleşme	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş-Tek-iz İzolasyon ve Yapı Elemanları Sanayi A.Ş.	12.05.2005
Birleşme	Kordsa Sabancı Dupont Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş- Sakosa Sabancı Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş	02.11.2005
Birleşme	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş-Marmara Su ve Meşrubat, Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	27.05.2005
Satın alma	Soda Sanayii A.Ş-Cromital S.p.A	08.07.2005
Satın alma	Tat Konserve AŞ- Tariş Alkollü İçecekler A.Ş	23.01.2004
Satın alma	Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayi A.Ş- Pripack Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş	13.01.2005

Çalışmamız işletmelerin birleşme ve satın alma işlemlerine gösterdikleri finansal tepkileri incelemeye yöneliktir. Bu çerçevede söz konusu işletmelerin Ocak 2004-Aralık 2005 dönemlerinde gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işleminin dönemi merkez ( $t_0$ ) alınarak birleşme ve satın alma öncesi üçer aylık bilanço dönemleri itibari ile 12 dönem ( $t_{-1}, t_{-2}, \dots, t_{-12}$ ) veya diğer bir ifade ile geriye dönük 3 yıl ve aynı şekilde birleşme ve satın alma sonrası üçer aylık bilanço dönemleri itibari ile 12 dönem ( $t_1, t_2, \dots, t_{12}$ ) veya diğer bir ifade ile ileriye dönük 3 yıl olmak üzere oran hesaplamaları yapılmıştır. Bu bağlamda analize dahil edilen 17 firmanın hangi dönemler itibari ile incelendiği EK 1'den net bir biçimde görülebilir.

Bu çalışmada İMKB'ye kayıtlı imalat sanayindeki firmaların 2004-2005 dönemlerinde gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemleri incelenmektedir. Dolayısıyla borsaya kayıtlı olan farklı sektörlerdeki tüm işletmeler değil yalnızca imalat ana sanayi ve ilgili alt sektörlerde yer alan işletmelerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemleri incelenmiştir. Diğer bir ifade ile 2004 öncesi ve 2005 sonrası gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemleri analize alınmamıştır. Bununla birlikte birleşme ve satın alma işlemlerinde edilgen değil etken olan taraflar incelenmiştir. Dolayısı ile satın alınan değil satın alan, devreden değil devralan işletmeler araştırmamızın konusu olmuştur. Ayrıca işletmelerin yaptıkları varlık satın almaları (tesis, gayrimenkul, taşıt gibi) ile bir şirket üzerinde kontrol sağlamaya yetmeyecek orandaki hisse senedi satın almaları araştırmamızda dikkate alınmamıştır. Araştırmada diğer bir kısıt da işletmeler arası işbirliğini sağlamaya yönelik ortak girişim gibi işlemlerde dikkate alınmamıştır. Bunların yanı sıra birleşme ve satın alma işlemlerinde ele alınan tarafın İMKB'ye kayıtlı tüzel kişiliğin kendisi olmasına dikkat edilmiştir. Bu bağlamda söz konusu tüzel kişiliğe bağlı ülke içi veya dışındaki yerleşik işletme/işletmelerin bu yöndeki birleşme ve satın alma faaliyetleri de dikkate alınmamıştır.

#### **4. ARAŞTIRMADA KULLANILAN VERİLER VE DEĞİŞKENLER**

##### **4.1. ARAŞTIRMA VERİLERİ**

Birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunan işletmelerin finansal performanslarındaki değişimi ve bunun boyutlarını ortaya koymak amacıyla 17

işletmenin likidite, faaliyet, mali yapı, karlılık ve piyasa performanslarını yansıtan 12 farklı oran hesaplanacaktır. Söz konusu bu oranlar aşağıdaki Tablo 17’de belirtilmiştir.

**Tablo 17. Araştırma Kapsamında Kullanılan Oranlar**

<b>Sınıf</b>	<b>Oranlar</b>	<b>Hesaplama</b>
Likidite Oranları	Cari Oran Asit-Test Oranı	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Borçlar
Faaliyet Oranları	Alacak Devir Hızı Stok Devir Hızı Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Tic. Alacaklar Satışların Maliyeti / Stoklar Net Satışlar / Top. Aktifler
Karlılık Oranları	Net Kar Marjı Aktif Karlılığı Özsermaye Karlılığı	Net Kar / Net Satışlar Net Kar / Top. Aktifler Net Kar / Özsermaye
Mali Yapı Oranları	Finansal Kaldıraç Oranı Borçlanma Rasyosu	Toplam Borç / Toplam Aktif Toplam Borç / Özsermaye
Piyasa Performans Oranları	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Fiyat / Kazanç Oranı	Piyasa Değeri / (Öz sermaye / Hisse Senedi Sayısı) Piyasa Değeri / (Net Kar / Hisse Senedi Sayısı)

Bu noktada her bir üçer aylık bilanço dönemi için 12 oran, işletmenin birleşme ve satın alma öncesi 12 dönemi için 144 oran, birleşme ve satın alma sonrası 12 dönem için yine 144 oran olmak üzere tek bir işletme için toplamda 300 oran hesaplanmıştır. Çalışmamızın uygulama aşamasında 17 işletmenin var olduğu dikkate alındığında genel toplamda hesaplanan oran sayısı  $17 \times 300 = 5.100$ ’dür.

## 4.2. DEĞİŞKENLER

### 4.2.1. Bağımlı Değişken

Bu çalışmada kullanılacak ekonometrik modellerde finansal performans kriteri bağımlı değişken olarak değerlendirilecektir. Finansal performansın ölçülmesiyle ilgili yazında genellikle kullanılan ölçütler ise öz sermaye karlılığı (Return on Equity-ROE), varlık karlılığı (Return on Assest-ROA) ve yatırımın

karlılığı (Return on Investment-ROI) oranlarıdır. Bu çerçevede özsermaye karlılığı oranı çalışmada finansal performans kriteri olarak kullanılacaktır.

#### **4.2.2. Bağımsız Değişkenler**

Çalışmada bağımsız değişken olarak Cari oran (CO), Asit-Test oranı (ATO), Alacak devir hızı (ADH), Stok devir hızı (SDH), Aktif devir hızı (AKDH), Net kar marjı (NKM), Aktif karlılığı (AK), Finansal kaldıraç oranı (FKO), Borçlanma rasyosu (BR), Piyasa değeri/Defter değeri oranı (PD/DD) ve Fiyat-Kazanç oranı (F/K) olmak üzere toplam 11 finansal oran kullanılacaktır.

### **5. FİNANSAL ANALİZ SONUÇLARI**

Birleşme ve satın alma işleminde bulunan işletmelerin 5 farklı grupta 12 değişik finansal oranlarının gerek birleşme öncesi 12 dönem, gerek birleşme dönemi ve gerekse birleşme sonrası 12 dönemi yansıtan ortalamaları aşağıdaki Tablo 18' de gösterilmiştir.

Tablo 18'de yer alan veriler tüm işletmelerin tek tek hesaplanmış ilgili oranlarının söz konusu dönem itibariyle ortalamalarını yansıtmaktadır. Bir anlamda araştırmamıza konu olan 17 işletmenin hesaplanan oranları bir araya getirilerek, havuzlanarak ilgili dönemin ortalamaları hesaplanmıştır.

**Tablo 18. Araştırmaya Konu Olan İşletmelerin Finansal Oranlarının Dönemsel Ortalamaları**

		Birleşme Öncesi Dönem (BÖD)												İŞLEM	Birleşme Sonrası Dönem (BSD)											
		t-12	t-11	t-10	t-0	t-8	t-7	t-6	t-5	t-4	t-3	t-2	t-1	t0	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12
CO	Ortalama	1.55	1.55	1.67	1.57	1.71	1.69	1.77	1.86	1.89	1.72	1.78	1.77	1.66	1.59	1.65	1.52	1.67	1.70	1.88	1.62	1.65	1.62	1.75	1.51	1.64
	ORT.BÖD   ORT.BSD	1.71													1.65											
ATO	Ortalama	1.08	1.08	1.16	1.09	1.20	1.15	1.24	1.28	1.29	1.17	1.20	1.17	1.08	1.03	1.13	1.01	1.12	1.15	1.30	1.08	1.09	1.08	1.14	0.98	1.10
	ORT.BÖD   ORT.BSD	1.18													1.10											
ADH	Ortalama	4.21	4.09	5.01	5.06	11.97	6.25	16.01	5.94	5.16	5.72	20.68	9.28	6.36	10.89	14.27	12.26	5.91	10.65	49.04	11.47	34.97	60.04	13.96	8.30	4.54
	ORT.BÖD   ORT.BSD	8.28													19.69											
SDH	Ortalama	3.87	4.74	5.83	6.08	4.90	6.08	8.17	6.28	4.67	5.02	7.72	5.54	4.33	4.20	5.55	5.41	4.77	3.66	4.88	4.89	3.51	3.66	4.62	4.18	3.15
	ORT.BÖD   ORT.BSD	5.74													4.37											
AKDH	Ortalama	0.67	0.67	0.92	0.89	0.68	0.63	0.74	0.81	0.61	0.60	0.83	0.87	0.68	0.61	0.72	0.82	0.61	0.60	0.73	0.82	0.63	0.62	0.77	0.76	0.62
	ORT.BÖD   ORT.BSD	0.74													0.69											
OK	Ortalama	-0.06	-0.05	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.02	0.06	0.06	0.05	0.04	0.05	0.02	0.02	0.01	0.07	0.04	0.08	0.05	0.08	0.02	0.04	0.03	0.04
	ORT.BÖD   ORT.BSD	0.02													0.04											
NKM	Ortalama	-0.18	-0.12	-0.06	-0.05	-0.17	0.09	0.06	0.09	-0.09	0.10	0.05	0.04	0.13	0.05	0.02	0.05	-0.52	-0.16	0.03	0.07	-0.03	-0.04	0.03	0.05	-0.26
	ORT.BÖD   ORT.BSD	-0.02													-0.06											
AK	Ortalama	0.01	-0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.04	0.04	0.06	0.04	0.05	0.02	0.04	0.03	0.04
	ORT.BÖD   ORT.BSD	0.03													0.04											
FKO	Ortalama	0.55	0.53	0.52	0.51	0.50	0.47	0.45	0.43	0.40	0.40	0.41	0.39	0.39	0.41	0.42	0.42	0.41	0.43	0.42	0.41	0.44	0.46	0.43	0.46	0.48
	ORT.BÖD   ORT.BSD	0.46													0.43											
BR	Ortalama	2.00	1.53	1.46	1.40	1.36	1.17	1.08	0.97	0.94	0.95	1.00	0.94	0.83	0.91	1.01	0.98	0.97	1.19	1.12	0.94	1.05	1.17	1.17	1.21	1.46
	ORT.BÖD   ORT.BSD	1.23													1.10											
PDDD	Ortalama	1.50	0.89	1.25	1.09	1.09	1.19	0.86	0.75	0.88	1.06	1.01	1.22	1.24	1.29	1.07	1.09	1.09	1.16	1.07	1.35	1.34	1.36	1.35	1.48	1.40
	ORT.BÖD   ORT.BSD	1.07													1.25											
FK	Ortalama	0.24	31.64	25.20	0.81	2.80	38.13	3.34	-6.52	105.06	33.47	-26.45	-11.55	2.28	-18.13	3.60	6.43	3.32	5.60	2.24	9.84	-2.94	20.47	14.31	29.83	11.14
	ORT.BÖD   ORT.BSD	16.35													7.14											

Finansal analiz sonuçlarının açıklanmasından önce hesaplama mantığına yönelik bazı açıklamaların yapılmasında fayda vardır. Birinci olarak, çeyrek dönemler itibariyle hesaplanan oranlar analiz kapsamındaki 17 işletmenin ortalamalarını yansıtmaktadır. Örneğin, CO için t-1 döneminde görülen 1.77 değeri, birleşme ve satın alma işleminden bir çeyrek dönem önceki tüm işletmeler için hesaplanan CO değerinin ortalamasıdır. Bu şekilde t-2, t-3,...,t-12 çeyrek dönemleri içinde hesaplamalar yapılmıştır. Birleşme ve satın alma öncesi 12 dönemin CO ortalaması ise 1.71'dir. Bu açıklamaları matematiksel olarak ifade edecek olursak;

$$CO_{t-1} = \frac{CO_{AYGZ_{t-1}} + CO_{BRSN_{t-1}} + CO_{BSH_{t-1}} + \dots + CO_{TIRE_{t-1}}}{17} = 1.77$$

$$Ort.CO_{BÖ} = \frac{CO_{t-1} + CO_{t-2} + CO_{t-3} + \dots + CO_{t-12}}{12} = 1.71$$

Bu hesaplama mantığı çerçevesinde her oran için gerek birleşme öncesi gerekse birleşme sonrası çeyrek dönemler itibariyle hesaplamalar yapılmıştır. İkinci önemli nokta, bazı finansal oranların hesaplama mantığı gereği aynı işareti taşıması gerekir. Örneğin, net kar ile ilişkilendirilerek ölçümü yapılan net kar marjı, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı gibi oranlarının hesaplama dönemi içindeki işaretlerinin aynı olması gerekir. Her bir işletme için çeyrek dönemler itibariyle hesaplanan oranlar ve bu oranların taşıdığı işaretler EK 4'de yer alan veri setinde görülmektedir. Ancak Tablo 18'de gösterimi yapılan oranlar 17 işletmenin çeyrek dönemler itibariyle ortalamalarını yansıtmaktadır.

İşletmelerin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama yeteneğini ölçen likidite oran grubu içinde yer alan cari oran ve asit-test oranında ortalama olarak birleşme ve satın alma sonrasında öncesine göre düşüş şeklinde bir değişim ortaya çıkmıştır. Ancak bu değişim %3 ve %6 gibi küçük bir düzeyde olmuştur.

İşletmelerin faaliyetlerini ne ölçüde etkin olarak yürüttüklerini gösteren devir hızlarında ise alacak devir hızı hariç diğer oranlar olan stok devir hızı ve aktif devir hızında düşüş şeklinde bir gelişim gözlenmiştir. Alacak devir hızında %100'ün üzerinde artış yönünde gelişim görülürken stok ve aktif devir hızlarında ise %23 ve %6 civarında azalma ortaya çıkmıştır.



İşletmelerin birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası karlılıklarında görülen değişimlerin izlenmesi amacıyla üç farklı oran hesaplanmıştır. Buna göre birleşme öncesi dönemde zarar gösteren net kar marjı birleşme sonrası dönemde artan şekilde zarar göstermeye devam etmiştir. Diğer karlılık oranları olan öz sermaye karlılığı ve aktif karlılığında ise olumlu gelişmeler gözlenmiştir. Öz sermaye karlılığında %100, aktif karlılığında ise yaklaşık %33 oranında bir artış ortaya çıkmıştır. Genellikle ilgili literatür’de finansal performans göstergesi olarak öz sermaye karlılığı, aktif karlılığı ve yatırımın karlılığı oranları kullanılmaktadır. Bu bağlamda çalışmamızda öz sermaye karlılığı ve aktif karlılığı oranı hesaplanan oranlar içine alınmış finansal performans göstergesi olarak da öz sermaye karlılığı oranı kullanılmıştır. Özellikle öz sermaye karlılığı oranında görülen artış ilgili literatürde yer bulan birleşme ve satın almaların işletmelerin finansal performansı üzerinde olumlu etkileri vardır şeklinde ifade edilen savı destekler niteliktedir.

İşletmelerin sermaye yapıları, sermaye yapılarındaki tercihleri ortaya koyan mali yapı veya kaldıraç oran grubu içerisinde hesaplanan oranlar finansal kaldıraç oranı ve borçlanma rasyosudur. Finansal kaldıraç oranında yaklaşık %6, borçlanma rasyosunda ise %10’luk bir düşüş görülmüştür. Bu çerçevede işletmelerin özellikle birleşme ve satın alma sonrası finansman tercihlerinde daha az borç daha çok öz sermaye şeklinde bir sermaye yapısını tercih ettikleri gözlenmiştir.

Analiz kapsamında hesaplama yapılan son oran grubu piyasa performans oranlarıdır. Bu grup içerisinde piyasa değeri / defter değeri ve fiyat / kazanç oranları hesaplanmıştır. Piyasa değeri / defter değeri oranında yaklaşık %17’lik bir artışın olmasını birleşme ve satın almaların işletmelerin piyasa değerleri üzerinde olumlu etki meydana getirmiştir şeklinde yorumlayabiliriz. Bir diğer ifade ile birleşme ve satın almalar işletmelerin piyasa değerini artırmıştır. Fiyat / kazanç oranında yaklaşık %50’lik düşüş olmuştur. Piyasa değeri artarken bu orandaki düşüşü hisse başına kazanç (zarar) ile açıklamak mümkündür. Yani hisse başına kazanç’da görülen azalma piyasa fiyatındaki artıştan daha çok olmuştur.

## 6. TEMEL İSTATİSTİKSEL ANALİZLER

### 6.1. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Tıpkı zaman seri verilerde ya da kesit verilerde olduğu gibi verinin incelenmesinde ilk olarak tanımlayıcı istatistiklerin elde edilmesi iyi bir başlangıçtır. Panel veriler için tanımlayıcı istatistikler her bir birey ve genel toplam için ortalama, medyan, standart sapma, maksimum ve minimum değerlerin elde edilmesiyle oluşturulabilir. Panel veriler için elde edilen bu şekildeki istatistikler şu konularda yardımcı olur.

- Her bir panel birimin genel ortalamadan ne kadar saptığının bilgisini verir.
- Standart sapma, maksimum ve minimum değerler her bir panel birimin kendi içindeki heterojenlik hakkında bilgi verir (birim içi heterojenlik) ve aykırı değerlerin ortaya çıkarılmasına yardımcı olur.
- Her bir panel birimin ortalama değerleri incelenerek panel birimlerinin birbirlerine benzerliği bilgisi elde edilebilir (birimler arası heterojenlik).
- Her bir değişkenin zamana göre davranışı incelenebilir (Altunkaynak, 2007: 14).

EK 2’de yer verilen tanımlayıcı istatistikler tablosundan görüldüğü üzere 17 işletmenin ortalama öz sermaye karlılığı 0.03 olarak bulunmuştur. Aynı dönemde söz konusu işletmeler için cari oran 1.67; asit-test oranı 1.13; alacak devir hızı 13.68; aktif devir hızı 0.71; stok devir hızı 5.02; aktif karlılığı 0.03; net kar marjı -0.03; finansal kaldıraç oranı 0.44; borçlanma rasyosu 1.15; piyasa değeri/defter değeri 1.16; fiyat/kazanç oranı 11.36 olarak gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, değişkenlerin standart sapma ve diğer istatistiki değerleri söz konusu tabloda ayrıntılı olarak görülmektedir.

### 6.2. KORELASYON ANALİZİ

Korelasyon analizi, aralık ve rasyo seviyesinde ölçülmüş iki değişken arasındaki ilişkinin veya bağımlılığın şiddetini belirlemeye yönelik bir analiz

teknikiğidir (Altunışık ve diğeri, 2007: 199). Dolayısıyla bu çalışmada korelasyon analizinin yapılma gerekçesi değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşimi belirlemektir. Ayrıca değişkenler arası ilişkinin şiddeti saptanarak regresyon varsayımlarından birisi olan bağımlı değişkenler arasındaki çoklu doğrusallığın (multicollinearity) olmamasını belirlemeye çalışmaktır.

EK 3'deki korelasyon matrisinden görüldüğü gibi bağımsız değişkenler olan CO ile ATO arasında 0.957624 gibi yüksek bir korelasyon vardır. Yine bağımsız değişkenler olan FKO ile BR arasında da 0.863058 gibi yüksek bir korelasyonun varlığı tespit edilmiştir. Değişkenler arasında korelasyon katsayısı 0.8 değerini aşmadığı ölçüde çoklu doğrusallığın ciddi bir sorun teşkil etmediği söylenebilir (Turanlı ve Güneren, 2003: 10). Bu açıdan çoklu doğrusallığın olmaması koşulunu yerine getirme adına CO ve FKO değişkenleri analiz sürecinden çıkarılmıştır. Ayrıca finansal performans göstergesi olarak kullanılan oranlardan biri'de AK oranı olduğundan bu bağımsız değişken analiz sürecine katılmamıştır.

Bu ön analizlerden sonra ekonometrik analiz sürecine katılacak olan değişkenler, bağımlı değişken OK, bağımsız değişkenler ise ATO, ADH, AKDH, SDH, NKM, BR, PD/DD ve F/K değişkenleridir.

## **7. TEORİK BEKLENTİLER VE ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ**

### **7.1. TEORİK BEKLENTİLER**

Araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkinin beklenen yönü kuramsal ve ampirik çalışmalardan elde edilen bilgiler çerçevesinde aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Karlılık ve finansal yapı arasındaki ilişki birçok araştırmaya konu olmuştur. Yapılan bu tür araştırmalar sonucunda karlılık ile finansal yapı arasında negatif yönlü bir ilişki ortaya konurken kimi çalışmalarda ise pozitif ilişkiden bahsedilmiştir. Bu bağlamda, çalışmalarında karlılık oranı ile kaldıraç oranı arasında negatif ilişki bulan, karlılığı yüksek olan işletmelerin daha az borçlandıkları sonucuna ulaşan ve bu durumu da Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory) ile açıklayan bazı çalışmalara (Kester, 1986), (Titman ve Wessels, 1988), (Durukan, 1997),

(Wiwattanakantang, 1999), (Kakani, 2000), (Bevan ve Danbolt, 2002), (Deesomsak ve diğerleri, 2004), (Tong ve Green, 2005), (Sayılğan ve diğerleri, 2006), (Huang ve Song, 2006), (Subadarr ve diğerleri, 2008), (Singh ve Mongla, 2008), (Gill ve diğerleri, 2009), (Demirhan, 2009), (Karadeniz ve diğerleri, 2009), (Khrawish ve Khraiwesh, 2010), (Okuyan ve Taşçı, 2010), (Sheikh ve Wang, 2011), (Sheikh ve Wang, 2011)'in yaptıkları çalışmalar örnek gösterilebilir.

Finansal hiyerarşi teoremi pek çok durumda, yüksek karlılıkları olan firmaların neden daha az borç kullandıklarını, düşük karlılıkları olan firmalarında neden yüksek oranda borç kullanımı yoluyla finanslama yoluna gittiklerini açıklamaktadır (Okuyan ve Taşçı, 2010), (Terim ve Kayalı, 2009). Finansal hiyerarşi yaklaşımına göre firmalar kaynağa ihtiyaç duyduklarında öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanırlar ve bu nedenle karlı firmalar daha az dış kaynağa ihtiyaç duyacağı için kaldıraç oranları ile karlılık arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.

Karlılık oranı ile kaldıraç arasında pozitif ilişkiye ise (Hortlund, 2005), (Yoon ve Jang, 2005), (Abor, 2005), (Hutchison ve Cox, 2007), (Zubairi, 2010)'ın çalışmalarında rastlanmış ve buna göre işletmenin sermaye yapısında borçlar arttıkça buna paralel olarak işletmelerin karlılığında artış göstermiştir. Bu durum sermaye yapısı teorilerinden olan Dengeleme Kuramı (Trade-Off Theory) ile açıklanmaktadır. Buna göre, işletme borçlanmanın sağladığı fayda ile borçlanmanın yol açtığı zarar arasındaki farkın maksimum olduğu noktada borçlanmaya çalışması gerekmektedir. Bu şekilde bir firmanın optimal sermaye yapısı, borçlanmanın vergi avantajı ile borçla finansmana bağlı olarak ortaya çıkan çeşitli maliyetlerin dengelenmesi sonucunda oluşmaktadır. Dengeleme kuramı, kurumlar vergisi ödeyen işletmelerin, borçlanmanın sağladığı vergi tasarrufu etkisi dolayısıyla, olabildiğince fazla borçlanmayı öneren Modigliani Miller'a göre daha ılımlı ve önceden belirlenmiş bir borç oranını önermektedir (Ertuğrul, 2011: 4-5).

Karlılık ile sermaye yapısı ilişkisi finansal hiyerarşi teorisi bağlamında negatif ilişki ile dengeleme kuramı bağlamında ise pozitif ilişki ile açıklanmaktadır.

Finansal hiyerarşi teoremi çerçevesinde, karlılığı yüksek olan işletmeler ihtiyaç duyulan yatırım fonları için düşük borçlanma oranlarına sahip olma eğiliminde olacaktırlar. Bu durumda, işletme ek finansal fonları likit varlıkların

(nakit, pazarlanabilir menkul kıymetler vb.gibi) artırılması şeklinde takviye eder. Söz konusu teoriye göre likiditesi yüksek olan firmalar daha az borçlanacaklardır. Bu nedenle likidite ve borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir (Demirhan, 2009: 684). Dolayısıyla karlılık ile kaldıraç arasındaki negatif ilişkiyi de göz önüne aldığımızda likidite ile karlılık arasındaki ilişkinin pozitif olması beklenir. Bu çerçevede (Su ve Vo, 2010) ve (Sun ve Kim, 2011)'in çalışmalarında bu yönde bulgulara rastlanmıştır.

Etkinlik oranları ile öz sermaye karlılığı arasındaki ilişki çerçevesinde varlık devir hızı ile karlılık arasında pozitif ilişki bulan çalışmalardan bazılarında (Onaolapo, ve Kajola, 2010), (Andrei ve diğerleri, 2010) örnek gösterilebilir. Dolayısıyla bu gruptaki oranlar ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişkinin beklenen yönü pozitifdir.

Piyasa değeri oranları, işletmelerin defter değerleri ve piyasa değerlerinden hareketle elde edilen oranlardır. Piyasa değeri ile defter değeri yüksek firmaların daha karlı firmalar olduğu bilinmektedir. Daha karlı firmaların daha fazla büyüme potansiyelleri ve dolayısı ile daha düşük hedef kaldıraç oranları nedeniyle daha az borçlanma aracı ihraç etmeleri beklenmektedir (Chen ve Zhau'den akt. Albayrak ve Akbulut, 2008: 61).

## 7.2. ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİ

Çalışmamızda, birleşme ve satın alma işlemlerinin işletmelerin finansal performansları üzerinde bir değişim meydana getirip getirmediği, eğer bir değişim gerçekleşmiş ise bunun boyutu ve yönü ne olmuştur sorularına cevaplar aranacaktır. Ayrıca söz konusu işletmelerin likidite, faaliyet, karlılık, mali yapıları ve piyasa performanslarında ne gibi değişmelerin ve tepkilerin meydana geldiğini ortaya çıkarmak amacıyla uygulama aşamasında test edilmek üzere şu hipotezler geliştirilmiştir.

$H_1$  : Asit-Test oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

$H_2$  : Alacak devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

$H_3$  : Aktif devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

$H_4$  : Stok devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

$H_5$  : Net kar marjı oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

$H_6$  : Borçlanma oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

$H_7$  : Piyasa değeri / Defter değeri oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

$H_8$  : Fiyat / Kazanç oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.

## **8. EKONOMETRİK METODOLOJİ**

Bu bölümde, finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı ile likidite, karlılık, mali yapı ve piyasa performanslarını yansıtan 8 oran arasında ampirik bir ilişkinin var olup olmadığı test edilecektir. Bu ilişkinin varlığı panel veri ekonometrisi kullanılarak 2001:1-2008:4 çeyrek dönemlerine ilişkin olarak analiz edilmektedir. Ampirik analiz toplam 17 işletmeyi kapsamaktadır. Çalışmanın bu bölümünde, panel veri analizi, panel veri setinin oluşturulması, panel birim kök testleri, panel veri regresyon modelleri ve model seçimi teorik açıdan tanıtılmakta ve elde edilen ampirik bulgular değerlendirilmektedir.

### **8.1. PANEL VERİ ANALİZİ**

Ekonomik araştırmalarda farklı veri türleri kullanılmaktadır. Bu veri türleri ancak yapılarına uygun modellerle incelenebilmektedir. Zaman serisi ve yatay kesit verileri ile ayrı ayrı analizler yapılabilmektedir. Zaman boyutuna sahip kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi adı verilmektedir. Bu analizde zaman serileri ile kesit serileri bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır

(Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 37). Yatay kesitsel regresyon veri kümesi gibi panel veri kümeleri de birimlerin bir yatay kesitinden oluşur ancak bu birimler zaman üzerinde gözlemlenir. Zaman serileri verisinden farklı olarak, panel veri kümelerinde birçok birim incelenir. Bu tip veri kümeleri kullanılarak, değişkenler arasındaki istatistiksel ilişkilerin kestirilmesi yöntemine, panel veri analizi denir (şentürk ve Erdemir, 2010: 21).

Panel veri ile tahmin edilen modellerde kullanılan “birim” sözcüğü kişi, firma, hane halkı, sektör, bölge veya ülkeyi temsil edebilmektedir. Bu açıdan panel veri kavramı, belirli bir zaman periyodu boyunca yatay kesit gözlemlerinin birleştirilmesi anlamına gelmektedir. Bu veri türü “Longitudinal (boylamsal) veri” olarak da adlandırılmaktadır (Demirhan, 2009: 80).

Ekonomik araştırmalarda panel veri analizi, geleneksel yatay kesit veya zaman serisi analizlerinden daha fazla avantajlara sahiptir. Genellikle, panel veri araştırmacıya çok sayıda veri sağlar, açıklayıcı değişkenler arasında çoklu bağlantıyı azaltır ve serbestlik derecesini artırır, bu yüzden ekonometrik tahminlerin etkinliği artar (Hsiao, 2003: 3). Panel veriler, bu özellikleri nedeniyle aynı örneklem birimine ilişkin çok sayıda değişik gözlem yapılmasına olanak tanımaktadırlar. Panel veriler hane halkı, tüketiciler, firmalar, sektörler, bölgeler veya ülkeler şeklindeki her bir kesit için eşit uzunlukta zaman serilerinden meydana gelmişse bu şekildeki panel verilere dengeli (balanced) panel veriler, farklı uzunluklardaki zaman serilerinden meydana gelmişse dengesiz (unbalanced) panel veriler şeklinde tanımlanmaktadır (zer ve ifti, 2009 : 41).

Panel veriler tek bir yatay kesit örnekleminin farklı zaman dönemlerinde tekrar tekrar gözden geçirilmesi ile oluşturulan verilerdir. Örneğin bir Y değişkeni için panel veri serisi  $Y_{it}$  ile gösterilir. Burada i alt simgesi 1’den N’ye kadar ( $i=1 \dots N$ ) yatay kesit birimlerini, t alt simgesi ise 1’den T’ye kadar ( $t=1 \dots T$ ) zaman dönemlerini gösterir. Örneklem boyutu ise  $N \times T$  ile gösterilir (Tüzüntürk, 2007 :2).

## 8.2. PANEL VERİ ANALİZİNİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Son zamanlarda panel veriler ile çalışmaya duyulan ilgide önemli bir artış olmuş ve tüm Dünya’da oldukça sık kullanılır olmuştur. Panel verilerle çalışmaya duyulan ilgideki artışın önemli nedenlerinde biri, ekonomik bir ilişkinin belirlenmesinde model kapsamındaki diğer değişkenlerle ilişkili olabilen ve gözlenemeyen bireysel özel etkileri kontrol etme isteğidir. Panel verilerle çalışmanın diğer nedenlerini ise şu şekilde ifade etmek mümkündür (Baltağı, 2005: 5), (Asimakopoulos: 2009: 934), (Yılmaz ve Kaya, 2008: 418), (Ata ve Ağ, 2010: 53):

- Panel veri ile yapılan çalışmalarda zaman serisi ve yatay kesit analizlerinde ortaya çıkan gözlem sayısı yetersizliği görülmez. Panel hem zaman hem de kesit boyutunu içerdii için gözlem sayısı artmaktadır.
- Mevcut veriler için yeterli bir zaman dönemi sağlayarak, iki farklı kapsam içinde (yatay kesit ve zaman serisi) işlem görecekt verilerin oluşumuna izin verir.
- Panel veri, daha fazla bilgi, daha fazla değişkenlik, daha fazla serbestlik derecesi ve etkinlik sağlar aynı zamanda değişkenler arasındaki doğrusallığı azaltır.
- Panel veri analizi, gruplar arası heterojenlik etkilerinin daha iyi kontrol edilmesi, açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu bağlantıyı azaltmanın mümkün olması ve ekonometrik tahmin edicilerin etkinliğinin arttırılması bakımından diğer zaman faktörü analizlerinden farklılık göstermektedir.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi panel veri analizleri birçok avantaja sahip olmasının yanı sıra bazı kısıtlamaları da bünyesinde barındırabilmektedir. Analize konu olan verilerin toplanması ve dizayn edilmesi panel veri analizinin en önemli problemlerinden birisidir. Bu durum özellikle panel anketlerinin dizayn edilmesinin yanı sıra verilerin toplanması ve yönetimi ile ilgilidir. Ayrıca panel veri kümelerinde sıklıkla yapılan gözlem yanlılığı örneklem seçiminde sorunlara neden olur. Panel veri ve ayrıca yatay kesit çalışmalarında böyle bir yanlılık, çoğu kez seçim yanlılığı



olarak bilinir, ki örneklem ana kütlede tesadüfi olarak seçilmiş olmayabilir. Panel veri çalışmalarında ortaya çıkabilecek bir diğer kısıtlamada, özellikle panel veri analizine konu olan yatay kesit birimlerinin her birinin aynı sayıda gözlem değeri içermediği durumlarda – ki bu yapıdaki paneller dengesiz panel veri olarak adlandırılır- beliren gözlem sayısındaki azalmadır (Baltagi,2005: 7), (Neumann, 2008: 41).

### 8.3. PANEL VERİ SETİNİN OLUŞTURULMASI

Bir panel veri setinin oluşabilmesi için N sayıda ekonomik birime ait T sayıda gözlemin bir arada ele alınması gerekmektedir. Panel çalışmalarında, herhangi bir yıla ait değerler, panelin kesit boyutunu; ekonomik birimlerin yıllar itibariyle aldıkları değerler ise, zaman boyutunu ifade etmektedir. Yani her ekonomik birime karşılık gelen bir zaman serisi söz konusudur (Yılmaz ve Kaya, 2008: 418). Dolayısıyla, yatay kesit birimlerinin N, zaman boyutunun T ile gösterildiği bir panel veri setinde gözlem sayısı  $N \times T$  ile belirlenir. Çalışmamızda 17 işletmenin ve zaman periyodunun da 25 dönem olduğu dikkate alındığında gözlem sayısı  $17 \times 25 = 425$ 'dir. Bu çerçevede çalışmamızda kullanılan veriler Excel ortamında hazırlanmış ve buradan da ekonometrik uygulamaların yapılacağı E-Views programına alınmıştır. Veriler E-Views programında istifli şekle sokularak panel veri yapısına uyarlanmıştır. Ayrıca veri seti dizayn edilirken analize konu olan 17 işletmenin 2004-2005 yılları arasında farklı veya benzer üç aylık hesap dönemlerinde birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunmalarından dolayı oran hesaplamalarının yapıldığı zaman aralıkları aynı değildir. Dolayısıyla farklı zaman aralıklarına sahip verilerin panel veri analizine uygun bir yapıya kavuşturulabilmesi için tüm işletme oranlarının hesaplandığı dönemler itibariyle en alt ve en üst sınır yani range aralığı belirlenerek veriler analize hazır hale getirilmiştir. Bu bağlamda 17 işletmenin ilgili oranlarının hesaplandığı dönemler dikkate alındığında en alt ve en üst sınır 2001:1-2008:4 çeyrek dönemler olarak belirlenmiştir. Analizde kullanılacak panel veri seti EK 4'de görülebilir.

#### 8.4. BİRİM KÖK TESTLERİ

Panel veri analizde regresyon tahmininin yapılabilmesi için öncelikle verilerin analize uygunluğunun incelenmesi gerekmektedir. Verilerin analize uygunluğunu belirlemede, verilerin durağanlığının belirlenmesi önemlidir.

Panel veriler zaman serileri ve yatay kesit verilerinden oluşan karma veriler olduklarından yapıları gereği zaman boyutu taşımaktadırlar. Bu çerçevede, zaman serileri durağan ve durağan olmayan zaman serileri olmak üzere ikiye ayrılır. İncelenen zaman süresince serinin aritmetik ortalaması ve varyansı sistematik bir değişme göstermiyorsa veya seri periyodik dalgalanmalardan arınmışsa, böyle zaman serilerine durağan zaman serileri denir. Durağan ve durağan olmayan şeklindeki bir ayırım zaman serisi analizinde büyük önem taşır. Bunun nedeni, zaman serisi analizleri için geliştirilmiş olan olasılık teorilerinin sadece durağan zaman serileri için geçerli olmasıdır. Zaman serilerinde durağan olmama durumu genelde, zamanla değişen ortalama ve zamanla değişen varyans olmak üzere iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Serilerin durağan olmamaları, kendileriyle ilgili analizlerin güvenilir sonuçlar vermemesine yol açtığı için, serilerin durağanlaştırılması gerekmektedir (Işık ve Acar, 2006:100). Bir diğer ifade ile bütün zaman serileri analizinde olduğu gibi hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir (Korkmaz ve diğerleri, 2008: 580).

Panel veri modellerinde birim kök sınamasına yönelik belli başlı testler; LLC testi (Levin, Lin, Chu testi), Breitung testi, IPS testi (Im, Pesaran, Shin testi), ADF testi (Augmented Dickey-Fuller testi), PP testi (Phillips-Perron testi) ve Hadri testleridir. Son dönemde sektör düzeyinde panel veri birim kök testi yapan çalışmalar arasında en yaygın kullanılan birim kök testleri Levin Lin ile Im, Pesaran, Shin testleri gelmektedir (Aslan ve Kula, 2008: 180). Çalışmamızda serilerin durağanlığı için IPS birim kök testi kullanılmıştır. IPS testinin en önemli avantajları; her bir yatay kesit için ayrı  $\beta$  katsayıları hesaplaması, dengeli olmayan paneller (unbalanced panel) için kullanılabilmesi olarak sıralanabilir (Aslan, 2008: 4).

Bu bağlamda, her bir serinin durağanlığının analizinde kullanılan IPS birim kök test sonuçları, Tablo 19'da sunulmuştur. Analizlerde (Miller ve Russek'den akt.

Örnek, 2008: 211) tarafından önerildiği üzere, sabit ilave edilirken trend ilave edilmemiştir. Değişkenler için gecikme değerleri Schwarz Bilgi Kriterine göre otomatik olarak belirlenmiştir. Ayrıca panel veri setine uygulanan panel birim kök testi sonuçlarına bakarak durağanlık %5 anlamlılık düzeyinde sınanmıştır.

**Tablo 19. Im Pesaran Shin (IPS) Birim Kök Test Sonuçları**

	<b>W istatistiği</b>	<b>Olasılık</b>	<b>Sonuç</b>
ATO	-1.96669	0.0246	I(0)
ADH	-3.37952	0.0004	I(0)
SDH	-6.02882	0.0000	I(0)
AKDH	-3.70135	0.0001	I(0)
OK	-4.55471	0.0000	I(0)
NKM	-5.18733	0.0000	I(0)
BR	-4.01016	0.0000	I(0)
PD/DD	-2.20274	0.0138	I(0)
F/K	-10.3442	0.0000	I(0)

Bir serinin durağan olması hiçbir değişikliğe uğramadan kullanılması sonucunu doğurur. Bu çerçevede birim kök test sonuçlarına göre tüm değişkenler düzeylerinde  $-I(0)$ , durağandır.

## 8.5. PANEL VERİ REGRESYON MODELLERİ

Panel veri analizinde birçok değişkene dayalı denklem, En Küçük Kareler (Ordinary Least Square) yöntemi ile tahmin edilmektedir. Değişken grupları ve zaman dönemleri arasında istatistiksel bilgiler elde etmek için kullanılan diğer iki yöntem ise Sabit Etkiler Modeli (The Fixed Effects Model) ve Tesadüfi Etkiler Modeli (The Random Effects Model) olmaktadır (Al-Najjar ve Taylor, 2008: 924), (Kunst, 2010: 3-10), (Mao ve Gu, 2008: 147), (Keum, 2010: 546), (Ata ve Ağ, 2010: 53-54), (Y. M. Shiu, 2009: 1034).

### 8.5.1. En Küçük Kareler Yöntemi

En küçük kareler yöntemi veya havuzlanmış regresyon modeli olarak da bilinen klasik modelde, tüm yatay-kesit ve zaman serisi gözlemleri için katsayıların ve sabit terimin değişmeyen veya homojen olduğu varsayılır (Mao ve Gu, 2008: 147). Bireysel ve zaman etkilerinin olmadığını göz önünde bulundurularak havuzlanmış verilerle açıklayıcı değişkenlerin, bağımlı değişken üzerindeki etkilerini

araştırma modelidir (Demirtaş, 2009: 104). Model aşağıdaki şekilde matematiksel olarak ifade edilebilir.

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it}$$

Burada;  $y_{it}$  bağımlı değişkeni,  $\alpha$  sabit terimi,  $\beta$  eğim katsayısını,  $x_{it}$  bağımsız değişkenleri ve  $u_{it}$  hata terimini, i ve t alt indisleri sırasıyla yatay-kesit boyutu altında incelenen birimi (işletme) ve zamanı ifade eder.

### 8.5.2. Sabit Etkiler Modeli

Panel veri analizi tahmininde kullanılan yöntemlerden biri, her bir yatay kesit birim için farklı sabit katsayıların elde edilmesine imkan tanıyan “sabit etkiler” modelidir. Sabit etkiler modeli, modelde yer alan her bir birimdeki farklılıkların sabit terimlerdeki farklılıklarla yakalanabileceğini varsaymaktadır. Dolayısıyla modelde yer alan her bir birim için farklı sabit katsayılar hesaplanmaktadır (Öz ve Güngör, 2007: 326). Sabit katsayısının yatay kesitten yatay kesite ya da zaman içerisinde değişim gösterdiği modeller sabit etkiler modeli olarak tanımlanmaktadır. Bu modelde sabit etkilerin yatay kesitten yatay kesite değiştiği, ancak zaman içinde değişmediği varsayılabilir gibi; sabit etkileri yatay kesitten yatay kesite değişmediği, ancak zaman içinde değişme gösterdiği varsayılabilir. Her iki durumda da tek yönlü bir model söz konusudur. Şayet sabit etkilerin hem yatay kesitler arasında hem de zaman içinde değiştiği kabul edilirse bu durumda çift yönlü bir model karşımıza çıkmaktadır (Çetin ve Ecevit; 2010: 172). Matematiksel olarak,

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + u_{it}$$

şeklinde ifade edebileceğimiz sabit etkiler modeli, firmaların bireysel etkilerini  $\alpha_i$  sabit bir terim gibi algılayarak modeli bu şekilde kurmaktadır. Bir diğer ifade ile sabit etkiler yönteminde, sabit etkiler tahmin edicisi her bir kesit birim için farklı sabitler tahmin ederek  $\alpha_i$ 'nin kesit birimler için farklı olmasına neden olurlar.

### 8.5.3. Tesadüfi Etkiler Modeli

Panel veri modelinin tahmininde kullanılan bir diğer yöntem ise “tesadüfi etkiler” modelidir. Bu yöntem, birimlerin tesadüfi olarak ana kütlede alınması durumunda kullanılmaktadır. Tesadüfi etkiler modeli, birimler arasındaki sabit katsayıların farklılaşmadığını öngörmektedir (Öz ve Güngör, 2007: 326). Tesadüfi etkiler modeli, sabit etkiler modelinin tüm temel varsayımlarını kabul etmekte ancak, bireysel ve zaman etkilerinin bağımsız değişkenlerle ilişkili olmadığını varsaymaktadır (Artan ve Kalaycı, 2009: 183). Bu modelde de rassal etkilerin yatay kesitten yatay kesite değiştiği, ancak zaman içinde değişmediği; yatay kesit birimler arasında değişmediği, ancak zaman içerisinde değişim gösterdiği ya da hem yatay kesit birimler arasında hem de zamana göre değişim gösterdiği kabul edilebilir. Böylece tek ve çift yönlü modeller incelenebilmektedir (Çetin ve Ecevit; 2010: 172).

$$y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + \omega_{it}, \quad \omega_{it} = \varepsilon_i + \nu_{it}$$

Modelde,  $\omega_{it}$  iki bileşenden oluşan birleşik hata terimidir. Bireye özgü hata terimi  $\varepsilon_i$  ve zaman serisi ile kesitin birleşim sonucu oluşan hata terimi  $\nu_{it}$  'dir.

Sabit etkiler modeli ile tesadüfi etkiler modeli arasındaki temel fark, sabit etkiler modelinde her kesit birim kendi ayrı sabit terimine sahipken, tesadüfi etkiler modelinde sabit terim, tüm kesit birimleri için ortalama sabit terimi vermekte, hata terimi ise her kesit birimine ait sabit terimin bu ortalama sabit terimden rassal sapmasını temsil etmektedir (Özer ve Biçerli, 2003: 73). Bir başka ifade ile tesadüfi etkili modelin avantajları sabit etkili modelin dezavantajlarını, tesadüfi etkili modelin dezavantajları da sabit etkili modelin avantajlarını oluşturmaktadır (Hsiao, 2007: 9).

## 8.6. AMPİRİK ANALİZ

### 8.6.1. Panel Veri Regresyon Modeli Belirleme Testleri

Analiz sürecinin ilk adımında, her bir değişkenin IPS birim kök testi ile durağan olup olmadıkları tespit edilmeye çalışılmıştır. Daha sonra çalışmada serilerin durağanlığına bağlı olarak yapılan panel veri regresyon tahminlerinde, ortak (havuzlanmış), sabit veya tesadüfi etkili modellerden hangisinin geçerli olacağı Olasılık Oran Testi (Likelihood Ratio -LR testi) ve Hausman testi ile belirlenmiştir.

Çalışmada panel veri seti için panel veri modellerinden EKK tahmini ile Sabit Etkiler Modeli arasından uygun olanı bulmak için LR testi yapılmıştır. Buna göre “EKK tahmincisi doğrudur”  $H_0$  hipotezi altında LR test sonuçları aşağıdaki Tablo 20’de görülmektedir.

**Tablo 20. Model Belirleme Test Sonuçları**

Test	İstatistik	p değeri
Redundant Fixed Effects Likelihood Test (LR Testi) <i>Cross-section F-İstatistiği (df: 16,400)</i>	3.982082	0.0000
Hausman Testi <i>Cross-section random Ki-Kare (df: 8)</i>	58.189269	0.0000

Olasılık oran testi sonucunda  $H_0$  hipotezi reddedilmiş dolayısıyla panel veri seti için sabit etkili model daha uygun bulunmuştur.

Bir sonraki aşamada, sabit etkiler ile tesadüfi etkiler yöntemlerinden hangisinin tercih edileceğine karar vermek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testi “Rassal Etkiler Tahmincisi Doğrudur” veya “Tesadüfi etkili model sabit etkili modelden daha etkindir” şeklinde ifade edebileceğimiz  $H_0$  hipotezi altında gerçekleşmektedir. Bu çerçevede, sabit veya tesadüfi etkili model seçimi için yapılan Hausman testi sonuçları yukarıdaki Tablo 20’de görülebilir.

Hausman testi sonucuna göre, “tesadüfi etkili model sabit etkili modelden daha etkindir” şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Yani veri seti için sabit etkiler modeli uygundur.

### 8.6.2. Araştırmada Kullanılan Model

Gerek Olasılık oran testi (LR testi) gerekse Hausman testi sonuçlarına göre veri setinin analizi için üç farklı panel veri modeli arasından sabit etkiler modelinin daha uygun olduğu belirlenmiştir.

Panel veri, sonuçta bir regresyon analizi olduğundan, analiz varsayımlarının bu süreçte değerlendirilmesi gerekir. Çoklu doğrusallık bağlantı varsayımı bağımsız değişkenler için hesaplanan VIF (Variance Inflation Factor) değerleriyle değerlendirilmiştir. Pratikte VIF değeri 10’dan küçük olması durumunda çoklu

doğrusal bağlantı sorununun olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır (Albayrak ve Akbulut, 2008: 66). Bu açıdan analiz sürecinde kullanılan bağımsız değişkenlerin VIF değerleri 10'dan küçük olduğu için çoklu doğrusallık sorununa rastlanılmamıştır<sup>9</sup>. Panel veri analizinde değişen varyans testi yapılmamıştır. Çünkü, panel veri kullanılarak yapılan analizlerde farklı veri tabanlarından ortaya çıkan hata paylarının sabit dağılım göstermemesi zaten beklenen bir sonuçtur (Turhan ve Taşseven, 2010: 145). Sezgisel olarak varlığı kabul edilmiş olan bu sorundan kurtulmak için “Uygun Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi –Feasible Generalized Least Squares-FGLS” ile sabit etkiler modeli tahmin edilmiştir. Bunun içinde ekonometrik analizde kullanılan E-Views programının panel seçeneklerinde “Cross-section weights” sekmesi seçilerek modelin uygun genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesi sağlanmıştır. Ayrıca oto korelasyon sorununun varlığı DW değerine bakılarak belirlenmiştir. EK 5’de görüleceği gibi sabit etkiler modelinde Durbin-Watson değerinin 1.0152 ve dolayısıyla 2’den uzak olduğu görülmektedir. Bir uygulamada DW değeri 2 bulunmuşsa, ne aynı ne ters yönlü bir ardışık bağımlılık (oto korelasyon) olmadığı varsayılabilir (Gujarati, 2005: 423). Bu sonuca göre oto korelasyon sorununun varlığından söz etmek mümkündür.

Veriler arasındaki oto korelasyon sorununu ortadan kaldırmak için modeldeki bağımlı değişkenin 1 gecikmeli değerleri olan AR(1) modele dahil edilmiştir. Gerçekleştirilen tahminde modele öncelikle AR(1) eklenmekte ve Durbin-Watson test istatistiğine bakılmaktadır. Eğer oto korelasyon ortadan kaldırılamaz ise AR(2) modele eklenerek oto korelasyon sorunu ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır (Karadeniz, 2008: 138). Çalışmamızda oto korelasyon sorununun giderilmesi için bağımlı değişkenin önce bir gecikmeli değeri olan AR(1) modele eklenmiş ve DW istatistik değeri 1.9571 olarak hesaplanmıştır. Bu açıdan DW değerinin 2’ye çok yakın çıkması nedeniyle oto korelasyon sorunu giderilmiştir.

Regresyon varsayımları çerçevesinde yukarıda belirttiğimiz düzenlemeler ışığında sabit etkili panel veri modelimizin son hali aşağıdaki Tablo 21’de görülmektedir.

---

<sup>9</sup> VIF<sub>ATO</sub>=2,63 VIF<sub>ADH</sub>=1,25 VIF<sub>AKDH</sub>=2,38 VIF<sub>SDH</sub>=3,12 VIF<sub>NKM</sub>=1,40 VIF<sub>BR</sub>=3,57  
VIF<sub>PD/DD</sub>=2,70 VIF<sub>F/K</sub>=1,02

**Tablo 21. Sabit Etkiler Panel Veri Regresyon Analizi Sonuçları**

Bağımlı Değişken: Özsermaye Karlılığı (OZ)			
Metot: Panel EGLS (Cross-section weights)			
Örnekleme Aralığı: 2001/1Ç-2008/4Ç			
Panel (Dengesiz) Gözlem Sayısı: 408			
Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t-istatistiği
C (Sabit Terim)	-0.00131	0.028028	-0.046884 (0.9626)
ATO	0.04300	0.006797	6.326173 (0.0000)*
ADH	4.00E-05	2.58E-05	1.549168 (0.1222)
AKDH	0.03655	0.014473	2.525744 (0.0119)*
SDH	0.00227	0.001004	2.263019 (0.0242)*
NKM	0.04524	0.028011	1.615136 (0.1071)
BR	-0.04844	0.017505	-2.767329 (0.0059)*
PD_DD	0.00627	0.006040	1.038918 (0.2995)
F_K	-1.48E-05	1.36E-05	-1.089021 (0.2768)
AR(1)	0.46458	0.105322	4.411132 (0.0000)
R <sup>2</sup> : 0.6260		Düzeltilmiş R <sup>2</sup> : 0.6015	
F istatistiği: 25.5759		P değeri (F istatistik): 0.0000	
Regresyon Std.Hatası: 0.1010		Durbin-Watson istatistiği: 1.9571	

Not: Parantez içindeki değerler olasılık (p) değerlerini gösterir.

\* işareti istatistiğin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Yukarıda belirtilen ekonometrik analiz sonucunda sabit etkili panel veri modelini denklem olarak aşağıdaki gibi yazabiliriz.

$$OK = \alpha_{it} + \beta_1 ATO_{it} + \beta_2 ADH_{it} + \beta_3 AKDH_{it} + \beta_4 SDH_{it} + \beta_5 NKM_{it} \\ + \beta_6 BR_{it} + \beta_7 PD / DD_{it} + \beta_8 F / K_{it} + \beta_9 OK_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

Modelde;



$\alpha$  = Sabit terim

OK = Özsermaye karlılığını

ATO = Asit-test oranını,

ADH = Alacak devir hızını,

AKDH = Aktif devir hızını,

SDH = Stok devir hızını,

NKM = Net kar marjını,

BR = Borçlanma rasyosunu,

PD/DD = Piyasa değeri/Defter değeri oranını,

F/K = Fiyat/Kazanç oranını,

$OK_{i,t-1}$  = Bağımlı değişkenin bir gecikmeli değerini,

$\varepsilon_{it}$  = Hata terimini ifade etmektedir.

### 8.6.3. Ampirik Bulgular

Analiz sonucunda  $R^2$ 'nin 0.6260 çıkması; bağımlı değişken olan öz sermaye karlılığındaki değişmelerin yaklaşık % 62,6'lık kısmının bağımsız değişken olan finansal oranlarda meydana gelen değişimler tarafından açıklandığını söylemek mümkündür.

Regresyon modeline ilave edilen her yeni bağımsız değişken,  $R^2$  değerinin büyümesine sebep olarak sanki modelin açıklayıcılığının iyileştiği izlenimi vermektedir. Bu sebeple modele görece katkısı az olan veya katkısı olmayan değişkenlerin sebep olduğu  $R^2$  değerindeki suni artışın dikkate alınarak modelin açıklayıcılığının belirlenmesi gerekmektedir. Uyarlanmış  $R^2$  değeri bu düzeltme sonucunda ortaya çıkan  $R^2$  değeri olup, regresyon modelinin gerçek açıklama gücünü göstermektedir (Altunışık ve diğerleri, 2007: 2007). Bu çerçevede analiz sonucunda bulunan uyarlanmış  $R^2$  değeri 0.6015 olup bağımlı değişken olan öz

sermaye karlılığındaki değişimlerin yaklaşık % 60'ı bağımsız değişken olan finansal oranlarda meydana gelen değişimler tarafından açıklanmaktadır.

Tahmin edilen regresyon modelinin anlamlı olup olmadığını incelemek için F sınaması sonuçlarına bakıldığında F istatistiği 25.5759, F istatistiğinin olasılık değeri 0.0000 çıkmıştır. Dolayısıyla söz konusu modelin bağımlı değişkeni açıklamada önemli bir katkı sağladığı söylenebilir. Bir diğer ifade ile F istatistiği sabit etkili panel veri regresyon denkleminin, geçerliliğinin son derece yüksek olduğunu göstermektedir.

Regresyon modelinin geneline ilişkin değerlendirmeleri bu şekilde yaptıktan sonra, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin katsayıları ve hipotez testlerinin istatistiksel olarak test edilmesine yönelik bulgular aşağıdaki gibi açıklanabilir.

Asit-Test Oranı (ATO)'na ilişkin katsayı 0.04300 olarak çıkmıştır. Asit-test oranı ile finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki vardır. Buna göre, asit-test oranındaki bir birimlik değişme öz sermaye karlılığında 0.04300 birimlik bir değişmeye yol açmaktadır. Dolayısıyla Asit-Test oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir.

Alacak devir hızına (ADH) ilişkin sonuçlara bakıldığında katsayı değeri 0,00004 olarak görülmektedir. Alacak devir hızı ile öz sermaye karlılığı arasındaki ilişki pozitifdir. Ancak Alacak devir hızı ile öz sermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Bir başka ifade ile alacak devir hızında meydana gelecek değişmelerin işletmelerin finansal performansı üzerinde bir etkisi yoktur. Dolayısıyla Alacak devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_2$  hipotezi reddedilmiştir.

Aktif devir hızına (AKDH) ilişkin katsayı 0.03655 olarak bulunmuştur. Aktif devir hızı ile finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Buna göre, aktif devir hızındaki bir birimlik değişme öz sermaye karlılığında 0.03655 birimlik bir değişmeye yol açmaktadır. Dolayısıyla Aktif devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_3$  hipotezi kabul edilmiştir.

Stok devir hızına (SDH) ilişkin katsayı 0.00227 olarak bulunmuştur. Stok devir hızı ile finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki söz konusudur. Buna göre stok devir hızındaki bir birimlik değişme öz sermaye karlılığında 0.00227 birimlik değişmeye yol açmaktadır. Dolayısıyla Stok devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_4$  hipotezi kabul edilmiştir.

Net kar marjı (NKM) oranına ilişkin katsayı 0.04524 olarak bulunmuştur. Net kar marjı ile öz sermaye karlılığı arasındaki ilişki pozitifdir. Ancak net kar marjı ile öz sermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Bir başka ifade ile net kar marjında meydana gelecek değişmelerin işletmelerin finansal performansı üzerinde bir etkisi yoktur. Dolayısıyla Net kar marjı oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_5$  hipotezi reddedilmiştir.

Borçlanma rasyosu (BR) katsayısı -0.04844 olarak bulunmuştur. Borçlanma rasyosu ile finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki söz konusudur. Buna göre borçlanma rasyosundaki bir birimlik değişme öz sermaye karlılığında -0.04844 birimlik bir değişmeye yol açmaktadır. Dolayısıyla Borçlanma oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_6$  hipotezi kabul edilmiştir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranına ilişkin katsayı 0.00627 olarak bulunmuştur. Piyasa Değeri/Defter Değeri ile öz sermaye karlılığı arasındaki ilişki pozitifdir. Ancak piyasa değeri/defter değeri ile öz sermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Bir başka ifade ile piyasa değeri/defter değerinde meydana gelecek değişmelerin işletmelerin finansal performansı üzerinde bir etkisi yoktur. Dolayısıyla piyasa değeri/defter değeri oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_7$  hipotezi reddedilmiştir.

Fiyat/Kazanç oranı (F/K) katsayısı -0,0000148 olarak bulunmuştur. Fiyat/Kazanç oranı ile öz sermaye karlılığı arasındaki ilişki negatiftir. Ancak fiyat/kazanç oranı ile öz sermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Bir başka ifade ile fiyat/kazanç oranında meydana gelecek değişmelerin işletmelerin finansal

performansı üzerinde etkisi vardır şeklinde ifade ettiğimiz  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir.

Çalışmamızda finansal analizde kullanılan oranlarla işletme finansal performansı arasında bir ilişkinin var olup olmadığı incelenmiştir. İşletmelerin likidite, faaliyet, karlılık, mali yapı ve piyasa performanslarını yansıtan oranların finansal performans ölçütü olan öz sermaye karlılığı üzerinde etkisi olup olmadığı, eğer bir etki varsa bunun yönü ve katsayıların anlamlılığına ilişkin hipotez testi sonuçları yukarıda ayrıntılı olarak anlatılmıştır. Bu bulgulara yönelik olarak hipotez testleri sonuçları ile oranların finansal performansı açıklamadaki anlamlılığı ve ilişkinin yönü aşağıdaki Tablo 22’de özet olarak gösterilmiştir.

**Tablo 22. Hipotez Testi Sonuçları ve Oranların Finansal Performansla Olan İlişkisi**

<b>Oran</b>	<b>Hipotezler</b>	<b>Sonuç</b>	<b>Finansal Performansla İlişkisi</b>	<b>İlişkinin Yönü</b>
Asit-Test Oranı	$H_1$ : Asit-test oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Kabul	Anlamlı	Pozitif
Alacak Devir Hızı	$H_2$ : Alacak devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Red	Anlamsız	-
Aktif Devir Hızı	$H_3$ : Aktif devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Kabul	Anlamlı	Pozitif
Stok Devir Hızı	$H_4$ : Stok devir hızının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Kabul	Anlamlı	Pozitif
Net Kar Marjı	$H_5$ : Net kar marjı oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Red	Anlamsız	-
Borçlanma Oranı	$H_6$ : Borçlanma oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Kabul	Anlamlı	Negatif
Piyasa Değeri / Defter Değeri	$H_7$ : Piyasa değeri / Defter değeri oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Red	Anlamsız	-
Fiyat / Kazanç Oranı	$H_8$ : Fiyat / Kazanç oranının işletmelerin finansal performansı üzerinde etkisi vardır.	Red	Anlamsız	-

Yukarıdaki Tablo 22’de finansal performans üzerindeki olası değişmelerin dinamiklerini ortaya çıkarmak adına kurduğumuz hipotezlerin sonuçları görölmektedir. İstatistiksel olarak birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunan işletmelerin finansal performansları üzerinde etkisi olabilecek finansal oranlar asit-test oranı, aktif devir hızı, stok devir hızı ve borçlanma rasyosudur. Asit-test oranı, aktif devir hızı, stok devir hızı ve borçlanma rasyosu işletmelerin finansal performansının önemli birer belirleyicileridir. Diğer oranların finansal performansı açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görölmüştür.

Ayrıca finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı ile aralarında anlamlı ilişki bulunan finansal oran sayısı dört tanedir. Bir diğer ifade ile birleşme ve satın alma işlemlerinde bulunan firmaların finansal performansındaki gelişmeler asit-test oranı, aktif devir hızı, stok devir hızı ve borçlanma rasyosu oranları ile istatistiksel olarak açıklanabilecektir. Bununla birlikte borçlanma rasyosu dışındaki diğer üç oran ile finansal performans arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bu üç orandaki artış finansal performans üzerinde pozitif bir etki yaratırken borçlanma rasyosu ile finansal performans arasında negatif yönlü güçlü bir ilişki vardır. Yani borçlanma rasyosundaki artış birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunan işletmelerin finansal performansı üzerinde negatif bir etki meydana getirmektedir. Daha önceki bölümlerde de yer verildiği üzere finansal hiyerarşi teoremine göre karlılığı artan işletmelerin kaldıraç oranlarında azalma eğilimi ortaya çıkacaktır. Yani işletmeler karlılığı arttıkça daha az borçlanacaklardır. Analiz sonucunda karlılık ile borçlanma rasyosu arasındaki negatif yönlü bir ilişkinin varlığı saptanarak teorik beklentiye uygun bir uygulama sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca finansal hiyerarşi teorisi bağlamında işletmeler karlardaki artış sonucu oluşan bu iç fonları nakit, menkul kıymetler gibi dönen varlıklara bağlayacaklardır. Bunun sonucunda da işletmelerin likiditeleri artmış olacaktır. Dolayısıyla teoriye göre karlılık ile likidite arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Analiz sonucunda karlılık ile asit-test oranı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş olup bu sonuç teorik beklentiyle uyumludur. Ayrıca piyasa değeri/defter değeri ile öz sermaye karlılığı arasında pozitif, fiyat/kazanç oranı ile öz sermaye karlılığı arasında negatif ilişki bulunmuş ancak bu iki oranla ilgili sonuçlar istatistiksel olarak anlamsızdır.

## SONUÇ

İşletmeler, teknolojik gelişmeler, küreselleşme nedeniyle ortaya çıkan tehdit ve fırsatlar, rekabetin artması ve yerel alandan çıkıp uluslar arası boyut kazanması gibi nedenlerle değişen koşullara uyum sağlayacak şekilde kendilerini yeniden yapılandırmak zorundadır. Böyle bir zorlu ve bir o kadar da karmaşık olan iş yaşamında işletmeler ya büyüyecek ya da piyasadan çekilip faaliyetlerine son vereceklerdir. Bu dinamiklerin ortaya çıkardığı büyüme sadece bir gereklilik olmayıp aynı zamanda işletme değerini artıran stratejik bir görünüme de sahiptir.

Dünya ölçeğinde ekonomik sınırların kalkması, ticaretin serbestleşmesi, artan rekabet vb. unsurlar özellikle işletmelerin birleşme satın alma ve stratejik ittifaklar gibi dış büyüme yönelimli işbirliklerine gitmelerini tetiklemektedir. İşletmeler birleşmek veya satın alma amacıyla büyümezler, tam tersine büyüme amacı için birleşme ve satın alma yöntemlerini kullanırlar. Bu çerçevede rekabeti kaldırmak veya sınırlamak amacıyla aynı endüstride yer alan işletmeler yatay birleşerek, hammadde ve dağıtım kanalları üzerinde egemen olma amacıyla dikey birleşerek, farklı sektörlere girerek riski azaltmak ya da diğer bir ifade ile çeşitlendirme düşüncesiyle ya karma ya da ortak merkezli birleşme şekilleri gibi dış büyüme yöntemlerini kullanabilirler. Birleşme kavramı ile benzer olan diğer bir kavram satın almadır. Birleşme ile satın alma arasındaki farklılık işlemlerin hukuki boyutundan kaynaklanmaktadır, yoksa her iki yöntemin altında yatan gerekçeler aynıdır.

Gerek birleşme gerekse satın alma işlemlerinin yapılmasında değişik nedenler söz konusudur. Sinerjik kazanımlar bu nedenlerden birisidir. Özellikle işletmeler birleşme ve/veya satın alma sonrasında, öncesine göre üretim olanaklarındaki artışlar nedeniyle ölçek ve kapsam ekonomileri elde edebilirler. Bunun yanı sıra finansal kapasitesindeki artış, düşük maliyetle borç bulabilme, karlılıklarındaki artış da bu sinerjik kazanımlar içinde yer alır. İşletmeler ayrıca üstün yetenekli yöneticilere ve yönetim yapılarına da birleşmeler ile ulaşabilmekte ve bu şekilde daha iyi idare edilebilmeleri söz konusu olmaktadır.

Birleşme ve satın almaların diğer bir nedeni de yeni piyasalara girmektir. Özellikle sınır ötesi birleşme ve satın alma penceresinden bakıldığında farklı coğrafya ve ülke piyasalarına girişte sıklıkla kullanılan yöntemin bu olduğu

bilinmektedir. Özellikle iç büyümenin hem zaman alıcı hem de maliyetli olduğu dikkate alındığında birçok işletme için yeni piyasalarda faaliyette bulunmanın en kestirme yolunun birleşme ve satın almalar olduğu görülür.

Bunların yanı sıra vergi avantajlarından yararlanma, işletmenin fazla fonlarını değerlendirme, çeşitlendirme yolu ile riski azaltma gibi birçok nedenin birleşme ve satın almaların altındaki gerekçeler olduğu görülmektedir.

Batı dünyasında özellikle ABD’de işletme birleşme ve satın almalarının tarihi 19. yüzyılın sonlarına kadar gidebilmektedir. ABD ve Avrupa gibi kapitalizmin iki temel ekseninde görülen bu durumun çok şaşırtıcı olmadığını belirtmekle birlikte bu piyasada Türkiye’nin payının çok küçük olduğunu söylemek gerekir. Ancak 2002 yılından itibaren Türkiye’de görülen siyasi istikrar, başarılı özelleştirme uygulamaları, Avrupa Birliği ile olan müzakere sürecinin devam etmesi, demokratikleşme yolunda atılan adımlar, makro ekonomik göstergelerdeki olumlu gelişmeler, küresel likidite bolluğu gibi birçok faktör bu piyasanın ülkemizde gelişmesine katkı sağlamaktadır. Örneğin, 2002’de birleşme ve satın alma işlemlerinin sayısı sırasıyla 54 adet ve 1 Milyar ABD Doları iken, 2007 yılında bu veriler sırasıyla 182 adet ve 26,7 Milyar ABD Doları düzeyine yükselmiştir. 2008 küresel krizinin etkisiyle sayı ve tutar olarak azalan birleşme ve satın alma işlemleri 2010 yılında büyük bir artış göstererek 241 adet işlem ve yaklaşık 30 Milyar ABD doları düzeyine ulaşmıştır.

İşletmeler rakiplerle olan rekabet karşısında pozisyonlarının ne olduğunu bilmek isterler. Bu amaca hizmet edecek çalışmalardan birisi finansal performans analizidir. Özellikle işletmeler neredeydik ve neredeyiz gibi sorulara cevaplar arayarak yarın için nerede olacaklarına yönelik kestirimler yapabilirler. Dolayısıyla finansal performans analizi ile firmalar, sağlıklı karar alma, planlama ve denetim işlevlerini daha etkin bir biçimde yürütebilmektedirler. Bir diğer ifade ile finansal analiz, bir işletmedeki finansal planlama ve finansal denetimin ön koşuludur. Yani, bir işletmenin durumu bilinmeden, finansal planlama ve denetim yapılamaz. Finansal performans analizi başarılı bir şekilde yapıldığı zaman işletmenin performansı da doğru yansıtılmış olmaktadır. Firmalar, finansal performans ölçütleri ile başarılı finansal performans yönetimini gerçekleştirebilmekte ve firma değerini



arttırabilmektedir. Finansal performansı ölçmede en temel yaklaşım finansal tablo analizidir. Bir işletme ile ilgilenen işletme sahipleri, yöneticiler, borç verenler, satıcılar, müşteriler ve çalışanlar gibi gruplar, işletmenin finansal tablolarına güvenerek hareket ederler. Finansal tabloları en yoğun şekilde kullananlar ise yöneticilerdir. Yöneticiler, işletmenin genel finansal performansının iyi olup olmadığını ve bu durumun nedenlerini anlayabilmek, işletmenin zayıf ve kuvvetli yanlarını ortaya çıkarabilmek ve gelecekte işletmenin performansını artırabilmek için hangi önlemleri almak gerektiğini belirleyebilmek için finansal tabloları kullanmaktadır. İşletmenin mali durumu ile faaliyet sonuçlarının değerlendirilebilmesi, işletmenin amaçları ile tutarlı rasyonel kararlar alınabilmesi için finans yöneticisinin elinde belirli araçlar bulunmalıdır. Bu bağlamda söz konusu araçlardan birisi de finansal oranlardır. Finansal oranlar, bir işletmenin hem yıllar itibariyle hem de sektördeki diğer firmalar ile karşılaştırılabilirliğine olanak sağlayan performans oranları olarak da ifade edilebilmektedir.

Bu çalışmada 2004-2005 yıllarındaki İMKB'ye kote imalat sanayindeki 17 işletmenin birleşme ve satın alma işlemi incelenmiştir. İnceleme yapılırken her bir işletme için toplamda 25 çeyrek dönemin (12 birleşme öncesi dönem, birleşme ve satın alma dönemi ve 12 birleşme sonrası dönem olmak üzere) mali tablolarından yararlanarak 12 farklı finansal oran hesaplanmıştır. Tek bir işletme için 300 oran, 17 işletme için ise genel toplamda 5.100 finansal oran hesaplaması yapılmıştır. Ayrıca finansal performans üzerindeki değişimi açıklayıcı olan finansal oranların neler olduğu saptanmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede gerek yerli gerekse yabancı yazında en yaygın olarak kullanılan finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı bu çalışmada da kullanılmıştır. Çalışmada öz sermaye karlılığındaki değişimi açıklayıcı nitelikte 8 farklı oran değerlendirmeye alınmıştır. Birleşme ve satın alma öncesi 12 çeyrek dönem itibariyle tüm işletmelerin öz sermaye karlılığı ortalaması 0.02 iken işlem sonrasında bu oran 0.04 olarak bulunmuştur. Buradan da görüldüğü üzere öz sermaye karlılığı birleşme ve satın alma işlemlerinden olumlu şekilde etkilenmiştir. Bir diğer ifade ile öz sermaye karlılığı ile ölçülen finansal performans birleşme ve satın alma işlemleri sonrasında artış göstermiştir.

Finansal performans göstergesi olarak kullanılan öz sermaye karlılığındaki değişim ile bunu açıklayıcı nitelikte 8 farklı oran arasındaki ilişki panel veri

regresyon analizi yöntemi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır. Bir diğer ifade ile öz sermaye karlılığındaki değişimin, değişken olarak kullanılan 8 finansal orana bağımlı olup olmadığı test edilmiştir. Panel veri regresyon analizi çerçevesinde üç farklı model kullanılmış ve model belirleme testleri sonucunda sabit etkili panel veri regresyon analizi modeli seçilmiştir. Elde edilen model, bazı regresyon varsayımları çerçevesinde modifiye edilmiş ve bulunan model sonucunda bağımlı değişken olan öz sermaye karlılığındaki değişimin yaklaşık % 62'si bağımsız değişken olan finansal oranlarda meydana gelen değişimler tarafından açıklanabildiği sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan analiz sonucunda öz sermaye karlılığı ile asit-test oranı, aktif devir hızı, stok devir hızı ve borçlanma rasyosu arasında anlamlı bir ilişkinin var olduğu belirlenmiştir. Ancak bu oranlar içerisinde yalnızca borçlanma rasyosu oranı ile öz sermaye karlılığı arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Dolayısıyla diğer üç oran ile öz sermaye karlılığı üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bunun yanı sıra diğer dört oran olan alacak devir hızı, net kar marjı, piyasa değeri / defter değeri oranı ile fiyat / kazanç oranları ile öz sermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

Kısaca, birleşme ve satın alma işlemleri sonrasında işletmelerin finansal performansını yansıtan öz sermaye karlılığında bir artış görülmüştür. Bu artış sonucunda finansal hiyerarşi teoremine uygun şekilde işletmelerin kaldıraç oranında azalma olmuş, dolayısıyla işletmeler yatırımların finansmanında yaratılan iç fonları kullandıklarından borçlanmaya daha az gereksinim duymuşlardır. Bu iç fonlar ise işletmelerin likiditelerini olumlu şekilde etkilemiştir. Asit-test oranı, aktif devir hızı, stok devir hızı ve borçlanma rasyosu işletmelerin finansal performanslarının önemli birer belirleyicisi olmuşlardır.

Bundan sonraki çalışmalarda ise çok daha fazla sayıda işletme inceleme kapsamına alınıp daha farklı finansal oranlarla ve değişik yöntem ve modellerle analiz yapılarak birleşme ve satın almaların potansiyel etkilerine yönelik bilimsel incelemeler yapılabilir. Özellikle birleşme ve satın almaların işletmelerin sermaye yapılarında, likidite düzeylerinde ve piyasa değerlerinde meydana getirdiği olası etkiler inceleme konusu olabilir.

## KAYNAKÇA

- Abor, J. (2005). The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*. 6 (5), 438-445
- Acar, M.(2003). Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 20, 21-37.
- Ada, E., Demirhan, D. ve Gökalp, F. (2006). Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Stratejik Önemi ve İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi Analiz*, 6 (15),
- Advani, R. (2006), Wall Street MBA : *Your Personal Crash Course in Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill
- Agrawal, A. ve Jaffe, J. F. (2003). Do Takeover Targets Underperform? Evidence From Operating and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 38 (4), 721-746.
- Akay, H. (1997). *İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi*, İstanbul: Yaylım Matbaası.
- Akgemci, T. (2008). *Stratejik Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın
- Akkum, T. (2000). Firmalarda Yeniden Yapılanma (I): Firmaların Büyümesi-Satınalma ve Birleşmeler. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi Yönetim*, 11 (36), 51-67.
- Aktan, B. ve Bulut, C. (2008). Financial Performance Impacts of Corporate Entrepreneurship in Emerging Markets: A Case of Turkey. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 12, 69-79.
- Akyüz, H.B. (2007). *Türk Rekabet Hukukunda Şirketlerde Birleşme ve Devralmalar*, Ankara: Adalet Yayınevi.
- Aktaş, R., Alp, A., Doğanay, M. M., Ban, Ü. ve Tokat, E. (2009). *Finans Matematiği Excel Uygulamaları*. Ankara, Gazikitabevi.
- Albayrak, A. S. ve Akbulut, R. (2008). Karlılığı Etkileyen Faktörler: İmkb Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (7), 55-83.
- Alkhafaji, A. F. (2003). *Strategic Management: Formulation, Implementation, and Control in A Dynamic Environment*. NY, The Haworth Press.
- Al-Najjar, B. ve Taylor, P. (2008). The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure New Evidence From Jordanian Panel Data. *Managerial Finance*. 34 (12), 919-933.
- Altunkaynak, B. (2007).Sektörel Panel Veri Analizi Yaklaşımıyla Türkiye'nin AB Ülkelerine İmalat Sanayi Bakımından İhracatının Belirlenmesi. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara.

- Albayrak, A. S. ve Akbulut, R. (2008). Karlılığı Etkileyen Faktörler: İmkb Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 4 (7), 55-83.
- Altunbaş, Y. ve Marques, D. (2008). Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities. *Journal of Economics and Business*. 60, 204-222.
- Altunışık, R., Coşkun, R., Bayraktaroğlu, S. ve Yıldırım, E. (2007). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı*. Sakarya, Sakarya Yayıncılık.
- Andrade, G., Mitchell, M. ve Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*. 15 (2). 103-120.
- Andrei, M., Andrei, B., Maria, B. ve Larissa, B. (2010). Financial Ratio Analysis Used in The it Enterprises. *The Journal of the Faculty of Economics – Economic*. 1 (2), 600-603.
- Arı, A. (2007). Banka Birleşmeleri ve Satın Almaları ve Ekonomik Sonuçlarının Değerlendirilmesi. (Yayınlanmamış YL Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Arslan, E. (2007). Türk ve ABD Hukukunda Şirket Birleşmeleri. (Yayınlanmamış YL Tezi). Gazi Üniversitesi, Ankara.
- Artan, S. ve Kalyacı, C. (2009). İnternetin Uluslararası Ticaret Üzerindeki Etkileri: OECD Ülkeleri Örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10 (2), 175- 187.
- Aslan, A. (2008). Türkiye’de Suç Oranları Sürekliliğinin Analizi, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/10610/>
- Aslan, A. ve Kula, F. (2008). Dış Ticaret Serbestisinin Türk İmalat Sanayi Fiyat Maliyet Marjları Üzerindeki Etkisi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 7 (13), 175-192.
- Asimakopoulou, I., Samitas, A. ve Papadogonas, T. (2009). Firm-Specific and Economy Wide Determinants of Firm Profitability Greek Evidence Using Panel Data, *Managerial Finance*, 35 (11), 930-939.
- Aşıkoğlu, R. (1993). *Globalleşme Sürecinde Uluslar arası Finansal Yönelimler*. Kütahya, Dumlupınar Üniversitesi Yayınları.
- Ata, H. A. ve Ağ, Y. (2010). Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi. *Ekonometri ve İstatistik*, 11, 45-60.
- Atrill, P. (2009). *Financial Management for Decision Makers*, Essex: Prentice Hall.
- Aw, M. S. .B. ve Chatterjee, R. A. (2004). The Performance of UK Firms Acquiring Large Cross-Border and Domestic Takeover Targets. *Applied Financial Economics*. 14, 337-349.
- Aydemir, M. ve Demirci, M.K. (2006). *İşletmelerin Küreselleşme Stratejileri ve Kobi Örneğinde Bir Uygulama*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aydemir, M. ve Demirci, M.K. (2008). *İşletmelerin Küreselleşme Stratejileri*, Ankara: Detay Yayıncılık.

- Aydeniz, A. Ş. (2009). Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: İMKB'ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27 (2), 263-277.
- Badreldin, A. ve Kalhoefer, C. (2009). The Effect of Mergers and Acquisitions on Bank Performance in Egypt. [http://mgt.guc.edu.eg/wpapers/018badreldin\\_kalhoefer2009.pdf](http://mgt.guc.edu.eg/wpapers/018badreldin_kalhoefer2009.pdf)
- Bakoğlu, R. (2004). Şirket Birleşmelerinde Stratejik Kaynak ve Yetkinliklerin Yönetimi. H. Sumer ve H. Pernsteiner, (Eds.), *Şirket Birleşmeleri* içinde (511-530). İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. JohnWiley&Sons, Ltd.
- Barkema, H. G. (2006). How to Avoid Ruining Your Company Through International Acquisitions? The Ahold Case. Cooper, C. L.ve Finkelstein, S. (Ed.), *Advances in Mergers and Acquisitions* içinde (105-126). Oxford: Elsevier.
- Basu, R., Druck, P., Marston, D. ve Susmel, R. (2004). Bank Consolidation and Performance: The Argentine Experience, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04149.pdf>
- Bergman, M. A., Jakobsson, M. ve Razo, C. (2005). An Econometric Analysis of the European Commission's Merger Decisions. *International Journal of Industrial Organization*. 23, 717-737.
- Bertrand, O. (2009). Effects of Foreign Acquisitions on R&D Activity: Evidence From Firm-Level Data for France. *Research Policy*. 38 (6), 1021-1031.
- Bertrand, O. ve Zitouna, H. (2008). Domestic Versus Cross-Border Acquisitions: Which Impact on the Target Firms' Performance?. *Applied Economics*. 40, 2221-2238.
- Berk, N. (2007). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bevan, A. A. ve Danbolt, D. (2002). Capital Structure and its Determinants in the UK - A Decompositional Analysis. *Applied Financial Economics*. 12, 159-170.
- Bodolica, V. ve Spraggon, M. (2009). Merger and Acquisition Transactions and Executive Compensation: A Review of the Empirical Evidence. *The Academy of Management Annals*. 3 (1), 109-181.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. ve Marcus, A.J. (1997). *İşletme Finansının Temelleri*, (Ü. Bozkurt, T. Arıkan ve H. Doğukanlı, çev.). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. ve Marcus, A.J. (2007). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Bruner, R. F. ve Perella, J. R. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. New Jersey, John Wiley And Sons.
- Buckley, P.J. (2009). The Impact of the Global Factory on Economic Development. *Journal of World Business*, 44 (2), 131-143.

- Büker, S., Aşıkoğlu, R., ve Sevil G. (2008). *Finansal Yönetim*, Ankara: Sözkese Matbaacılık.
- Cabanda, E. ve Pascual, M. P. (2007). Merger in the Philippines: Evidence in the Corporate Performance of William, Gothong, and Aboitiz (Wg&A) Shipping Companies. *Journal of Business Case Studies*. 3 (4), 87-100.
- Carneiro, A. (2007). What is Required for Growth?. *Business Strategy Series*, 8 (1), 51-57.
- Camerlynck, J., Ooghe, H. ve De Langhe, T. (2005). Pre-Acquisition Profile of Privately Held Companies Involved in Take-Overs: An Empirical Study. *Small Business Economics*, 24, 169-186.
- Campbell, D., Stonehouse, G., ve Houston, B. (2002). *Business Strategy: An Introduction*, Oxford: Elsevier.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chari, L. (5 Mayıs 2008). Inorganic Growth Strategies: An Empirical Analysis of Who Benefits from Them?. 01 Nisan 2009, <http://www.iitk.ac.in/infocell/announce/convention/papers/>
- Cheng, L. T. W. ve Leung, T. Y. (2004). A Comparative Analysis of the Market-Based and Accounting-Based Performance of Diversifying and Non-Diversifying Acquisitions in Hong Kong. *International Business Review*. 13, 763-789.
- Chipty, T. (2001). Vertical Integration, Market Foreclosure and Consumer Welfare in the Cable Television. *The American Economic Review*, 91 (3), 428-453.
- Cihangir, M. (2005). Bankacılıkta Optimum Büyüklük: Türk Bankacılık Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Çalışma. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 20 (2), 11-26.
- Claver, E., Andreu, R., ve Quer, D. (2006). Growth Strategies in the Spanish Hotel Sector: Determining Factors. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 18 (3), 188-205.
- Co, M.J. (2006). *Entrepreneurship: Fresh Perspectives*, South Africa: Pearson Prentice Hall.
- Coşkun, A. (2007). *Stratejik Performans Yönetimi ve Performans Karnesi*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Coşkun, M. (2004). Finansal Analiz. N. Aydın, (Edi.), *Finansal Yönetim içinde* (44-64). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Açıköğretim Fakültesi Yayınları, No: 779.
- Coyle, B. (2000). *Mergers and Acquisitions*. New York, Glenlake Publishing.
- Cunill, C.M. (2006). *The Growth Strategies of Hotel Chains: Best Business Practices by Leading Companies*, New York, Haworth Press.

- Çam, M. (2006). Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönetiminin (FTMY) Birlikte Kullanımı. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15 (2), 95-118.
- Çelik, O. (1999). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Çukur, S. ve Eryiğit, R. (2006). Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi. *İktisat İşletme ve Finans*. 21 (243), 96-107.
- Dalton, D.R. ve Dalton, C.M. (2006). Corporate Growth: Our Advice for Directors is to Buy "Organic". *Journal Of Business Strategy*, 27 (2). 5-7.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. ve Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence From The Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*. 14, 387-405.
- Delaney, F.T ve Wamurizi, S.C. (2004). The Impact of Mergers and Acquisitions on Shareholder Wealth in the UK Construction Industry. *Engineering, Construction and Architectural Management*, 11 (1), 65-73.
- Demir, R.ve Ülegin, F. (2008). Yapay Sınır Ağları Yardımı ile Şirket Birleşmelerinin Kestirimi. *İtü Dergisi/d*, 7 (6). 92-101.
- Demirbugan, M. A. (2008). Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Net Bugünkü Değer (NBD) ve İç Karlılık Oranı (İKO) Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, X (2), 1-15.
- Demirci, M.K. ve Aydemir, M. (2008). *İşletmelerin Küreselleşme Stratejileri*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Demirhan, A. (2009). Bankaların Sektörel Paylarındaki Değişimin Nitel Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modeliyle Analizi. *Yönetim*, 64 (20), 78-97.
- Demirhan, D. (2009). Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İmkb Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademi Bakış*. 9 (2), 677-697.
- Demirtaş, G. (2009). Yönetişimin Ekonomik Performans Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi.
- DePamphilis, D.M. (2010). *Mergers, Acquisitions, And Other Restructuring Activities*, California: Elsevier.
- Diaz, B. D., Olalla, M. G. ve Azofra, S. S. (2004). Bank Acquisitions and Performance: Evidence from a Panel of European Credit Entities, *Journal of Economics and Business*, 56, 377-404.
- Döm, S., (2008), *Girişimcilik ve Küçük İşletme Yöneticiliği*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Du Boff, R. B. ve Herman, E. S. (1989). The Promotional-Financial Dynamic of Merger Movements: A Historical Perspective. *Journal of Economic Issues*, 23 (1), 107-133.

- Durukan, M. B. (1997). Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma, 1990-1995. *İMKB Dergisi*, 1 (3), 75-91.
- Dutta, S. ve Jog, V. (2009). The Long-Term Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly. *Journal of Banking & Finance*, 33, 1400-1412.
- Eleren, A., Bektaş, Ç. ve Akyüz Y., (2003). Değişim Sürecinde Üretim Sitemlerinde Ortaya Çıkan Yeni Global Boyutlar ve Finansal Etkileri. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, V (2). 37-55.
- Er, E. (2009). Basel-II Kriterlerini Anlama Yolunda Mali Tablolar ve Finansal Analizin Önemi – II. *Bursa Bilanço Dergisi*, 11 (113), 52-55.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2009). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B. ve Demirgüneş, K.(2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazikitabevi.
- Erdil, O. ve Kalkan, A. (2005). Kobilere Sağlanan Desteklerin Kobilerin Performanslarına Etkisi, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4 (7), 103-122.
- Eren, E., (2005), *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Erkoç, S. (2006). Kobilerin Büyüme Yönelimlerinin Büyüme Stratejileri Açısından Analizi ve Aydın Organize Sanayi Bölgesinde Bir Araştırma. (Yayınlanmamış YL Tezi). Dumlupınar Üniversitesi, Kütahya.
- Ertuğrul, M. (2009). Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 9 (1), 19-46.
- Ertuğrul, A. (2011). Yenilikçi Küçük İşletmelerin Finansmanı: Türkiye Uygulaması. (Yayınlanmamış YL Tezi). Kadi Has Üniversitesi, İstanbul.
- Ferraz, J. C. ve Hamaguchi, N. (2002). Introduction: M&A and Privatization in Developing Countries. *The Developing Economies*, XL, (4), 383-399.
- Ferency, I. H. (2008). *Employee Benefits in Mergers and Acquisitions*. Maryland: Aspen Publishers.
- Francoeur, C. (2005). The Long-Run Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Canadian Evidence. 20 Mayıs 2009 <http://neumann.hec.ca/cgj/>
- Fridson, M. S. ve Alvarez, F. (2002). *Financial Statement Analysis: A Practitioner’s Guide*. New York, John Wiley and Sons.
- Gabrielsen, T. S. (2003). Conglomerate Mergers: Vertical Mergers in Disguise?. *International Journal Of The Economics Of Business*, 10 (1), 1-16.
- Gallager, T. J. ve Andrew J. D. (2003). *Financial Management Principles & Practise*, New Jersey: Prentice Hall.
- Gaughan, P.A., (2007), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, New Jersey: John And Wiley Sons.



- Ghosh, A. (2001). Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?. *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.
- Ghosh, A. ve Jain, P.C. (2000). Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers, *Journal of Corporate Finance*, 6, 377-402.
- Gill, A., Bigger, N., Pai, C. ve Bhutani, S. (2009). The Determinants of Capital Structure in the Service Industry: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 2, 48-53.
- Grant, S. Vidler, C. ve Smith, C. (2003). *Heinemann Economics A2 For AQA*. Oxford : Heinemann Educational Publishers.
- Gökbel, D. (2004). Farklı Ülke Şirketleri Arasındaki Birleşmelerin Türk Hukukundaki Vergisel Sonuçlarının Avrupa Birliği Hukuku İle Karşılaştırılması. H. Sumer ve H. Pernsteiner, (Eds.), *Şirket Birleşmeleri* içinde (23-47). İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Gujarati, D.N. (2005). *Temel Ekonometri*, (Ü. Şenesen ve G. G. Şenesen, çev.). İstanbul: Literatür Yayınları.
- Gürsoy, C.T. (2007), *Finansal Yönetim İlkeleri*, İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları.
- Güven, Y. (2008). Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Analizi ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3 (1), 75-97.
- Hess, E. D. (2006). *The Road to Organic Growth: How Great Companies Consistently Grow Marketshare from Within*. New York, McGraw-Hill.
- Hortlund, P. (2005). The Long-Term Relationship Between Capital and Earnings in Banking. <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0611.pdf>
- Hsiao, C. (2007). Panel Data Analysis—Advantages and Challenges, *Test*, 16, 1-22.
- Hsu, L. T. ve Jang, S. (2007). The Postmerger Financial Performance of Hotel Companies. *Journal of Hospitality & Tourism Research*. 31 (4). 471-485.
- Huang, G. ve Song, F. M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence From China. *China Economic Review*. 17, 14-36.
- Huq, M. ve Tribe, M. (2004). Economic Development in a Changing Globalized Economy. *Journal of International Development*, 16 (7), 911-923.
- Hutchison, D. E. ve Cox, R. A. K. (2007). The Causal Relationship Between Bank Capital and Profitability. *Annals of Financial Economics*. 3, 40-54.
- Hylton, K.N. (2003). *Antitrust Law: Economic Theory and Common Law Evolution*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ismail, A. (2007). What Triggered the Largest Mergers and Acquisitions Waves? *The Certified Accountant*, 29, 54-56.
- Ismail, A., Davidson, I. ve Frank, R. (2009). Operating Performance of European Bank Mergers. *The Service Industries Journal*. 29 (3), 345-366.

- Işık, N. ve Acar, M. (2006). İmalat Sanayi ve Tekstil Sektörü için Cobb-Douglas, CES ve Translog Üretim Fonksiyonlarının Tahmini. *Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6 (11), 91-109.
- İçke, B.T. (2007), *Şirket Birleşmeleri, Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü*, İstanbul: Derin Yayınları.
- Kabakçı, Y. (2008). Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama. *Ege Üniversitesi Ekonomi, İşletme, Uluslar arası İlişkiler ve Siyaset Bilimi Dergisi Ege Akademik Bakış*, 8 (1), 167-182.
- Kakani, R. K. (2000). Financial Performance and Diversification Strategy of Indian Business Groups. <http://www.kakani.net/Publications/Summary.pdf>
- Kalimeris, D. (2010). An Event Analysis of Asymmetric Information on Merger and Acquisition Announcements in the SE European Region: The Case of Greek Early Mover Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*. 39, 134-156.
- Kamaly, A. (2007). Trends and Determinants of Mergers and Acquisitions in Developing Countries in the 1990s. *International Research Journal of Finance and Economics*, 8, 16-30.
- Kamerbeek, S. P. (2009). Merger Performance and Efficiencies in Horizontal Merger Policy in the US and the EU. [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18064/1/MPRA\\_paper\\_18064.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18064/1/MPRA_paper_18064.pdf)
- Kandemir, T. (2003). Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerine Finansal etkisi ve İMKB'deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Kocatepe Üniversitesi, Afyonkarahisar.
- Karaca, N. (2007). Şirket Birleşmelerinde Çalışanların Kaygı ve İş Tatmini Düzeyleri Üzerine Bir Araştırma. (Yayınlanmamış YL Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Karadeniz, E., Kandır, S.Y., Balcılar, M. ve Önal, Y. B. (2009). Determinants of Capital Structure: Evidence From Turkish Lodging Companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. 21 (5), 594-609.
- Karapınar, A. (2006), *Uluslar arası Finansal Raporlama Standartlarına Göre İşletme Birleşmeleri*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karapınar, A. ve Zaif, F. A. (2009). *Uluslararası Finansal Raporlama Standartları İle Uyumlu Finansal Analiz*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kaplan, S. (2007). *Be the Elephant: Build a Bigger, Better Business*, New York, Workman Publishing Company.
- Kavak, A. (2005). *Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri*, Ankara: Maliye ve Hukuk Yayınları.
- Kazmi, A. (2005). *Business Policy And Strategic Management*, India, Tata McGraw-Hill.

- Kenkel, P., Gilbert, A. ve Spence, B. (2003). Post Merger Financial Performance of Oklahoma Cooperatives, <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/35023/1/sp03ke04.pdf>
- Keum, K. (2010). Tourism Flows and Trade Theory: A Panel Data Analysis with the Gravity Model. *The Annals of Regional Science*, 44, 541-557.
- Kester, W. C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*. 15 (1), 5-16.
- Khrawish, H. A. ve Khraiweh, A.H.A. (2010). The Determinants of the Capital Structure: Evidence from Jordanian Industrial Companies. *JKAU: Economics and Administration*. 24 (1), 173-196.
- Kim, M. K. (2009). Trends and Practices in The Global Market. G. Chand, (Edi.), *Mergers and Acquisitions: Issues and Perspectives from the Asia-Pacific Region* içinde (10-25). Tokyo. Asian Productivity Organization.
- Kinne, K. (1999). Efficiencies In Merger Analysis. *Intereconomics*, 34 (6), 297-302.
- Koç, A. A., Bölük, G. ve Aşçı, S. (2008). Gıda Güvenliği ve Kalite Standartların Gıda İmalat Sanayinde Yoğunlaşmaya Etkisi. *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (16), 83-115.
- Koçel, T. (2003). *İşletme Yöneticiliği*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Korkmaz, T., Uyguntürk, H., Gökbulut, R. İ. ve Güğercin, G. (2008). İMKB’de İşlem Gören Çimento İşletmelerinin Varlık Performansına Etki Eden Finansal Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25 (2), 565-587.
- Kumar, S. ve Bansal, L. K. (2008). The Impact of Mergers and Acquisitions on Corporate Performance in India. *Management Decision*. 46 (10), 1531-1543.
- Kunst, R. M. (2010). Econometric Methods for Panel Data-Part I, <http://homepage.univie.ac.at/robert.kunst/panels1e.pdf>
- Kruse, T. A., Park, H. Y., Park, K. ve Suzuki, K. (2002). The Value of Corporate Diversification: Evidence from Post-Merger Performance in Japan. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302341](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302341)
- Kwoka, J. ve Pollitt, M. (2010). Do Mergers Improve Efficiency? Evidence from Restructuring the US Electric Power Sector. *International Journal of Industrial Organization*. 28 (6). 645-656.
- Lajoux, A.R. (2005). *The Art Of M&A Integration: A Guide to Merging Resources, Processes, and Responsibilities*. New York: McGraw-Hill.
- Lee, S-Y.T. ve Lim, K.S. (2006). The Impact of M&A and Joint Ventures on the Value of IT And Non-IT Firms. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27 (2), 111-123.
- Lehto, E. ve Böckerman, P. (2008). Analysing the Employment Effects of Mergers and Acquisitions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68 (1), 112-124.

- Liangding, J., Junjun, Z., Haiyan, Q., Rongjun, C. ve Yongxia, C. (2007). Why, When, and How to Diversify? A Comparison Between Western Theories and the Cognition of Chinese Enterprises. *Frontiers of Business Research in China*, 1 (1), 102-122.
- Lim, E. N. K., Das, S. S. ve Das, A. (2009). Diversification Strategy, Capital Structure, and the Asian Financial Crisis (1997–1998): Evidence from Singapore Firms. *Strategic Management Journal*, 30 (6), 577-594.
- Liu, T. K. (2010). An Empirical Study of Firms' Merger Motivations and Synergy from Taiwanese Banking Industry. *International Research Journal of Finance and Economics*. 38, 13-27.
- Liu, H. H., Chen, T. Y. ve Pai, L. Y. (2007). The Influence of Merger and Acquisition Activities on Corporate Performance in the Taiwanese Telecommunications Industry. *The Service Industries Journal*. 27 (8), 1041-1051.
- Lyles, L. .D. ve Lyles, E. T. (2003). *Historical Development of Capitalism*, Nebreska: iUniverse Inc
- Mandacı, P. E. (2005). Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı ve Performanslarına Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 20 (233), 60-67.
- Mantravadi, P. ve Reddy, A.V. (2008). Type of Merger and Impact on Operating Performance: The Indian Experience. *Economic & Political Weekly*. 43 (39), 66-74.
- Marimuthu, M. (2008). Mergers and Acquisitions: Some Empirical Evidence on Performance, Financial Characteristics and Firm Sustainability. *International Journal of Business and Management*. 3 (10), 8-15.
- Mao, Z. ve Gu, Z. (2010). The Relationship Between Financial Factors and Firm Performance: Empirical Evidence From U.S. Restaurant Firms. *Journal of Foodservice Business Research*. 11 (2), 138-159.
- Martynova, M. ve Renneboog, L. (2008). A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?. *Journal of Banking&Finance*, 32, 2148-2177.
- Megginson, W. L ., Smart, S. B. (2006). *Introduction to Corporate Finance*, Ohio: Thomson South-Western.
- Megginson, W.L., Smart, S. B., ve Lucey, B.M. (2008). *Corporate Finance*, London: Cengage Learning EMEA.
- Mei, B. ve Sun, C. (2008). Event Analysis of the Impact of Mergers and Acquisitions on the Financial Performance of the U.S. Forest Products Industry. *Forest Policy and Economics*. 10, 286-294.
- Mialon, S.H. (2008). Efficient Horizontal Mergers: The Effects of Internal Capital Reallocation and Organizational Form. *International Journal of Industrial Organization*, 26 (4). 861-877.

- Miller, S. M. ve Russek, F. S. (1990). Co-Integration and Error Correction Models: The Temporal Causality between Government Taxes and Spending, *Southern Economic Journal*, 57 (1), akt. İ. Örnek (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 63 (2), 199-217.
- Mishra, P. ve Chandra, T. (2010). Mergers, Acquisitions and Firms' Performance: Experience of Indian Pharmaceutical Industry. *Eurasian Journal of Business and Economics*. 3 (5), 111-126.
- Misra, S. D. (2009). Determinants of Target Firms in a Takeover. *International Research Journal of Finance and Economics*. 29, 172-178.
- Mohamad, A. ve Demudoo, V. B. T. (2008). Mergers and Value Creation A Case Study of Sime Darby Berhad. 5 Nisan 2010, <http://dspace.fsktm.um.edu.my/>
- Mylonidis, N. ve Kelnikola, I. (2005). Merging Activity in the Greek Banking System: A Financial Accounting Perspective, *South Eastern Europe Journal of Economics*, 1, 121-144.
- Nelson, R. L. (1959). *Merger Movements in American Industry: 1895-1956*, Princeton: Princeton University Press.
- Nieman, G. ve Pretorius, M. (2004). *Managing Growth: A Guide for New Business Ventures*. South Africa: Juta Academic.
- Neumann, J. (2008). Team Composition as a Source of Competitive Advantage in Professional Club Soccer: A Panel Data Analysis. <http://arno.unimaas.nl/show.cgi?fid=14790>
- O'Connell, D. (2007). Appointing Advisers. J. Reuvid (Ed.), *Mergers & Acquisitions A Practical Guide for Private Companies and Their UK and Overseas Advisers* içinde (115-118), Kogan Page.
- Okuyan, H. A. ve Taşçı, H. M. (2010). Sermaye Yapısının Belirleyicileri: Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinde Bir Uygulama. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*. 4 (1), 105-120.
- Onaolapo, A. A. ve Kajola, S. O. (2010). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 25, 70-82.
- Ooghe, H., Van Laere, E. ve De Langhe, T. (2006). Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of the Post-Acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies. *Small Business Economics*, 27, 223-243.
- Öz, Y. ve Güngör, B. (2007). Çalışma Sermayesi Yönetiminin Firma Kârlılığı Üzerine Etkisi: İmalat Sektörüne Yönelik Panel Veri Analizi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 10 (2), 319-332.
- Özer, M. ve Çiftçi, N. (2009). Ar-Ge Harcamaları ve İhracat İlişkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi. *Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 23, 39-49.

- Özer, M. ve Biçerli, K. (2003). Türkiye’de Kadın İşgücünün Panel Veri Analizi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3 (1), 55-86.
- Özer, M. ve Çiftçi, N. (2009). Ar-Ge Harcamaları ve İhracat İlişkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 23, 39-49.
- Özgener, Ş. (2003). Büyüme Sürecindeki Kobi’lerin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Nevşehir Un Sanayii Örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20, 137-161.
- Öztunalı, A. (2008). Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Pangarkar, N. ve Lie, J. R. (2004). The Impact of Market Cycle on the Performance of Singapore Acquirers. *Strategic Management Journal*. 25, 1209-1216.
- Pazarlıoğlu, M. V. ve Gürler, Ö. K. (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı, *Finans Politik& Ekonomik Yorumlar*, 44 (508), 35-43.
- Pazarskis, M., Vogiatzoglou, M., Christodoulou, P. ve Drogalas, G. (2006). Exploring the Improvement of Corporate Performance After Mergers – the Case of Greece. *International Research Journal of Finance and Economics*, 6, 184- 192.
- Pehlivan, O. (2010). *Vergi Hukuku Genel İlkeler ve Türk Vergi Sistemi*, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Peck, S. ve Temple, P. (2002). *Mergers and Acquisitions: Motivation*, New York: Taylor&Francis Group.
- Pesendorfer, M. (2003). Horizontal Mergers in the Paper Industry. *The RAND Journal of Economics*, 34 (3), 495-515.
- Pilsbury, S. ve Meaney, A. (Şubat 2009). Are Horizontal Mergers And Vertical Integration A Problem?. 21 Mart 2009, <http://www.internationaltransportforum.org/jtrc/DiscussionPapers/DP200904.pdf>
- Png, I. (2002). *Managerial Economics*. Oxford, Blackwell Publishers.
- Prakash, V. (2007), *Strategic Management*, New Delhi, Anmol Publications.
- Ramakrishnan, K. (2010). Mergers in Indian Industry: Performance and Impacting Factors. *Business Strategy Series*. 11 (4). 261-268.
- Ramaswamy, K. P. Ve Waagelein, J. F. (2003). Firm Financial Performance Following Mergers, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20, 115-126.
- Ravichandran, K. ve Alkhatlan, K. A. (2010). Market Based Mergers- Study on Indian & Saudi Arabian Banks. *International Journal of Economics and Finance*. 2 (1), 147-153.

- Rijamampianina, R., R. Abrat, ve Y. February. (2003). A Framework for Concentric Diversification Through Sustainable Competitive Advantage. *Management Decision*, 41 (4), 362-371.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D. ve Roberts, G. S. (2005). *Fundamentals of Corporate Finance*, Toronto: McGraw-Hill.
- Rutherford, D. (2007). *Economics: The Key Concepts*. New York, Routledge.
- Saboo, S. ve Gopi, S. (2009). Comparison of Post-Merger Performance of Acquiring Firms (India) Involved in Domestic and Cross-Border Acquisitions. <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/19274/>
- Sabuncuoğlu, Z. ve Tokol, T. (2001). *İşletme*. Bursa: Ezgi Yayınları.
- Said, M. S., Mat Nor, F., Low, S. W. ve Abdul Rahman, A. (2008). The Efficiency Effects of Mergers and Acquisitions in Malaysian Banking Institutions. *Asian Journal of Business and Accounting*. 1 (1), 47-66.
- Sarıca, S. (2008). AB ve Türkiye'nin Firma Birleşmelerine Yaklaşımı. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 4 (1), 51-82.
- Sarıkamış, C. (2003), *Şirket Birleşmeleri*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Sayılgan, G. Karabacak, H. ve Küçükkocaoğlu, G. (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*. 3 (3), 125-139.
- Schnitzer, M. (1996). Hostile Versus Friendly Takeovers. *Economica*, 63 (249), 37-55
- Selvam, M., Babu, M., Indhumathi, G. ve Ebenezer, B. (2009). Impact of Mergers on the Corporate Performance of Acquirer and Target Companies in India. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. 5 (11), 55-64.
- Serçe, M. (2009). Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye'de Şirket Birleşmeleri. (Yayınlanmamış YL Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Serrasqueiro, Z. S. ve Nunes, P. M. (2008). Performance and Size: Empirical Evidence from Portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 31 (2), 195-217.
- Seymen, O. A., Erdem, B. ve Gül, M. (2008). *Konaklama İşletmelerinde Çağdaş Kat Hizmetleri Yönetimi*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Sharma, M. (2010). Determining Value Creation Through Mergers and Acquisitions in the Banking Industry Using Accounting Study and Event Study Methodology. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 19, 61-73.
- Sheikh, N. A. ve Wang, Z. (2011). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*. 37 (2), 117-133.
- Sherman, A.J. ve Hart, M.A. (2006). *Mergers & Acquisitions From A to Z*, New York: American Management Association.

- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. ve Pisano, V. (2004). Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future. *Journal of International Management*. 10, 307-353.
- Shiu, Y. M. (2009). Economic Factors, Firm Characteristics and Performance: A Panel Data Analysis for United Kingdom Life Offices, *Applied Economics Letters*, 16 (10), 1033-1037.
- Soongswang, A. (2010). Value Creation in Thai Mergers. *Journal of Money, Investment and Banking*. 14, 59-63.
- Sorensen, D. E. (2000). Characteristics of Merging Firms, *Journal of Economics and Business*, 52, 423-433.
- Spedding, L. S. (2009). *Due Diligence Handbook, Corporate Governance, Risk Management and Business Planning*, CIMA Publishing.
- Su, G. S. ve Vo, H. T. (2010). The Relationship Between Corporate Strategy, Capital Structure and Firm Performance: An Empirical Study of the Listed Companies in Vietnam. *International Research Journal of Finance and Economics*. 50, 62-71.
- Subadar, U. A., Lamport, M. ve Hosany, W. B. (2008). Theories of Capital Structure: Evidence From Investment and Non-Investment Firms Listed on The Stock Exchange of Mauritius. <http://academic-papers.org/ocs2/session/Papers/C4/266-326-1-RV.doc>
- Sudarsanam, S. ve Mahate, A.A. (2006). Are Friendly Acquisitions too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers. *British Journal of Management*. 17, 7-30.
- Sufian, F. ve Abdul Majid, M. Z. (2007). The Performance of Mergers and Acquisitions in the Singapore Banking Sector: An Application of Two-Stage Banking Models. *Labuan Bulletin of International Business & Finance*, 5, 67-96.
- Sun, K. ve Kim, D. Y. (2011). Customer Satisfaction, Profitability, and Firm Value in The Hospitality and Tourism Industry: An Application of American Customer Satisfaction Index (ACSI). [http://scholarworks.umass.edu/gradconf\\_hospitality/2011/Presentation/69/](http://scholarworks.umass.edu/gradconf_hospitality/2011/Presentation/69/)
- Suzuki, A. (2009). Market Foreclosure and Vertical Merger: A Case Study of The Vertical Merger Between Turner Broadcasting and Time Warner. *International Journal of Industrial Organization*, 27 (4), 532-543.
- Straub, T. (2007), *Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Analysis*, Wiesbaden, Deutscher Universitats-Verlag.
- Şentürk, A. ve Erdemir, C. (2010). Kredibilite Kuramında Panel Veri Modelleri ve Trafik Sigortası İçin Bir Uygulama. *İstatistikçiler Dergisi*, 3, 17-36.
- Tatoğlu, E. (2009). Uluslararası Stratejik İttifaklar: İş Ortaklıkları ve Şirket Birleşmeleri. *Çerçeve Dergisi*, Müsiad Yayınları. 17 (52). 140-143.



- Tağraf, H. (2002). Küreselleşme Süreci ve Çokuluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 3 (2). 33-47.
- Tanure, B., Cañado, V. L. , Duarte, R. B., ve De Muylder, C. F. (2009). The Role of National Culture in Mergers and Acquisitions, *Latin American Business Review*. 10, 135-159.
- Terim, B. ve Kayalı, C. A. (2009). Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 7 (1), 125-154.
- Thompson, A. A. ve Strickland, A. J. (2003). *Strategic Management Concepts and Cases*. McGraw-Hill.
- Thoumrunroje, A. (Mayıs 2004). The Effects of Globalization on Marketing Strategy and Performance. 15 Şubat 2009, [http://www.dissertations.wsu.edu/Dissertations/Spring2004/a\\_thoumrunroje\\_042804.pdf](http://www.dissertations.wsu.edu/Dissertations/Spring2004/a_thoumrunroje_042804.pdf)
- Titiz, İ. Demir, Y. ve Onat, O.K. (2007). Türkiye’de Şirket Birleşmelerinde Birleşme Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yoluyla Belirlenmesi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, IX (1), 117-139.
- Titman, S. ve Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*. 43 (1), 1-19.
- Tomasko, R. M. (2006). *Bigger isn't Always Better: The New Mindset for Real Business Growth*. New York, American Management Association.
- Tong, G. ve Green, C. J. (2005). Pecking Order or Trade-Off Hypothesis? Evidence on the Capital Structure of Chinese Companies. *Applied Economics*. 37, 2179-2189.
- Topal, Y. (2008). Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki: İMKB İmalat İşletmelerinde Örnek. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13 (2), 249-261.
- Triantis, J. E. (1999). *Creating Successful Acquisition and Joint Venture Projects. A Process and Team Approach*. Greenwood Publishing.
- Truitt, W. B. (2006). *The Corporation*. Connecticut, Greenwood Publishing Group.
- Turanlı, M. ve Güneren, E. (2003). Turizm Sektöründe Talep Tahmin Modellemesi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2 (3) 1-13.
- Turhan, M. ve Taşseven, Ö. (2010). Yönetim Fonksiyonlarının Uygulandığı Alanlarda Ortaya Çıkan Hata Değerlerinin Oluşturduğu Yeni İlişkilerin Panel Veri Modelleri ile İrdelenmesi. *Ekonometri ve İstatistik*. 11, 128-153.
- Tutar, H. (2006). *İşletme Yönetimi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Türko, R.M. (1998), *Finansal Yönetim*, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Tüzüntürk, S. (2007). Panel Veri Modellerinin Tahmininde Parametre Heterojenliğinin Önemi: Geleneksel Phillips Eğrisi Üzerine Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21 (2), 1-14.

- Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11 (4), 283-295.
- Uddin, M. ve Boateng, A. (2009). An Analysis of Short-Run Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions Evidence from the UK Acquiring Firms. *Review of Accounting and Finance*. 8 (4), 431-453.
- Ulaş, D. (2009). *Küreselleşme Süresinde Dışa Açılma Stratejileri*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Ulusoy, M. (2004). *Son Değişiklikler Çerçevesinde Birleşme, Devir, Bölünme, Hisse Değişimi ve İştirak Yoluyla Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması*. Ankara: Yaklaşım Yayınları.
- Ülgen, H. ve Koçer, B. (2002). Daimler Chrysler Stratejik Birleşmesi. *Yönetim Dergisi*, 13 (42), 51-61.
- Ülgen, H. ve Mirze, S.K. (2007), *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım.
- Vanitha, S. ve Selvam, M. (2007). Financial Performance of Indian Manufacturing Companies During Pre and Post Merger. *International Research Journal of Finance and Economics*, 12, 7-35.
- Vannoni, D. (2000). Diversification, The Resource View and Productivity: Evidence from Italian Manufacturing Firms. *Empirica –Journal of Applied Economics and Economic Policy*, 27 (1), 47-63.
- Van Schaik, D. (2008). M&A in Japan: An Analysis of Mergers Waves and Hostile Takeovers. [http://repub.eur.nl/resource/pub\\_13693/index.html](http://repub.eur.nl/resource/pub_13693/index.html)
- Warf, B. (2003). Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry. *Growth and Change*, 34 (3), 321-344.
- Weir, C ve Laing, D. (2003). The Selection of Friendly Take-Over Targets in The UK: Some Empirical Evidence. *Management Decision*, 41 (6), 550-557.
- Weston, J. F. (2001). Merger and Acquisitions As Adjustment. *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1 (4), 395-410.
- Wiarda, H.J. (2008), *Globalization: Universal Trends, Regional Implications*, Boston: Northeastern University Press.
- Wiersema, M. F. ve Bowen, H. P. (2008). Corporate Diversification: The Impact of Foreign Competition, Industry Globalization, and Product Diversification. *Strategic Management Journal*, 29 (2), 115-132.
- Wingard, H. C. ve Vorster, Q. (2001). Financial Performance of Environmentally Responsible South African Listed Companies. *Meditari Accountancy Research*. 9, 313-332.
- Wiwattanakitang, Y. (1999). An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*. 7, 371-403.
- Wolff, A. (2002). Yeniden Yapılanmada Stratejik İşbirlikleri. İ. Dalay, R.Coşkun ve R. Altunışık. (Eds.), *Stratejik Boyutuyla Modern Yönetim Yaklaşımları* içinde (303-313). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

- Wu, S. (2008). Bank Mergers and Acquisitions – An Evaluation of the Four Pillars Policy in Australia. *Australian Economic Papers*. 47 (2), 141-155.
- Yang, J, Qu, H. ve Kim, W. G. (2009). Merger Abnormal Returns and Payment Methods of Hospitality Firms. *International Journal of Hospitality Management*. 28, 579-585.
- Yanlı, V. (2004). Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri. H. Sumer ve H. Pernsteiner, (Eds.), *Şirket Birleşmeleri* içinde (303-313). İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Yeh, T. ve Hoshino, Y. (2002). Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers. *Japan and the World Economy*, 14, 347-366.
- Yılmaz, A. L. (2004). Türk ve AT Rekabet Hukukunda Teşebbüslerin ve Bankaların Birleşme ve Devralınmaları. H. Sumer ve H. Pernsteiner, (Eds.), *Şirket Birleşmeleri* içinde (137-167). İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.
- Yılmaz, Ö. ve Kaya, V. (2008). Bölgesel Kamu Harcamaları ve Bölgesel Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye İçin Panel Veri Analizi, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12 (2), 413-426.
- Yoon, E. ve Jang, S. (2005). The Effect of Financial Leverage on Profitability and Risk of Restaurant Firms. *Journal of Hospitality Financial Management*. 13 (1), 1-18.
- Yörük, N. ve Ban, Ü. (2006). Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 88-101.
- Yüreğir, O. H. ve Nakıboğlu, G. (2007). Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16 (2).
- Zappa, M. (2008). The Fundamentals of Strategic Logic and Integration for Merger and Acquisition Projects, [http://www.smi.ethz.ch/education/thesis/Zappa\\_MandA.pdf](http://www.smi.ethz.ch/education/thesis/Zappa_MandA.pdf)
- Zubairi, H. J. (2010). Impact of Working Capital Management and Capital Structure on Profitability of Automobile Firms in Pakistan. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1663354](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1663354)
- <http://www.bpp.com/acca/downloads/sc/ATP47-Sc.pdf>
- <http://www.kpmg.com.tr>
- <http://www.scribd.com/doc/2674010/Entrepreneurship-Strategies-For-a-Firm-Growth>
- [http://wapedia.mobi/en/Mergers\\_and\\_acquisitions?t=2](http://wapedia.mobi/en/Mergers_and_acquisitions?t=2).
- <http://notoku.com/isletmelerin-buyume-bicimleri/2/>
- <http://notoku.com/isletmelerde-buyume-kavrami>
- <http://www.tdk.gov.tr> 02.03.2009

<http://www.bilgiyonetimi.org>  
<http://notoku.com/isletmelerin-buyume-bicimleri/3/>  
[http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi\\_merkezi/020601/20784](http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020601/20784)  
[http://www.beechmontcrest.com/merger\\_waves.htm](http://www.beechmontcrest.com/merger_waves.htm)  
<http://www.tacirler.com.tr/arastirma/oranlar.pdf>  
<http://www.privatization.gov.tr/TURKEYDEALWATCH.pdf>  
[http://tr.wikipedia.org/wiki/2008\\_Ekonomik\\_Krizi](http://tr.wikipedia.org/wiki/2008_Ekonomik_Krizi)  
<http://www.haberajans.com/kuresel-krizin-sebepleri-ve-cikis-yollari-yazisi-169.html>  
<http://www.rekabet.gov.tr/index.php?Sayfa=sayfahtml&Id=70>  
<http://www.radikal.com.tr>  
<http://www.census.gov>  
<http://www.mergerstat.com>  
<http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence>  
[http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/handouts\\_mc16\\_performance.pdf](http://pascal.iseg.utl.pt/~jcneves/handouts_mc16_performance.pdf)  
<http://forum.alomaliye.com/index.php?topic=26931>  
<http://www.ismmm.org.tr/htmldergikonu.asp?id=2359&did=3&dad=MALİ ÇÖZÜM DERGİSİ Sayı:56 TEMMUZ-AĞUSTOS-EYLÜL 2001>  
[http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek\\_Nisan%2006\\_small.pdf](http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwCInfomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf)  
[http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid\\_tg\\_mergers\\_and\\_acquisitions\\_dec08.pdf.pdf](http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid_tg_mergers_and_acquisitions_dec08.pdf.pdf)

14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe girecek olan 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu

14.07.2003 tarih ve 25168 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri I, No: 31 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği

8.05.2010 tarih ve 27575 sayılı Remi Gazete’de yayınlanan Seri I, No:41 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ

21.6.2006 tarih ve 26205 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

13.12.1994 tarih ve 22140 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun

7.10.2010 tarih ve 27722 sayılı Resmi Gazete de yayınlanan 2010/4 nolu Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkındaki Tebliğ

26205 sayı ve 21.06.2006 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

## EKLER

### Ek 1. Analize Konu Olan İşletmelerin Finansal Oranlarının Hesaplanma Dönemleri

	AYGAZ	BORUSAN	BSH EV ALETLERİ	BANVİT	BURSA ÇİMENTO	ÇİMENTAŞ	ÇİMSA	DOĞUSAN	DURAN	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZOCAM	KORDSA	PINAR SU	SODA SANAYİİ	TAT	TİRE
20011Ç	t-12															t-12	
20012Ç	t-11				t-12					t-12						t-11	
20013Ç	t-10			t-12	t-11					t-11						t-10	
20014Ç	t-9	t-12	t-12	t-11	t-10					t-10						t-9	
20021Ç	t-8	t-11	t-11	t-10	t-9			t-12	t-12	t-9	t-12					t-8	t-12
20022Ç	t-7	t-10	t-10	t-9	t-8			t-11	t-11	t-8	t-11	t-12		t-12		t-7	t-11
20023Ç	t-6	t-9	t-9	t-8	t-7			t-10	t-10	t-7	t-10	t-11		t-11	t-12	t-6	t-10
20024Ç	t-5	t-8	t-8	t-7	t-6	t-12	t-12	t-9	t-9	t-6	t-9	t-10	t-12	t-10	t-11	t-5	t-9
20031Ç	t-4	t-7	t-7	t-6	t-5	t-11	t-11	t-8	t-8	t-5	t-8	t-9	t-11	t-9	t-10	t-4	t-8
20032Ç	t-3	t-6	t-6	t-5	t-4	t-10	t-10	t-7	t-7	t-4	t-7	t-8	t-10	t-8	t-9	t-3	t-7
20033Ç	t-2	t-5	t-5	t-4	t-3	t-9	t-9	t-6	t-6	t-3	t-6	t-7	t-9	t-7	t-8	t-2	t-6
20034Ç	t-1	t-4	t-4	t-3	t-2	t-8	t-8	t-5	t-5	t-2	t-5	t-6	t-8	t-6	t-7	t-1	t-5
20041Ç	İŞLEM	t-3	t-3	t-2	t-1	t-7	t-7	t-4	t-4	t-1	t-4	t-5	t-7	t-5	t-6	İŞLEM	t-4
20042Ç	t1	t-2	t-2	t-1	İŞLEM	t-6	t-6	t-3	t-3	İŞLEM	t-3	t-4	t-6	t-4	t-5	t1	t-3
20043Ç	t2	t-1	t-1	İŞLEM	t1	t-5	t-5	t-2	t-2	t1	t-2	t-3	t-5	t-3	t-4	t2	t-2
20044Ç	t3	İŞLEM	İŞLEM	t1	t2	t-4	t-4	t-1	t-1	t2	t-1	t-2	t-4	t-2	t-3	t3	t-1
20051Ç	t4	t1	t1	t2	t3	t-3	t-3	İŞLEM	İŞLEM	t3	İŞLEM	t-1	t-3	t-1	t-2	t4	İŞLEM
20052Ç	t5	t2	t2	t3	t4	t-2	t-2	t1	t1	t4	t1	İŞLEM	t-2	İŞLEM	t-1	t5	t1
20053Ç	t6	t3	t3	t4	t5	t-1	t-1	t2	t2	t5	t2	t1	t-1	t1	İŞLEM	t6	t2
20054Ç	t7	t4	t4	t5	t6	İŞLEM	İŞLEM	t3	t3	t6	t3	t2	İŞLEM	t2	t1	t7	t3
20061Ç	t8	t5	t5	t6	t7	t1	t1	t4	t4	t7	t4	t3	t1	t3	t2	t8	t4
20062Ç	t9	t6	t6	t7	t8	t2	t2	t5	t5	t8	t5	t4	t2	t4	t3	t9	t5
20063Ç	t10	t7	t7	t8	t9	t3	t3	t6	t6	t9	t6	t5	t3	t5	t4	t10	t6
20064Ç	t11	t8	t8	t9	t10	t4	t4	t7	t7	t10	t7	t6	t4	t6	t5	t11	t7
20071Ç	t12	t9	t9	t10	t11	t5	t5	t8	t8	t11	t8	t7	t5	t7	t6	t12	t8
20072Ç		t10	t10	t11	t12	t6	t6	t9	t9	t12	t9	t8	t6	t8	t7		t9
20073Ç		t11	t11	t12		t7	t7	t10			t10	t9	t7	t9	t8		t10
20074Ç		t12	t12			t8	t8	t11	t11		t11	t10	t8	t10	t9		t11
20081Ç						t9	t9	t12	t12		t12	t11	t9	t11	t10		t12
20082Ç						t10	t10					t12	t10	t12	t11		
20083Ç						t11	t11						t11		t12		
20084Ç						t12	t12						t12				

**Ek 2. Tanımlayıcı İstatistikler**

	OK	CO	ATO	ADH	AKDH	SDH	AK	NKM	FKO	BR	PD_DD	F_K
Ortalama	0.031026	1.679857	1.136090	13.68164	0.716430	5.028802	0.030574	-0.033012	0.444125	1.152547	1.163500	11.36714
Medyan	0.048875	1.512215	0.990264	4.186390	0.572954	3.324757	0.029091	0.046020	0.418073	0.729947	0.738084	6.122694
Maksimum	0.383345	6.082468	4.721020	908.7075	3.535846	72.52793	0.298615	1.318204	0.890920	8.167889	12.29152	1644.253
Minimum	-1.028070	0.270513	0.079043	0.043321	0.002084	0.038165	-0.279004	-10.03604	0.070957	0.097887	0.011051	-1052.088
Std.Sapma	0.172466	0.922119	0.750359	62.91973	0.567083	7.223218	0.069887	0.696943	0.182459	1.218490	1.390924	113.6949
Çarpıklık	-2.266621	1.443997	1.563835	11.08918	1.527897	5.358241	-0.072817	-9.378190	0.451831	2.658605	3.839179	5.214419
Basıklık	12.38974	5.882173	6.113564	138.4162	6.288322	39.32201	5.549835	115.3346	2.474075	11.29065	23.86208	122.8121
Jarque-Bera	1925.204	294.7981	344.8981	333437.7	356.8395	25396.08	115.5091	229692.4	19.35881	1717.843	8751.169	256128.1
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000063	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	13.18615	713.9391	482.8381	5814.696	304.4826	2137.241	12.99412	-14.02992	188.7533	489.8326	494.4874	4831.035
Sum Sq. Dev.	12.61175	360.5287	238.7286	1678570.	136.3512	22122.15	2.070883	205.9495	14.11548	629.5202	820.2999	5480853.
Gözlem	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425

*Ek 3. Korelasyon Matrisi*

	OK	CO	ATO	ADH	AKDH	SDH	AK	NKM	FKO	BR	PD_DD	F_K
OK	1.000000	0.426551	0.414922	0.030555	0.188859	0.169596	0.893985	0.307712	-0.455902	-0.545656	-0.162725	0.041090
CO	0.426551	1.000000	0.957624	-0.099149	0.074530	0.007187	0.527557	0.211655	-0.521704	-0.382404	-0.041821	0.057169
ATO	0.414922	0.957624	1.000000	-0.090974	0.096388	0.124578	0.527600	0.207013	-0.458661	-0.319888	0.014681	0.064098
ADH	0.030555	-0.099149	-0.090974	1.000000	0.020654	0.082611	0.065160	0.029331	-0.091810	-0.065692	-0.016526	0.004426
AKDH	0.188859	0.074530	0.096388	0.020654	1.000000	0.606818	0.265476	0.141144	0.160578	0.088792	0.069403	0.004243
SDH	0.169596	0.007187	0.124578	0.082611	0.606818	1.000000	0.214149	0.080461	-0.006735	-0.053079	-0.084935	0.010501
AK	0.893985	0.527557	0.527600	0.065160	0.265476	0.214149	1.000000	0.333494	-0.452066	-0.426010	-0.117258	0.023776
NKM	0.307712	0.211655	0.207013	0.029331	0.141144	0.080461	0.333494	1.000000	-0.031317	-0.081371	-0.113546	0.044912
FKO	-0.455902	-0.521704	-0.458661	-0.091810	0.160578	-0.006735	-0.452066	-0.031317	1.000000	0.863058	0.403255	-0.031633
BR	-0.545656	-0.382404	-0.319888	-0.065692	0.088792	-0.053079	-0.426010	-0.081371	0.863058	1.000000	0.547361	-0.035250
PD_DD	-0.162725	-0.041821	0.014681	-0.016526	0.069403	-0.084935	-0.117258	-0.113546	0.403255	0.547361	1.000000	-0.013267
F_K	0.041090	0.057169	0.064098	0.004426	0.004243	0.010501	0.023776	0.044912	-0.031633	-0.035250	-0.013267	1.000000

**Ek 4. Ekonometrik Analizde Kullanılacak Panel Veri Seti**

Frm	Trh	CO	ATO	ADH	SDH	AKDH	NKM	AK	OK	FKO	BR	PD/DD	F/K
AYGZ	20011Ç	1,3575	1,2233	3,5970	7,6940	0,6177	0,0035	0,0022	0,0052	0,5804	1,3833	0,2397	45,9744
AYGZ	20012Ç	1,5052	1,3547	6,5077	24,2743	1,5929	0,0080	0,0128	0,0241	0,4715	0,8920	0,2597	10,7540
AYGZ	20013Ç	1,7304	1,5190	8,1301	32,2032	2,5246	0,0165	0,0417	0,0721	0,4219	0,7299	0,1450	2,0113
AYGZ	20014Ç	2,0363	1,8094	14,3346	48,0452	3,5358	0,0314	0,1111	0,1798	0,3820	0,6180	0,4243	2,3598
AYGZ	20021Ç	2,5164	2,3060	4,2599	17,5302	0,9913	0,0630	0,0625	0,0932	0,3296	0,4917	0,2701	2,8981
AYGZ	20022Ç	2,1141	2,0055	8,1563	47,4587	1,6901	0,0663	0,1121	0,1787	0,3724	0,5934	0,3288	1,8402
AYGZ	20023Ç	2,2068	2,1979	12,5879	72,5279	2,2124	0,0736	0,1627	0,2593	0,3724	0,5933	0,3323	1,2815
AYGZ	20024Ç	1,0187	0,9280	14,6450	47,1393	2,1969	0,0506	0,1112	0,2498	0,5549	1,2468	0,3729	1,4929
AYGZ	20031Ç	0,8940	0,8011	4,9289	15,3998	0,7431	0,0416	0,0309	0,0642	0,5188	1,0781	0,2915	4,5424
AYGZ	20032Ç	0,9640	0,8804	11,2976	34,2968	1,2960	0,0543	0,0704	0,1305	0,4602	0,8526	1,0671	8,1797
AYGZ	20033Ç	1,0467	0,9834	15,5256	63,6457	1,8292	0,0480	0,0878	0,1633	0,4624	0,8600	0,9472	5,8014
AYGZ	20034Ç	1,3808	1,1806	18,6290	32,2846	2,6983	0,0417	0,1126	0,1787	0,3508	0,5567	0,7327	4,1002
AYGZ	20041Ç	1,4223	1,1684	7,3711	10,6470	2,0326	0,0104	0,0080	0,0132	0,3795	0,6309	0,7050	53,3157
AYGZ	20042Ç	1,3264	0,9972	11,2434	13,4236	1,3783	0,0089	0,0122	0,0210	0,3996	0,6867	0,6032	28,6740
AYGZ	20043Ç	1,3278	1,0855	8,3955	19,8589	1,8404	0,0110	0,0202	0,0400	0,4795	0,9513	0,6927	17,3241
AYGZ	20044Ç	1,5458	1,1131	18,4978	25,7022	2,8642	0,0162	0,0463	0,0765	0,3758	0,6213	0,6138	8,0184
AYGZ	20051Ç	1,5179	1,1378	3,9003	5,8649	0,6408	0,0162	0,0104	0,0178	0,3966	0,6789	0,4357	24,5147
AYGZ	20052Ç	1,4000	1,0510	6,9196	12,3323	1,3376	0,0210	0,0282	0,0489	0,4056	0,7039	0,4502	9,2132
AYGZ	20053Ç	1,4397	1,1084	10,3775	18,7947	1,9883	0,0241	0,0479	0,0845	0,4152	0,7327	0,4820	5,7062
AYGZ	20054Ç	1,3773	1,0815	12,4708	29,0166	2,6267	0,0216	0,0567	0,0975	0,4003	0,6878	0,7780	7,9804
AYGZ	20061Ç	1,2685	0,9318	4,1864	5,3091	0,4571	-0,0075	-0,0034	-0,0088	0,5972	1,5298	0,6736	-76,9567
AYGZ	20062Ç	1,1960	0,9221	6,1295	11,7060	0,9552	-0,0738	-0,0705	-0,2232	0,6720	2,1264	0,6555	2,9369
AYGZ	20063Ç	1,4387	1,1840	9,8372	24,6139	1,5047	0,0078	0,0118	0,0308	0,6055	1,5837	0,5004	16,2441
AYGZ	20064Ç	2,1402	1,8927	14,0204	19,3626	1,0782	0,1376	0,1484	0,2735	0,4437	0,8176	0,4407	1,6115
AYGZ	20071Ç	3,1038	2,7278	3,4486	5,3259	0,3024	0,0856	0,0259	0,0433	0,3863	0,6452	0,4076	9,4226
AYGZ	20072Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AYGZ	20073Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AYGZ	20074Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AYGZ	20081Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AYGZ	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AYGZ	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AYGZ	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSN	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSN	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSN	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSN	20014Ç	1,3271	0,9903	6,3916	9,4523	2,0314	0,0448	0,0911	0,2279	0,6004	1,5022	0,3514	1,5417
BRSN	20021Ç	1,3830	1,0495	1,3310	2,9798	0,4746	0,0005	0,0002	0,0005	0,5602	1,2737	0,3392	632,3053
BRSN	20022Ç	1,1633	0,8324	2,3508	3,7719	0,8591	0,0472	0,0406	0,1191	0,6596	1,9376	0,9188	7,7118
BRSN	20023Ç	1,2323	0,7976	3,5311	4,4734	1,3308	0,0585	0,0778	0,2128	0,6342	1,7336	1,0194	4,7902
BRSN	20024Ç	1,3113	0,9867	4,7152	9,7451	1,9754	0,0472	0,0932	0,2275	0,5901	1,4399	0,8073	3,5493
BRSN	20031Ç	1,1736	0,6885	1,4082	1,5525	0,5245	0,0578	0,0303	0,0910	0,6670	2,0034	0,9005	9,8970
BRSN	20032Ç	1,2273	0,7772	3,1982	4,1125	1,0753	0,0419	0,0451	0,1121	0,5981	1,4883	0,9348	8,3360
BRSN	20033Ç	1,2512	0,7971	4,4417	6,1646	1,5771	0,0282	0,0445	0,1079	0,5876	1,4248	0,8673	8,0392
BRSN	20034Ç	1,2102	0,7966	5,2676	8,2954	1,2299	0,0411	0,0505	0,0864	0,4151	0,7103	1,5715	18,1793
BRSN	20041Ç	1,2093	0,7997	1,0749	1,4851	0,2891	0,1494	0,0432	0,0764	0,4342	0,7679	2,2735	29,7539
BRSN	20042Ç	1,2627	0,8137	2,2818	2,9671	0,6332	0,0886	0,0561	0,1014	0,4463	0,8066	2,3106	22,7785
BRSN	20043Ç	1,2562	0,8299	3,0272	4,4094	0,9627	0,0728	0,0701	0,1354	0,4823	0,9322	2,9644	21,8917
BRSN	20044Ç	1,4256	0,8142	6,1140	5,1588	1,2930	0,0859	0,1111	0,1804	0,3837	0,6229	3,3839	18,7568



BRSN	20051Ç	1,1766	0,6293	2,5347	1,0565	0,2826	-0,0071	-0,0020	-0,0040	0,4951	0,9813	4,1982	-1052,0877
BRSN	20052Ç	1,2295	0,7529	4,8182	3,0941	0,6954	0,0271	0,0189	0,0367	0,4860	0,9462	1,0707	29,1789
BRSN	20053Ç	1,2372	0,8413	5,4497	5,3867	1,0241	0,0316	0,0323	0,0629	0,4859	0,9456	1,0625	16,8793
BRSN	20054Ç	1,3548	0,8067	18,0756	6,7840	1,4845	0,0332	0,0494	0,0846	0,4165	0,7141	1,1481	13,5664
BRSN	20061Ç	1,1750	0,6237	2,1141	1,0789	0,3156	0,0411	0,0130	0,0255	0,4915	0,9671	1,3261	51,9133
BRSN	20062Ç	1,2062	0,6995	2,4785	2,0012	0,5730	0,0409	0,0234	0,0496	0,5271	1,1152	0,8704	17,5509
BRSN	20063Ç	1,3318	0,7585	4,3914	3,2786	0,9595	0,0608	0,0583	0,1186	0,5081	1,0333	0,8571	7,2275
BRSN	20064Ç	1,3494	0,6949	8,4307	4,7910	1,4570	0,0447	0,0651	0,1291	0,4958	0,9839	1,1420	8,8431
BRSN	20071Ç	1,1400	0,6194	1,7137	1,1075	0,3179	0,0282	0,0090	0,0214	0,5810	1,3872	1,1300	52,7806
BRSN	20072Ç	1,1894	0,6640	3,0553	1,3726	0,7286	0,0569	0,0415	0,0976	0,5749	1,3530	1,1597	11,8858
BRSN	20073Ç	1,1828	0,6320	4,5564	3,0850	1,0219	0,0572	0,0584	0,1540	0,6203	1,6346	1,3926	9,0450
BRSN	20074Ç	1,1873	0,6163	8,2998	4,6079	1,4787	0,0556	0,0822	0,2106	0,6092	1,5600	1,1399	5,4131
BRSN	20081Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSN	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSN	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSN	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BSH	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BSH	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BSH	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BSH	20014Ç	1,6993	1,3466	2,0702	3,9570	1,0781	-0,0157	-0,0170	-0,1418	0,8805	7,3677	10,1971	-71,8947
BSH	20021Ç	1,9638	1,5051	0,6793	1,1742	0,3602	0,1346	0,0485	0,2470	0,8037	4,0950	6,3810	25,8333
BSH	20022Ç	2,2778	1,6788	1,5005	2,4549	0,8361	0,0217	0,0182	0,1030	0,8237	4,6717	12,2915	119,3843
BSH	20023Ç	2,1295	1,6806	2,0001	4,3161	1,1968	0,0243	0,0291	0,1585	0,8165	4,4502	8,7678	55,3005
BSH	20024Ç	1,9647	1,5871	2,7135	6,4591	1,5896	0,0204	0,0325	0,1644	0,8023	4,0573	9,2666	56,3670
BSH	20031Ç	2,2721	1,7607	0,8065	1,5452	0,4388	0,0121	0,0053	0,0243	0,7820	3,5862	6,0535	248,9111
BSH	20032Ç	1,8447	1,4521	1,4499	3,3940	0,8676	0,0451	0,0391	0,1577	0,7518	3,0294	5,3355	33,8246
BSH	20033Ç	1,9917	1,6602	2,1065	6,3646	1,2972	0,0609	0,0790	0,2893	0,7268	2,6604	4,2570	14,7146
BSH	20034Ç	1,7823	1,4939	3,0268	9,0547	1,7956	0,0509	0,0913	0,3240	0,7182	2,5486	4,4419	13,7077
BSH	20041Ç	1,9819	1,5883	0,8456	2,3847	0,4508	0,0242	0,0109	0,0269	0,5912	1,4617	2,8210	104,7003
BSH	20042Ç	2,1406	1,6283	2,0501	4,2570	1,0207	0,0508	0,0518	0,1239	0,5776	1,3814	2,2797	18,3999
BSH	20043Ç	2,0039	1,4746	3,1438	5,5185	1,4696	0,0504	0,0741	0,1821	0,5893	1,4486	2,7467	15,0797
BSH	20044Ç	1,7378	1,4069	3,8729	10,7798	2,0153	0,0437	0,0882	0,2062	0,5725	1,3393	3,3059	16,0292
BSH	20051Ç	1,6866	1,2941	1,0164	1,9064	0,4179	0,0440	0,0184	0,0419	0,5615	1,2807	2,7488	65,5921
BSH	20052Ç	1,4041	1,0696	1,9019	3,6862	0,8389	0,0458	0,0384	0,0946	0,5935	1,4598	2,9011	30,6781
BSH	20053Ç	1,5221	1,2450	2,6469	7,4010	1,3160	0,0625	0,0823	0,1878	0,5618	1,2819	2,7356	14,5684
BSH	20054Ç	1,4484	1,2633	3,2245	14,2673	1,6819	0,0638	0,1073	0,2398	0,5525	1,2346	3,0458	12,7020
BSH	20061Ç	1,4857	1,2458	0,8034	2,4725	0,3808	0,0660	0,0252	0,0546	0,5397	1,1725	3,2690	59,8233
BSH	20062Ç	1,3237	1,0897	1,7254	4,5731	0,7990	0,0718	0,0057	0,1398	0,5898	1,4376	2,4628	17,6135
BSH	20063Ç	1,3377	1,0721	2,6123	5,9753	1,1752	0,0796	0,0936	0,2248	0,5839	1,4033	2,4960	11,1012
BSH	20064Ç	1,3386	1,0338	3,4473	7,0867	1,5540	0,0713	0,1108	0,2627	0,5783	1,3711	2,9039	11,0538
BSH	20071Ç	1,3643	1,0009	0,7982	1,3179	0,3285	0,0288	0,0095	0,0221	0,5716	1,3342	2,9433	133,1034
BSH	20072Ç	1,2444	0,9075	1,5254	2,7282	0,6926	0,0218	0,0151	0,0398	0,6216	1,6429	3,2390	81,3110
BSH	20073Ç	1,3033	1,0042	2,1158	4,7708	1,0721	0,0427	0,0457	0,1175	0,5810	1,4923	2,5161	21,4147
BSH	20074Ç	1,4351	1,1248	2,9049	6,8140	1,4358	0,0515	0,0740	0,1799	0,5888	1,4319	2,1038	11,6959
BSH	20081Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BSH	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BSH	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BSH	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNVT	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

BNVT	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNVT	20013Ç	1,2382	0,6938	9,1155	4,6664	1,0062	-0,1031	-0,1037	-0,5618	0,8154	4,4178	0,2840	-0,5055
BNVT	20014Ç	1,2434	0,6971	12,8647	7,0934	1,5862	-0,0822	-0,1304	-0,7131	0,8171	4,4682	0,4626	-0,6488
BNVT	20021Ç	1,2195	0,6261	2,8561	1,5124	0,3586	-0,0542	-0,0194	-0,0847	0,7706	3,3587	0,2827	-3,3383
BNVT	20022Ç	1,1702	0,6389	4,5078	2,9231	0,8012	-0,0051	-0,0041	-0,0156	0,7369	2,8009	0,3341	-21,4138
BNVT	20023Ç	1,3425	0,7711	8,1432	4,6460	1,2840	0,0168	0,0215	0,0692	0,6889	2,2147	0,2879	4,1626
BNVT	20024Ç	1,3201	0,7642	10,0678	6,6328	1,6936	0,0178	0,0302	0,0850	0,6450	1,8167	0,2167	2,5474
BNVT	20031Ç	1,2914	0,6514	2,3610	1,5907	0,4134	-0,1083	-0,0448	-0,1397	0,6794	2,1196	0,4585	-3,2823
BNVT	20032Ç	1,6785	1,0194	3,2465	3,0807	0,8947	0,0949	0,0849	0,1924	0,5587	1,2660	0,3448	1,7926
BNVT	20033Ç	1,7594	1,2692	4,0894	5,1879	1,2483	0,1280	0,1598	0,3479	0,5406	1,1770	0,0336	0,9673
BNVT	20034Ç	1,9586	1,1250	9,3009	5,8092	1,6517	0,1194	0,1973	0,3347	0,4106	0,6966	0,7790	2,3276
BNVT	20041Ç	2,1273	1,0719	2,2148	1,3683	0,3684	-0,1540	-0,0567	-0,0992	0,4270	0,7467	0,9923	-10,0044
BNVT	20042Ç	1,7456	1,0252	3,6338	2,9959	0,7532	-0,0381	-0,0287	-0,0577	0,5023	1,0113	1,0282	-17,8199
BNVT	20043Ç	1,6866	0,9407	5,1953	4,8876	1,2662	-0,0356	-0,0451	-0,0918	0,5080	1,0346	1,9909	-21,6871
BNVT	20044Ç	1,4449	0,8792	7,6267	8,2186	1,8186	-0,0547	-0,0995	-0,2081	0,5207	1,0890	1,5778	-8,1870
BNVT	20051Ç	1,2790	0,7171	1,5220	1,4980	0,3591	-0,1880	-0,0675	-0,1659	0,5919	1,4543	1,7477	-10,5364
BNVT	20052Ç	1,3857	0,7490	3,3267	2,7532	0,7946	-0,0420	-0,0334	-0,0781	0,5716	1,3378	1,8353	-23,4937
BNVT	20053Ç	1,5713	0,9285	4,7062	4,3382	1,2537	0,0284	0,0356	0,0758	0,5288	1,1248	1,7258	22,7659
BNVT	20054Ç	1,3771	0,8543	10,1693	6,9275	1,7287	-0,0139	-0,0240	-0,0543	0,5572	1,2615	1,7982	-33,1464
BNVT	20061Ç	1,3185	0,7017	1,4521	0,9018	0,2922	-0,0429	-0,0125	-0,0282	0,5545	1,2477	2,3693	-83,9007
BNVT	20062Ç	1,1899	0,7447	2,6403	2,5689	0,7490	-0,0116	-0,0087	-0,0217	0,5977	1,4893	1,6997	-78,2706
BNVT	20063Ç	1,2127	0,7892	4,0160	4,8016	1,2345	0,0275	0,0340	0,0791	0,5694	1,3253	1,5631	19,7518
BNVT	20064Ç	1,1402	0,7517	7,7931	7,6478	1,7333	0,0332	0,0575	0,1249	0,5383	1,1689	1,3619	10,9069
BNVT	20071Ç	1,1638	0,7927	1,4750	2,0014	0,4639	0,0148	0,0069	0,0162	0,5755	1,3591	1,5198	93,9442
BNVT	20072Ç	1,8882	1,3612	2,8169	4,0111	0,9698	0,1175	0,1140	0,2327	0,5091	1,0391	1,5043	6,4654
BNVT	20073Ç	2,1297	1,3512	4,3068	3,8006	1,3307	0,1438	0,1913	0,3818	0,4988	0,9955	2,1605	5,6581
BNVT	20074Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNVT	20081Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNVT	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNVT	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BNVT	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSCMT	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSCMT	20012Ç	1,5875	0,9467	3,4426	1,8382	0,5304	0,1049	0,0557	0,0809	0,3115	0,4525	0,1341	1,6591
BRSCMT	20013Ç	1,8988	1,1713	5,2797	2,8303	0,8557	0,1311	0,1121	0,1570	0,2857	0,3999	0,1629	1,0378
BRSCMT	20014Ç	1,8005	1,0386	7,4554	3,0416	1,0758	0,1081	0,1163	0,1742	0,3324	0,4978	0,2286	1,3124
BRSCMT	20021Ç	1,6127	1,0674	1,3921	0,6789	0,1959	0,0981	0,0192	0,0314	0,3873	0,6320	0,1959	6,2466
BRSCMT	20022Ç	1,5659	1,1218	3,0178	2,3752	0,5427	0,1149	0,0623	0,1006	0,3804	0,6140	0,5546	5,5116
BRSCMT	20023Ç	1,5994	1,1880	5,2458	3,5724	0,8138	0,1205	0,0981	0,1585	0,3809	0,6153	0,4840	3,0543
BRSCMT	20024Ç	1,9925	1,4885	8,5227	6,0288	1,1909	0,1210	0,1441	0,2028	0,2891	0,4067	0,5156	2,5428
BRSCMT	20031Ç	2,1582	1,3570	1,9793	0,7456	0,1864	0,1367	0,0255	0,0344	0,2588	0,3491	0,4877	14,1838
BRSCMT	20032Ç	1,6424	1,0711	2,9292	2,6295	0,5098	0,0697	0,0356	0,0512	0,3058	0,4405	0,5507	10,7528
BRSCMT	20033Ç	1,8923	1,1228	4,5568	3,1569	0,7759	0,0908	0,0704	0,0981	0,2822	0,3931	0,4949	5,0427
BRSCMT	20034Ç	2,1793	1,3683	6,7129	4,4678	1,0549	0,0944	0,0995	0,1340	0,2569	0,3457	0,4735	3,5344
BRSCMT	20041Ç	2,9606	1,8521	1,6890	1,1305	0,2795	0,0055	0,0015	0,0024	0,2095	0,3254	0,2302	97,0592
BRSCMT	20042Ç	2,8409	2,1223	3,0375	3,4875	0,6551	0,0505	0,0331	0,0534	0,2324	0,3750	0,2292	4,2912
BRSCMT	20043Ç	3,1555	2,1200	4,2132	3,5506	0,9748	0,0783	0,0763	0,1219	0,2261	0,3613	0,4828	3,9596
BRSCMT	20044Ç	3,4860	2,3847	7,5958	4,5749	1,2663	0,0743	0,0941	0,1481	0,2146	0,3379	0,4697	3,1704
BRSCMT	20051Ç	2,5163	1,8366	1,7757	1,2445	0,2844	0,1039	0,0295	0,0537	0,3169	0,5758	0,5849	10,8928
BRSCMT	20052Ç	4,3461	3,2441	2,7608	3,3248	0,7163	0,1076	0,0771	0,1206	0,2070	0,3236	0,9567	7,9351

BRSCMT	20053Ç	4,1300	3,1622	3,8044	4,4426	0,9538	0,1226	0,1169	0,1913	0,2451	0,4009	0,8458	4,4216
BRSCMT	20054Ç	6,0825	4,2735	5,4510	4,9875	1,2702	0,1188	0,1509	0,2289	0,1875	0,2844	1,1348	4,9585
BRSCMT	20061Ç	3,0334	2,2114	1,1007	1,0023	0,2350	0,1024	0,0241	0,0430	0,2896	0,5182	2,8278	65,6987
BRSCMT	20062Ç	4,0221	2,9396	1,9371	2,4242	0,6117	0,1666	0,1019	0,1663	0,2252	0,3673	2,6614	16,0061
BRSCMT	20063Ç	4,1273	2,8914	3,3177	2,2072	0,9054	0,1708	0,1546	0,2475	0,2184	0,3495	2,3536	9,5087
BRSCMT	20064Ç	5,0529	3,4936	4,1172	2,9081	1,2417	0,1556	0,1932	0,2957	0,1829	0,2800	2,2962	7,7658
BRSCMT	20071Ç	2,8046	1,9744	1,0572	1,0334	0,2962	0,1911	0,0566	0,0998	0,2793	0,4925	2,3681	23,7235
BRSCMT	20072Ç	4,1397	3,0375	1,8872	2,4676	0,6499	0,1869	0,1214	0,2038	0,2523	0,4233	2,1780	10,6888
BRSCMT	20073Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSCMT	20074Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSCMT	20081Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSCMT	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSCMT	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BRSCMT	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20021Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20022Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20023Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CMTS	20024Ç	2,2982	1,4966	8,3356	4,7904	1,0887	0,0806	0,0878	0,1139	0,2289	0,2969	1,4213	12,4819
CMTS	20031Ç	2,3245	1,5606	2,3421	1,5144	0,3060	-0,0229	-0,0070	-0,0089	0,2108	0,2671	1,2352	-138,9184
CMTS	20032Ç	2,6159	1,8532	4,6767	3,3242	0,5179	0,0101	0,0052	0,0064	0,1797	0,2191	1,0550	165,5839
CMTS	20033Ç	2,5790	1,8500	7,6446	4,0847	0,7443	0,0614	0,0457	0,0576	0,2061	0,2596	0,9123	15,8385
CMTS	20034Ç	2,7950	1,9811	9,4039	7,0318	0,6359	0,0616	0,0392	0,0489	0,1835	0,2291	0,4938	10,1036
CMTS	20041Ç	3,0987	2,1335	1,8674	1,5427	0,1535	-0,0510	-0,0078	-0,0097	0,1799	0,2236	0,5329	-54,8039
CMTS	20042Ç	2,2481	1,7433	2,2351	2,3592	0,1967	0,1755	0,0345	0,0445	0,2077	0,2674	0,5245	11,7987
CMTS	20043Ç	3,3199	2,5689	2,4677	2,3762	0,2035	0,1201	0,0244	0,0298	0,1641	0,2002	0,5404	18,1232
CMTS	20044Ç	3,4688	2,6885	8,6699	8,3246	0,7507	0,0645	0,0484	0,0592	0,1661	0,2031	0,7056	11,9123
CMTS	20051Ç	3,2732	2,4657	1,6595	1,4068	0,1601	0,1076	0,0172	0,0212	0,1733	0,2136	0,4395	20,6986
CMTS	20052Ç	3,2410	2,5060	3,2403	3,5207	0,2529	0,1258	0,0318	0,0557	0,4181	0,7316	0,5041	9,0557
CMTS	20053Ç	3,0541	2,3495	5,3782	5,1198	0,3926	0,1453	0,0571	0,0986	0,4112	0,7109	0,6725	6,8194
CMTS	20054Ç	2,3846	1,5620	6,4708	5,4076	0,3569	0,1311	0,0468	0,0932	0,4908	0,9779	1,9470	20,8825
CMTS	20061Ç	2,4454	1,6681	1,4566	1,5066	0,0971	0,0337	0,0033	0,0066	0,4935	0,9890	2,1636	329,5273
CMTS	20062Ç	3,0503	2,3004	3,0247	3,6492	0,1943	-0,1224	-0,0238	-0,0423	0,4317	0,7674	1,0395	-24,5921
CMTS	20063Ç	0,9424	0,6364	3,9324	4,1327	0,2573	0,0296	0,0076	0,0154	0,5010	1,0141	0,3998	25,9273
CMTS	20064Ç	0,8765	0,5990	5,3742	5,5122	0,3431	0,0893	0,0306	0,0574	0,4560	0,8546	0,3386	5,8963
CMTS	20071Ç	1,5602	0,9332	1,1661	1,0137	0,0725	0,0908	0,0066	0,0123	0,4542	0,8483	0,3848	31,2908
CMTS	20072Ç	1,8326	1,3027	2,4656	3,0599	0,1895	0,2143	0,0406	0,0732	0,4347	0,7831	0,3371	4,6072
CMTS	20073Ç	2,0698	1,5738	3,9538	4,7458	0,3005	0,2483	0,0746	0,1301	0,4163	0,7261	0,3493	2,6840
CMTS	20074Ç	0,9511	0,6794	6,2748	5,1353	0,3718	0,2304	0,0857	0,1437	0,3936	0,6601	0,3347	2,3290
CMTS	20081Ç	0,7909	0,4493	1,1443	0,8302	0,0676	-0,4916	-0,0332	-0,0577	0,4241	0,7363	0,2921	-5,0619
CMTS	20082Ç	0,8452	0,5426	2,4394	2,5335	0,1938	-0,0444	-0,0086	-0,0149	0,4217	0,7294	0,5021	-33,7589
CMTS	20083Ç	0,9112	0,5314	4,2260	3,1678	0,2968	0,0335	0,0099	0,0168	0,4090	0,6921	0,4659	27,6896
CMTS	20084Ç	0,7721	0,4496	5,7054	4,3516	0,4106	-0,0696	-0,0286	-0,0572	0,5002	1,0007	0,4996	-8,7347
CIMSA	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CIMSA	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CIMSA	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

CIMSA	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CIMSA	20021Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CIMSA	20022Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CIMSA	20023Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CIMSA	20024Ç	2,7559	2,2059	6,3731	5,8659	0,8558	0,1913	0,1638	0,2051	0,2016	0,2526	0,3725	1,8162	
CIMSA	20031Ç	1,7364	1,3254	1,3606	0,9404	0,1597	0,2106	0,0336	0,0494	0,3198	0,4702	0,4310	8,7160	
CIMSA	20032Ç	2,9450	2,3386	2,8431	3,2417	0,4179	0,2034	0,0850	0,1042	0,1842	0,2258	0,4306	4,1320	
CIMSA	20033Ç	2,7501	2,3251	4,3790	5,4882	0,6111	0,1923	0,1175	0,1502	0,2177	0,2783	0,3858	2,5674	
CIMSA	20034Ç	4,4874	3,3830	12,9666	5,9405	0,5252	0,2834	0,1486	0,1695	0,1219	0,1388	0,6426	3,7903	
CIMSA	20041Ç	2,3948	1,7877	1,6764	1,0612	0,1017	0,0772	0,0078	0,0096	0,1821	0,2226	0,6944	72,3644	
CIMSA	20042Ç	3,4864	2,7423	1,9170	1,6598	0,1701	0,1772	0,0301	0,0354	0,1478	0,1734	0,5931	16,7668	
CIMSA	20043Ç	4,1232	3,3901	1,7915	1,6209	0,1605	0,2880	0,0462	0,0532	0,1329	0,1529	0,7530	14,1508	
CIMSA	20044Ç	4,2122	3,2126	8,6021	4,9107	0,5085	0,2206	0,1122	0,1260	0,1100	0,1236	0,8364	6,6365	
CIMSA	20051Ç	1,8953	1,4800	1,6979	1,1332	0,1057	0,2441	0,0258	0,0325	0,2049	0,2578	1,0390	32,0055	
CIMSA	20052Ç	2,6689	2,1294	3,4453	3,4844	0,2776	0,3209	0,0891	0,1032	0,1368	0,1585	0,9555	9,2582	
CIMSA	20053Ç	2,7689	2,2078	5,6087	5,0896	0,4152	0,2892	0,1201	0,1381	0,1304	0,1499	1,2608	9,1313	
CIMSA	20054Ç	2,0633	1,4652	8,6073	5,4292	0,3973	0,3058	0,1215	0,1741	0,3482	0,1119	1,1707	6,7237	
CIMSA	20061Ç	1,3159	0,9246	1,7103	1,1194	0,0954	0,3334	0,0318	0,0492	0,3531	0,5459	1,2804	26,0415	
CIMSA	20062Ç	1,7500	1,3159	2,7600	2,5346	0,2448	0,1855	0,0454	0,0705	0,3558	0,5522	0,8594	12,1919	
CIMSA	20063Ç	2,0211	1,5783	5,1567	4,2490	0,4051	0,2240	0,0908	0,1365	0,3351	0,5039	1,0579	7,7499	
CIMSA	20064Ç	1,4913	1,0657	7,3261	4,4048	0,4833	0,2887	0,1395	0,1937	0,2796	0,3881	1,0323	5,3301	
CIMSA	20071Ç	0,9107	0,6145	1,3713	0,9634	0,0991	1,1917	0,1181	0,1876	0,3702	0,5877	1,2138	6,4704	
CIMSA	20072Ç	1,1688	0,8693	2,6666	2,4097	0,2607	0,8022	0,2091	0,3022	0,3080	0,4451	1,0721	3,5480	
CIMSA	20073Ç	1,2793	1,2793	4,5839	3,7986	0,3708	0,6357	0,2357	0,3212	0,2660	0,3624	1,0975	3,4174	
CIMSA	20074Ç	1,8115	1,2079	6,7822	4,0799	0,5081	0,5048	0,2565	0,3133	0,1812	0,2214	0,9083	2,8992	
CIMSA	20081Ç	1,0493	0,6719	1,0824	0,6550	0,0928	0,0738	0,0068	0,0100	0,3155	0,4610	0,8811	88,0748	
CIMSA	20082Ç	1,5293	0,9553	2,2264	1,7912	0,0284	0,2265	0,0644	0,0919	0,2993	0,4270	0,6798	7,3988	
CIMSA	20083Ç	1,5596	1,0309	3,5157	3,1514	0,4134	0,1943	0,0803	0,1125	0,2858	0,4002	0,7017	6,2375	
CIMSA	20084Ç	1,0398	0,6590	5,1893	4,2631	0,5626	0,1247	0,0702	0,1003	0,3006	0,4297	0,4610	4,5942	
DGSN	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DGSN	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DGSN	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DGSN	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DGSN	20021Ç	0,2973	0,1503	4,2944	0,1319	0,0410	-3,1899	-0,1307	-0,9285	0,8593	6,1061	9,4999	-10,2315	
DGSN	20022Ç	0,3507	0,2036	2,6736	0,6715	0,0738	-2,3360	-0,1725	-0,4798	0,6405	1,7815	2,9003	-6,0444	
DGSN	20023Ç	0,3447	0,1693	5,9624	1,1412	0,1441	-1,5501	-0,2234	-0,6810	0,6720	2,0485	2,7016	-3,9670	
DGSN	20024Ç	0,3332	0,1760	7,5030	1,5843	0,1917	-1,4552	-0,2790	-0,9601	0,7094	2,4410	2,3505	-2,4483	
DGSN	20031Ç	0,3455	0,2251	0,2244	0,1665	0,0182	-3,0975	-0,0563	-0,2334	0,7586	3,1433	2,0350	-8,7188	
DGSN	20032Ç	0,4826	0,1672	3,9750	0,5847	0,0628	1,3182	0,0828	0,2001	0,5861	1,4162	1,4479	7,2376	
DGSN	20033Ç	0,4359	0,1680	6,2518	1,0714	0,1229	0,4403	0,0541	0,1381	0,6079	1,5506	1,6873	12,2199	
DGSN	20034Ç	0,4530	0,1757	13,4426	2,2258	0,1669	0,3524	0,0588	0,0932	0,3688	0,5843	0,8250	8,8544	
DGSN	20041Ç	0,2705	0,1094	0,8382	0,2761	0,0121	-2,8068	-0,0339	-0,0513	0,3395	0,5140	0,7280	13,0627	
DGSN	20042Ç	0,2796	0,1109	1,8405	0,5400	0,0355	0,3146	0,0112	0,0184	0,3917	0,6440	1,3533	73,6386	
DGSN	20043Ç	0,3822	0,1662	4,6773	1,4769	0,1227	-0,1772	-0,0217	-0,0321	0,3224	0,4759	1,5644	-48,7652	
DGSN	20044Ç	0,3968	0,1287	10,3333	1,7021	0,1832	-0,2330	-0,0427	-0,0633	0,3261	0,4840	0,9105	-14,3756	
DGSN	20051Ç	0,4834	0,2870	2,2287	0,8552	0,0300	0,5914	0,0177	0,0224	0,2089	0,2640	1,0604	47,3313	
DGSN	20052Ç	0,4915	0,2120	5,2411	0,6899	0,0398	0,1174	0,0047	0,0060	0,2270	0,2937	1,0730	177,7355	
DGSN	20053Ç	0,4828	0,2234	9,2314	1,8212	0,0953	-0,1168	-0,0111	-0,0143	0,2244	0,2892	1,1733	-81,7789	
DGSN	20054Ç	0,9820	0,6753	3,4937	6,0662	0,3007	-0,1206	-0,0363	-0,0451	0,1965	0,2445	1,1204	-43,5123	

DGSN	20061Ç	0,8999	0,4648	0,0852	0,0382	0,0021	-10,0360	-0,0209	-0,0240	0,1284	0,1473	1,0099	-42,0796
DGSN	20062Ç	0,8772	0,3077	1,6274	0,2255	0,0164	-4,8250	-0,0791	-0,0902	0,1238	0,1413	0,5143	-5,6994
DGSN	20063Ç	0,7685	0,3105	4,9691	1,1312	0,0609	-1,3389	-0,0816	-0,0927	0,1200	0,1364	0,5968	-6,4359
DGSN	20064Ç	0,5269	0,2009	5,7756	2,1741	0,2174	-0,4538	-0,0986	-0,1361	0,0710	0,0979	1,4997	-11,0232
DGSN	20071Ç	0,5416	0,2546	0,2307	0,1256	0,0145	-1,9664	-0,0286	-0,0427	0,3310	0,4948	1,4193	-33,2028
DGSN	20072Ç	0,4397	0,1422	2,0561	0,6336	0,0739	-0,9906	-0,0732	-0,1135	0,3546	0,5493	1,7401	-15,3331
DGSN	20073Ç	0,4232	0,1133	5,4951	1,2906	0,1582	-0,5139	-0,0813	-0,1257	0,0805	0,1245	2,7238	-21,6764
DGSN	20074Ç	0,4376	0,0790	17,1279	1,1616	0,1835	-0,5565	-0,1021	-0,1661	0,3850	0,6259	2,9098	-17,5205
DGSN	20081Ç	0,7085	0,3984	1,0017	0,0723	0,0094	-5,1039	-0,0480	-0,0823	0,4160	0,7125	2,7974	-34,0097
DGSN	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DGSN	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DGSN	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DRN	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DRN	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DRN	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DRN	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DRN	20021Ç	0,8587	0,6743	1,4624	2,8332	0,3793	-0,1492	-0,0566	-0,2140	0,7356	2,7819	1,2731	-5,9491
DRN	20022Ç	0,9790	0,7794	1,9990	4,5416	0,7999	-0,0602	-0,0482	-0,2028	0,7626	3,2116	1,0047	-4,9538
DRN	20023Ç	1,0587	0,7955	3,5265	5,8208	1,3005	0,0037	0,0048	0,0165	0,7099	2,4470	1,3341	81,0519
DRN	20024Ç	1,0926	0,7995	5,3501	7,7642	1,8152	0,0082	0,0148	0,0465	0,6812	2,1372	0,7666	16,4946
DRN	20031Ç	1,0082	0,6999	1,2860	2,0795	0,4665	-0,1073	-0,0500	-0,1700	0,7056	2,3971	1,5757	-9,2684
DRN	20032Ç	0,9794	0,6844	2,5880	4,5027	1,0051	-0,0784	-0,0788	-0,2883	0,7267	2,6589	6,1233	-21,2390
DRN	20033Ç	0,9375	0,6267	4,4921	6,3561	1,4957	-0,0670	-0,1002	-0,4058	0,7531	3,0503	1,9879	-4,8988
DRN	20034Ç	0,9479	0,6618	6,1697	9,7148	2,0719	-0,1274	-0,2641	-1,0281	0,7430	2,8929	1,6496	-1,6045
DRN	20041Ç	0,9254	0,6085	1,0999	1,5368	0,3860	-0,1819	-0,0702	-0,3863	0,8182	4,5032	2,8350	-7,3380
DRN	20042Ç	0,9747	0,6528	2,2487	3,1266	0,9077	-0,0657	-0,0597	-0,3585	0,8334	5,0076	3,3617	-9,3771
DRN	20043Ç	0,9790	0,7101	3,0704	5,5076	1,2215	-0,0343	-0,0419	-0,3004	0,8604	6,1662	3,6291	-12,0824
DRN	20044Ç	0,9543	0,6523	5,1646	7,6291	1,8501	-0,0395	-0,0732	-0,4878	0,8499	5,6668	5,3475	-10,9617
DRN	20051Ç	0,5039	0,3391	0,7422	1,1159	0,1219	-0,2505	-0,0305	-0,1541	0,8018	4,0449	2,0380	-13,2255
DRN	20052Ç	0,4752	0,3253	1,8836	2,8752	0,3057	-0,0763	-0,0233	-0,0763	0,8119	4,3176	1,6972	-13,6884
DRN	20053Ç	0,4605	0,3126	3,1267	4,6492	0,5220	-0,0795	-0,0415	-0,2493	0,8334	5,0034	2,1336	-8,5581
DRN	20054Ç	0,4536	0,3117	4,4109	6,4840	0,7093	-0,0307	-0,0218	-0,1231	0,8232	4,6553	2,3732	-19,2848
DRN	20061Ç	0,4232	0,2507	1,6858	1,3380	0,1888	-0,0274	-0,0052	-0,0299	0,8268	4,7750	2,3981	-80,1771
DRN	20062Ç	0,4330	0,2489	3,0749	2,2318	0,4097	-0,1007	-0,0412	-0,3566	0,8844	7,6480	2,5615	-7,1826
DRN	20063Ç	0,4351	0,2652	4,6832	4,1138	0,6708	-0,0396	-0,0265	-0,1934	0,8628	6,2906	1,9416	-10,0372
DRN	20064Ç	0,7993	0,5418	4,6311	5,2366	1,1080	-0,0401	-0,0444	-0,1975	0,7751	3,4473	1,8848	-9,5445
DRN	20071Ç	0,7592	0,5363	1,1816	1,5783	0,2694	-0,0104	-0,0028	-0,0131	0,7857	3,6663	1,6197	-123,8643
DRN	20072Ç	0,7211	0,4763	3,1589	3,2399	0,6221	-0,0197	-0,0317	-0,0922	0,7861	3,6761	2,1153	-22,9512
DRN	20073Ç	0,7039	0,4359	4,7873	4,1635	0,9442	-0,0408	-0,0385	-0,2021	0,8095	4,2482	1,8438	-9,1235
DRN	20074Ç	0,6031	0,6028	7,1078	6,4522	1,3971	-0,0613	-0,0856	-0,4897	0,8252	4,7200	2,2752	-4,6465
DRN	20081Ç	0,5431	0,3720	1,3428	1,7869	0,2805	-0,2338	-0,0656	-0,6012	0,8909	8,1679	2,2323	-3,7131
DRN	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DRN	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DRN	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EREGLI	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EREGLI	20012Ç	1,6250	0,8834	3,5771	1,1651	0,2923	-0,2676	-0,0782	-0,1779	0,5602	1,2738	0,0235	-0,1324
EREGLI	20013Ç	1,4932	0,7505	5,3412	1,4259	0,4038	-0,2607	-0,1053	-0,2562	0,5890	1,4333	0,0209	-0,0817
EREGLI	20014Ç	1,3158	0,5371	7,6289	1,8607	0,5662	-0,1030	-0,0583	-0,1265	0,5391	1,1695	0,0260	-0,2056
EREGLI	20021Ç	1,2367	0,4515	2,2754	0,6728	0,1312	0,0701	0,0092	0,0183	0,4971	0,9884	0,0177	0,9685

EREGLI	20022Ç	0,9484	0,4745	4,2996	1,9131	0,2740	-0,2573	-0,0705	-0,1603	0,5602	1,2736	0,0196	-0,1220
EREGLI	20023Ç	1,0020	0,4920	6,3141	2,4860	0,4079	-0,1368	-0,0558	-0,1194	0,5328	1,1404	0,0166	-0,1392
EREGLI	20024Ç	1,2389	0,5759	7,2300	3,2101	0,5648	-0,0359	-0,0203	-0,0387	0,4762	0,9092	0,0144	-0,3709
EREGLI	20031Ç	1,3712	0,6649	2,2483	0,7628	0,1768	0,1977	0,0349	0,0646	0,4595	0,8500	0,0111	0,1710
EREGLI	20032Ç	1,5704	0,5984	5,7701	1,4813	0,3312	0,2676	0,0886	0,1392	0,3633	0,5706	0,0120	0,0859
EREGLI	20033Ç	1,5020	0,7079	6,3879	2,5631	0,4756	0,2127	0,1012	0,1558	0,3506	0,5400	0,0156	0,1003
EREGLI	20034Ç	1,5078	0,8778	6,8794	3,9725	0,6291	0,1853	0,1166	0,1785	0,3468	0,5309	0,0219	0,1229
EREGLI	20041Ç	1,7010	1,0188	3,3913	1,4208	0,1790	0,1923	0,0344	0,0482	0,2646	0,3707	0,0160	0,3322
EREGLI	20042Ç	1,7231	1,0066	5,1323	2,2088	0,3714	0,1803	0,0670	0,0954	0,2769	0,3948	0,1290	1,3517
EREGLI	20043Ç	2,1885	1,4029	6,2639	3,2527	0,5509	0,2114	0,1164	0,1578	0,2418	0,3278	0,1633	1,0349
EREGLI	20044Ç	1,8584	1,2605	9,1885	4,1870	0,7053	0,1801	0,1270	0,1812	0,2798	0,3990	0,1678	0,9262
EREGLI	20051Ç	1,5569	0,9850	2,3624	0,9153	0,1553	0,1723	0,0267	0,0392	0,2998	0,4398	0,1781	4,5396
EREGLI	20052Ç	2,4034	1,4273	4,0551	1,5894	0,3049	0,1474	0,0449	0,0668	0,3098	0,4602	0,1791	2,6818
EREGLI	20053Ç	2,7219	1,5927	4,7324	2,6232	0,4647	0,1125	0,0523	0,0764	0,2990	0,4370	0,2717	3,5551
EREGLI	20054Ç	1,9514	1,2423	5,5930	3,8926	0,5795	0,0464	0,0269	0,0403	0,3178	0,4760	0,2591	6,4329
EREGLI	20061Ç	1,7050	1,0805	1,4480	0,9222	0,1264	0,0298	0,0038	0,0058	0,3375	0,5204	0,2400	41,2929
EREGLI	20062Ç	1,7597	1,1742	3,5977	1,8355	0,2854	0,0460	0,0131	0,0213	0,3715	0,6037	0,2239	10,4883
EREGLI	20063Ç	1,9324	1,2945	5,1913	2,5627	0,4175	0,1147	0,0479	0,0786	0,3771	0,6190	0,1888	2,4028
EREGLI	20064Ç	2,2207	1,2676	6,4932	2,8229	0,5644	0,1397	0,0788	0,1268	0,3634	0,5847	0,2385	1,8806
EREGLI	20071Ç	1,9565	1,2586	1,7198	0,9325	0,1495	0,1024	0,0153	0,0253	0,3791	0,6259	0,3630	14,3703
EREGLI	20072Ç	1,8257	1,1042	3,6507	1,8380	0,3146	0,1324	0,0417	0,0658	0,3509	0,5546	0,6048	9,1854
EREGLI	20073Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EREGLI	20074Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EREGLI	20081Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EREGLI	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EREGLI	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EREGLI	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZMDMRC	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZMDMRC	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZMDMRC	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZMDMRC	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZMDMRC	20021Ç	1,1076	0,5139	6,4741	1,6457	0,2505	-0,0890	-0,0223	-0,0385	0,4209	0,7269	0,1862	-4,8351
IZMDMRC	20022Ç	0,8175	0,3762	7,8962	4,2346	0,5621	-0,1808	-0,1016	-0,1910	0,4678	0,8791	0,2370	-1,2409
IZMDMRC	20023Ç	0,8698	0,3831	8,9607	5,7587	0,8099	-0,1051	-0,0851	-0,1574	0,4592	0,8492	0,1918	-1,2186
IZMDMRC	20024Ç	0,8577	0,3219	13,1240	5,1875	0,8556	-0,0179	-0,0153	-0,0276	0,4447	0,8009	0,1601	-5,7961
IZMDMRC	20031Ç	0,7888	0,0941	132,5395	0,8657	0,2135	-0,1452	-0,0310	-0,0589	0,4741	0,9014	0,1650	-2,8002
IZMDMRC	20032Ç	0,7981	0,2761	10,0918	3,5017	0,5617	-0,0201	-0,0201	-0,0340	0,4088	0,6914	0,1561	-4,5912
IZMDMRC	20033Ç	0,7659	0,4126	12,4430	8,0409	0,8551	-0,0435	-0,0372	-0,0620	0,3998	0,6660	0,1585	-2,5567
IZMDMRC	20034Ç	0,7879	0,4305	15,2560	8,8673	1,3766	-0,0393	-0,0541	-0,1252	0,5675	1,3138	0,4061	-3,2434
IZMDMRC	20041Ç	0,9178	0,2565	3,8140	1,1000	0,3651	0,1639	0,0598	0,1296	0,5377	1,1645	0,3820	2,9481
IZMDMRC	20042Ç	1,1704	0,6745	7,6544	4,0532	0,9910	0,1305	0,1293	0,2550	0,4922	0,9707	0,2840	1,1137
IZMDMRC	20043Ç	1,2776	0,5734	26,5143	5,0203	1,4544	0,1155	0,1680	0,2972	0,4338	0,7676	0,5498	1,8498
IZMDMRC	20044Ç	1,5492	0,4117	30,0306	5,8065	2,0361	0,0977	0,1989	0,3084	0,3539	0,5486	0,5084	1,6485
IZMDMRC	20051Ç	1,4159	0,3345	13,8514	1,5030	0,3693	0,9115	0,0331	0,0478	0,3077	0,4452	0,4076	8,5193
IZMDMRC	20052Ç	1,5104	0,1826	67,8215	2,8128	0,7820	0,0433	0,0339	0,0469	0,2779	0,3848	0,3656	7,7933
IZMDMRC	20053Ç	1,5000	0,5604	103,1302	5,9162	1,2460	0,0245	0,0305	0,0429	0,2873	0,4031	0,3803	8,8737
IZMDMRC	20054Ç	1,4124	0,2514	71,4820	4,2702	1,4919	0,0288	0,0430	0,0666	0,3548	0,5499	0,4134	6,2056
IZMDMRC	20061Ç	1,6078	0,6207	6,0238	2,2985	0,6004	0,0241	0,0144	0,0213	0,3213	0,4733	0,4683	22,0084
IZMDMRC	20062Ç	1,3141	0,4540	8,1872	2,1905	0,9045	0,0442	0,0400	0,0772	0,4821	0,9310	0,6070	7,8641

IZDMRC	20063Ç	1,5122	1,0463	5,1704	7,8150	1,5501	0,0832	0,1290	0,2141	0,3976	0,6600	0,4785	2,2353
IZDMRC	20064Ç	1,6982	0,7178	6,5923	6,3842	2,1551	0,0702	0,1514	0,2267	0,3324	0,4979	0,7478	3,2981
IZDMRC	20071Ç	1,4189	0,4480	6,0286	1,3040	0,5171	0,0254	0,0131	0,0221	0,4057	0,6828	0,6377	28,8278
IZDMRC	20072Ç	1,5252	0,5775	10,1005	3,3563	1,1244	0,0424	0,0477	0,0734	0,3502	0,5389	1,1898	16,2105
IZDMRC	20073Ç	1,8730	0,5447	47,4236	6,1614	1,8201	0,0265	0,0483	0,0627	0,2306	0,2997	1,0667	17,0079
IZDMRC	20074Ç	1,8265	0,4930	41,9909	4,8869	1,8371	0,0676	0,1243	0,1761	0,2942	0,4168	0,8754	4,9718
IZDMRC	20081Ç	1,5952	0,7202	11,7785	1,6302	0,5189	0,0126	0,0065	0,0102	0,3583	0,5584	0,8501	83,5123
IZDMRC	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZDMRC	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZDMRC	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZCM	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZCM	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZCM	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZCM	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZCM	20021Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZCM	20022Ç	1,2179	1,1411	0,8905	7,4917	0,4363	0,0193	0,0084	0,0229	0,6333	1,7269	0,1805	7,8640
IZCM	20023Ç	1,3716	1,2425	1,8070	10,0132	0,7763	0,0487	0,0378	0,0880	0,5710	1,3308	0,1831	2,0794
IZCM	20024Ç	1,7142	1,5264	3,5177	16,2421	3,5177	0,0455	0,0524	0,1032	0,4924	0,9702	0,1794	1,7385
IZCM	20031Ç	1,2874	1,1699	0,4114	2,4648	0,1881	0,0001	0,0000	0,0000	0,6333	1,7273	1,5497	0,0000
IZCM	20032Ç	1,3975	1,2725	0,8582	5,7771	0,4041	0,0886	0,0358	0,0802	0,5536	1,2400	0,3874	4,8312
IZCM	20033Ç	1,9256	1,7167	1,9210	10,0801	0,7424	0,0923	0,0685	0,1200	0,4287	0,7503	0,3647	3,0401
IZCM	20034Ç	3,0860	2,6180	4,2431	11,3021	0,9388	0,1110	0,1042	0,1487	0,2993	0,4271	0,3632	2,4423
IZCM	20041Ç	3,7069	2,9552	1,4099	2,0833	0,2425	0,0909	0,0220	0,0299	0,2632	0,3573	0,4439	14,8338
IZCM	20042Ç	3,4596	2,7934	2,2975	4,7857	0,5412	0,0881	0,0477	0,0658	0,2763	0,3818	0,3820	5,8013
IZCM	20043Ç	3,2633	2,6217	3,5357	6,6851	0,8243	0,0946	0,0780	0,1091	0,2857	0,3999	0,5171	4,7379
IZCM	20044Ç	3,4511	2,7708	5,8664	8,4969	1,1113	0,0922	0,1024	0,1402	0,2695	0,3689	0,4816	3,4349
IZCM	20051Ç	2,3514	1,9348	1,2751	2,0838	0,2599	0,0806	0,0209	0,0316	0,3377	0,5099	0,7118	22,5110
IZCM	20052Ç	2,9150	2,2810	2,3916	4,0462	0,6316	0,0969	0,0612	0,0853	0,2819	0,3926	0,7349	8,6187
IZCM	20053Ç	2,7083	2,2133	3,4320	6,1629	0,9050	0,1005	0,0910	0,1317	0,3091	0,4473	0,9924	7,5375
IZCM	20054Ç	2,5775	2,0809	5,2142	8,2981	1,1010	0,1055	0,1161	0,1578	0,2641	0,3588	1,1378	7,2093
IZCM	20061Ç	2,0872	1,5840	1,1350	1,2788	0,2379	0,1185	0,0282	0,0415	0,3206	0,4719	1,7256	41,5983
IZCM	20062Ç	3,0108	2,3279	2,0867	3,5858	0,5696	0,1583	0,0902	0,1192	0,2437	0,3223	1,4326	12,0171
IZCM	20063Ç	4,6829	4,0941	3,1677	6,1838	0,8576	0,3024	0,2594	0,3469	0,2524	0,3376	1,8260	5,2637
IZCM	20064Ç	5,6971	4,7210	4,3688	6,6133	1,1259	0,2652	0,2986	0,3833	0,2210	0,2837	1,7889	4,6665
IZCM	20071Ç	4,0610	2,8284	0,9677	1,2090	0,3023	0,1815	0,0549	0,0758	0,2762	0,3816	2,7565	36,3660
IZCM	20072Ç	4,2708	3,3564	1,9051	3,6647	0,6685	0,1637	0,1094	0,1452	0,2465	0,3271	2,5219	17,3657
IZCM	20073Ç	4,5362	3,7092	2,8673	5,2943	0,9589	0,1976	0,1894	0,2490	0,2393	0,3146	2,4401	9,7978
IZCM	20074Ç	4,9894	4,1093	3,9697	7,4322	1,2898	0,2042	0,2634	0,3118	0,1551	0,1836	1,8928	6,0705
IZCM	20081Ç	2,2357	1,6563	0,8223	1,4139	0,3153	0,1894	0,0597	0,0838	0,2876	0,4038	3,3494	39,9510
IZCM	20082Ç	2,7394	2,0792	1,7598	3,2417	0,6879	0,1748	0,1202	0,1594	0,2458	0,3260	2,3261	14,5914
IZCM	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IZCM	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KRDSA	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KRDSA	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KRDSA	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KRDSA	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KRDSA	20021Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KRDSA	20022Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
KRDSA	20023Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

KRDSA	20024Ç	1,6099	1,0714	4,8868	3,6885	0,8831	0,1048	0,0925	0,1766	0,4758	0,9077	0,2843	1,6100
KRDSA	20031Ç	1,3534	1,0102	1,1123	1,3748	0,2624	0,1176	0,0309	0,0683	0,5477	1,2109	0,3116	4,5653
KRDSA	20032Ç	1,5420	1,0926	2,4107	2,6660	0,5202	0,1112	0,0578	0,1053	0,4508	0,8208	0,3588	3,4064
KRDSA	20033Ç	1,6482	1,1733	3,2513	3,9750	0,7261	0,0877	0,0637	0,1105	0,4236	0,7350	0,3751	6,3085
KRDSA	20034Ç	1,6022	0,8203	7,6127	4,3026	0,8096	0,0752	0,0609	0,0932	0,3279	0,5019	0,8710	9,3418
KRDSA	20041Ç	1,9131	1,1010	1,4377	1,1028	0,1903	0,0121	0,0023	0,0035	0,3290	0,5002	0,8709	247,7326
KRDSA	20042Ç	1,7843	1,0340	2,3401	2,0193	0,3736	0,0932	0,0348	0,0530	0,3283	0,4998	0,6442	12,1525
KRDSA	20043Ç	1,6603	0,9412	3,7230	2,9735	0,5768	0,0814	0,0469	0,0697	0,3087	0,4586	0,7477	10,7263
KRDSA	20044Ç	2,2781	1,3200	6,3982	4,6677	0,8128	0,0760	0,0618	0,0854	0,2565	0,3544	0,7427	8,7017
KRDSA	20051Ç	2,0533	1,2043	1,2151	1,0034	0,1867	0,0834	0,0156	0,0716	0,2835	1,3043	2,1800	30,4339
KRDSA	20052Ç	1,7793	1,0332	2,6941	2,0110	2,6941	0,0791	0,0306	0,0460	0,3127	0,4694	0,9464	20,5888
KRDSA	20053Ç	2,0122	1,1830	4,0479	3,0751	0,5816	0,0842	0,0490	0,0714	0,2912	0,4241	1,3353	18,7151
KRDSA	20054Ç	2,2089	1,2130	5,3956	3,7349	0,7605	0,1153	0,0877	0,1161	0,2265	0,2997	1,4333	12,3475
KRDSA	20061Ç	1,6720	0,9245	2,8054	1,8451	0,3533	0,0439	0,0155	0,0221	0,2807	0,3999	1,7981	81,3909
KRDSA	20062Ç	1,9031	0,9975	4,9448	3,4984	0,7543	0,0360	0,0272	0,0374	0,2543	0,3495	1,1513	30,8143
KRDSA	20063Ç	2,0578	1,1121	7,2881	5,2860	1,1387	0,0400	0,0455	0,0614	0,2418	0,3264	1,0687	17,4021
KRDSA	20064Ç	1,7106	0,9161	5,1983	3,3681	0,7449	0,0551	0,0410	0,0841	0,4277	0,8762	1,1384	13,5392
KRDSA	20071Ç	1,5445	0,8586	1,4774	1,1264	0,2338	0,0439	0,0103	0,0222	0,4589	0,9936	1,1986	53,9755
KRDSA	20072Ç	1,6760	0,9545	3,1839	2,4346	0,4897	0,0542	0,0266	0,0550	0,4351	0,9004	1,1518	20,9595
KRDSA	20073Ç	1,7507	0,9676	5,0007	3,5863	0,7557	0,0553	0,0418	0,0844	0,2506	0,5064	1,3245	15,6977
KRDSA	20074Ç	1,8998	1,0305	7,3930	5,2955	1,0797	0,0197	0,0213	0,0413	0,4090	0,7929	1,2322	29,8623
KRDSA	20081Ç	1,9143	1,1276	1,3829	1,1067	0,2409	0,0697	0,0168	0,0284	0,4084	0,6904	0,5760	20,2950
KRDSA	20082Ç	1,7825	0,9677	2,9763	2,1090	0,5006	0,0716	0,0359	0,0586	0,3884	0,6351	0,4747	8,0969
KRDSA	20083Ç	1,9116	1,0336	4,4702	3,0469	0,7372	0,0559	0,0412	0,0675	0,3897	0,6385	0,4462	6,6058
KRDSA	20084Ç	1,8269	0,8862	6,8481	3,2371	0,8734	0,0360	0,0314	0,0524	0,4002	0,6673	0,3205	6,1227
PNRSU	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PNRSU	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PNRSU	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PNRSU	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PNRSU	20021Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PNRSU	20022Ç	0,8746	0,7461	3,1728	2,8859	0,2654	0,0282	0,0075	0,0250	0,7007	2,3415	0,2071	8,2816
PNRSU	20023Ç	0,8253	0,7125	7,1786	5,6026	0,3830	-0,0290	-0,0111	-0,0361	0,6925	2,2521	0,1582	-4,3763
PNRSU	20024Ç	0,7636	0,6556	16,4019	9,6824	0,5114	-0,0891	-0,0456	-0,1261	0,6388	1,7683	0,1481	-1,1742
PNRSU	20031Ç	0,7315	0,5721	3,3658	1,4759	0,1009	-0,2102	-0,0212	-0,0585	0,6376	1,7593	0,1390	-2,3761
PNRSU	20032Ç	0,6978	0,6978	3,8945	3,7916	0,2641	-0,1445	-0,0382	-0,1163	0,6716	2,0454	0,1681	-1,4457
PNRSU	20033Ç	0,6623	0,5127	9,1087	5,1979	0,4120	-0,1199	-0,0494	-0,1453	0,6600	1,9414	0,1617	-1,1134
PNRSU	20034Ç	0,6545	0,5244	187,7606	7,7872	0,3843	-0,1577	-0,0606	-0,1187	0,4895	0,9588	0,1017	-0,8566
PNRSU	20041Ç	0,7197	0,5705	3,9374	1,6773	0,0911	0,0045	0,0004	0,0008	0,4663	0,8736	0,1190	155,8549
PNRSU	20042Ç	0,7311	0,6173	4,3096	2,3762	0,1133	0,1375	0,0156	0,0278	0,4386	0,7813	0,4389	15,8132
PNRSU	20043Ç	0,7632	0,6504	9,4313	2,7748	0,1340	0,0430	0,0058	0,0107	0,4614	0,8566	0,4965	46,4239
PNRSU	20044Ç	0,5173	0,3868	255,9337	13,2186	0,4542	0,0277	0,0126	0,0229	0,4508	0,8209	0,6660	29,0631
PNRSU	20051Ç	0,5517	0,4599	1,8310	3,3840	0,0899	-0,0487	-0,0044	-0,0082	0,4662	0,8735	0,6590	-80,3511
PNRSU	20052Ç	0,5742	0,4773	6,1679	6,4205	0,2252	-0,0096	-0,0022	-0,0042	0,4867	0,9482	0,6218	-147,7709
PNRSU	20053Ç	0,7496	0,6074	22,6409	10,3171	0,5214	0,0416	0,0217	0,0395	0,4515	0,8231	0,5610	14,1931
PNRSU	20054Ç	0,6697	0,5439	33,3310	13,7893	0,6690	0,0868	0,0581	0,0960	0,3953	0,6536	0,7265	7,5654
PNRSU	20061Ç	0,7000	0,5189	5,5411	1,9803	0,1277	0,1210	0,0155	0,0251	0,3846	0,6249	0,7480	29,7860
PNRSU	20062Ç	0,8321	0,6316	3,4978	4,3800	0,3070	0,1157	0,0355	0,0576	0,3831	0,6209	0,5415	9,4065
PNRSU	20063Ç	1,0510	0,6847	68,1726	7,4368	0,6136	0,1660	0,1019	0,1332	0,2352	0,3075	0,6265	4,7045
PNRSU	20064Ç	0,9215	0,6664	697,3616	12,0859	0,7883	0,1403	0,1106	0,1396	0,2075	0,2618	0,7221	5,1740



PNRSU	20071Ç	1,0385	0,7412	49,5008	2,4124	0,1929	0,1071	0,0207	0,0281	0,2638	0,3583	1,0382	37,0019
PNRSU	20072Ç	0,9382	0,6878	492,8548	5,5176	0,4488	0,1524	0,0684	0,0971	0,2956	0,4195	1,7376	17,8917
PNRSU	20073Ç	1,2514	0,9515	908,7075	8,8387	0,7086	0,1651	0,1170	0,1557	0,2485	0,3307	1,6675	10,7086
PNRSU	20074Ç	1,3115	0,9226	96,0063	8,1176	0,8051	0,1376	0,1108	0,1477	0,2500	0,3334	1,4432	9,7680
PNRSU	20081Ç	1,3645	0,8847	1,6863	0,9177	0,1579	0,1819	0,0287	0,0403	0,2880	0,4045	1,4385	35,6698
PNRSU	20082Ç	0,9711	0,6283	2,9445	2,6541	0,3694	0,1108	0,0409	0,0655	0,3751	0,6002	1,1332	17,2976
PNRSU	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PNRSU	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SODA	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SODA	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SODA	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SODA	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SODA	20021Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SODA	20022Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SODA	20023Ç	1,6629	1,3856	4,8669	6,0569	0,9823	0,0657	0,0645	0,1315	0,5093	1,0380	0,6198	4,7146
SODA	20024Ç	1,4166	1,0739	5,7854	8,1039	1,3711	0,0465	0,0638	0,1194	0,4662	0,8733	0,6967	5,8322
SODA	20031Ç	1,5174	1,1449	1,3522	2,3268	0,3707	0,0181	0,0067	0,0122	0,4481	0,8120	0,6101	50,1050
SODA	20032Ç	1,4858	1,0685	3,0182	4,7463	0,7308	-0,0076	-0,0055	-0,0095	0,4219	0,7299	0,6466	-67,7266
SODA	20033Ç	1,3309	1,0241	4,7634	8,6718	1,0220	-0,0190	-0,0190	-0,0332	0,4273	0,7463	0,6321	-19,0461
SODA	20034Ç	1,4601	1,0016	35,7085	8,5125	0,6431	0,0125	0,0080	0,0112	0,2824	0,3935	1,4376	128,6207
SODA	20041Ç	1,6228	1,1503	8,2693	2,3958	0,1475	-0,0525	-0,0077	-0,0106	0,2726	0,3748	0,3875	-36,3986
SODA	20042Ç	1,8645	1,3289	13,3849	4,6247	0,3233	-0,0017	-0,0006	-0,0008	0,2615	0,3541	0,2848	-375,5944
SODA	20043Ç	2,0242	1,4808	23,3384	7,3340	0,4947	0,0003	0,0002	0,0002	0,2527	0,3381	0,3629	1644,2525
SODA	20044Ç	2,0059	1,3797	29,1143	9,4336	0,6718	0,0031	0,0021	0,0027	0,2314	0,3010	0,3746	138,3027
SODA	20051Ç	1,8235	1,2205	6,6538	2,0496	0,1685	-0,0029	-0,0005	-0,0007	0,2506	0,3344	0,3372	-514,4092
SODA	20052Ç	1,8760	1,2939	13,3097	4,4256	0,3538	-0,0023	-0,0008	-0,0011	0,2463	0,3267	0,3484	-324,2682
SODA	20053Ç	1,9409	1,3791	21,6854	5,7646	0,5139	0,0259	0,0133	0,0179	0,2584	0,3484	0,4876	27,2138
SODA	20054Ç	2,0068	1,5105	31,6164	8,2467	0,6776	0,0380	0,0258	0,0348	0,2608	0,3528	0,7381	21,1871
SODA	20061Ç	2,2996	1,7846	8,2872	6,3433	0,1818	0,1060	0,0193	0,0260	0,2592	0,3499	1,0224	39,3169
SODA	20062Ç	2,5959	1,9088	16,2955	3,1942	0,3624	0,2444	0,0886	0,1160	0,2364	0,3095	0,7239	6,2408
SODA	20063Ç	2,5111	1,8969	23,9642	17,7688	0,5182	0,1969	0,1020	0,1390	0,2660	0,3624	0,8677	6,2417
SODA	20064Ç	1,7093	1,1485	30,6751	5,5422	0,6450	0,1590	0,1025	0,1504	0,3000	0,4398	0,9243	6,1474
SODA	20071Ç	2,0740	1,2682	7,0930	1,2152	0,1762	0,0744	0,0131	0,0195	0,3102	0,4608	0,8775	45,0545
SODA	20072Ç	1,6542	1,0266	11,7571	2,6574	0,3425	0,0781	0,0267	0,0407	0,3282	0,4996	1,0517	25,8285
SODA	20073Ç	1,7040	1,0199	18,8662	4,0250	0,5191	0,0608	0,0316	0,0481	0,3298	0,5022	0,9665	20,1090
SODA	20074Ç	1,5434	0,9450	23,0140	6,1346	0,6979	0,0341	0,0238	0,0368	0,3423	0,5302	0,7492	20,3428
SODA	20081Ç	1,3862	0,8656	1,4966	1,5992	0,1996	0,0410	0,0082	0,0129	0,3659	0,5771	0,4626	35,8622
SODA	20082Ç	1,3589	0,9276	3,1034	3,7756	0,4100	0,0740	0,0303	0,0489	0,3799	0,6126	0,4553	9,3103
SODA	20083Ç	1,5987	1,0521	4,3796	4,4372	0,6050	0,0855	0,0517	0,0867	0,4030	0,6749	0,4164	4,8051
SODA	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TAT	20011Ç	1,8315	0,9578	1,1960	0,4664	0,2721	0,0360	0,0098	0,0186	0,4726	0,8962	0,1845	9,9404
TAT	20012Ç	1,9564	0,9473	2,6388	0,8700	0,5783	0,1242	0,0718	0,1281	0,4391	0,7829	0,3032	2,3672
TAT	20013Ç	1,4780	0,6832	3,1013	0,8619	0,6151	0,1240	0,0763	0,1894	0,6610	1,6413	0,2649	1,3988
TAT	20014Ç	1,8472	0,9265	4,9669	1,5349	0,9853	0,1291	0,1272	0,2483	0,4879	0,9528	0,4552	1,8328
TAT	20021Ç	1,8585	1,0984	1,4639	0,6746	0,3123	0,1540	0,0481	0,0924	0,4796	0,9215	0,3228	3,4939
TAT	20022Ç	2,1521	1,1852	3,2720	1,3531	0,6768	0,1435	0,0971	0,1656	0,4136	0,7052	0,2676	1,6164
TAT	20023Ç	1,5380	0,5438	3,3571	0,9222	0,7037	0,1253	0,0882	0,2072	0,5744	1,3494	0,2410	1,1629
TAT	20024Ç	1,9022	0,8514	5,4690	1,7560	1,0920	0,1148	0,1254	0,2337	0,4635	0,8638	0,2312	0,9896
TAT	20031Ç	1,9377	0,9764	1,1203	0,5978	0,2925	0,0260	0,0076	0,0136	0,4412	0,7897	0,2476	18,2193

TAT	20032Ç	1,1928	0,7377	2,8789	2,6285	0,6796	0,0050	0,0034	0,0072	0,5226	1,0948	0,1934	26,9810
TAT	20033Ç	1,1072	0,5144	3,7217	2,0213	0,8275	-0,0083	-0,0069	-0,0180	0,6181	1,6184	0,2009	-11,1670
TAT	20034Ç	1,1044	0,5153	42,2373	3,1875	1,0383	0,0095	0,0098	0,0212	0,5376	1,1625	0,9779	46,0300
TAT	20041Ç	1,0700	0,5013	8,1110	0,9561	0,2729	-0,1432	-0,0391	-0,0822	0,5248	1,1045	1,1553	-14,0495
TAT	20042Ç	0,9651	0,5388	10,7423	2,1378	0,5313	-0,1544	-0,0820	-0,2010	0,5919	1,4505	1,1188	-5,5656
TAT	20043Ç	0,8962	0,3529	32,7488	2,0590	0,7515	-0,1264	-0,0950	-0,2861	0,6680	2,0120	1,2406	-4,3358
TAT	20044Ç	0,7910	0,3077	50,0387	3,3138	1,0785	-0,1441	-0,1554	-0,4913	0,6837	2,1612	1,5125	-3,0788
TAT	20051Ç	0,7258	0,3241	7,0945	0,8328	0,2485	-0,1047	-0,0260	-0,0868	0,7000	2,3328	1,4676	-16,9158
TAT	20052Ç	0,9716	0,5100	31,2200	1,9923	0,5394	-0,0095	-0,0051	-0,0149	0,6572	1,9170	1,4646	-98,3035
TAT	20053Ç	0,9673	0,4959	71,0050	2,4366	0,7510	-0,0218	-0,0164	-0,0545	0,6997	2,3301	1,2369	-22,6912
TAT	20054Ç	0,9257	0,4618	72,7019	3,6874	1,1106	-0,0438	-0,0486	-0,1631	0,7020	2,3556	1,6414	-10,0667
TAT	20061Ç	1,1316	0,6654	25,9052	1,2635	0,3234	-0,0493	-0,0159	-0,0555	0,7127	2,4811	1,6037	-28,9116
TAT	20062Ç	1,0450	0,6579	39,9140	2,8121	0,6662	-0,1167	-0,0777	-0,3570	0,7823	3,5932	1,8790	-5,2631
TAT	20063Ç	1,0503	0,5813	40,4134	2,9325	0,9315	-0,0615	-0,0573	-0,2789	0,7945	3,8665	1,8295	-6,5589
TAT	20064Ç	0,9992	0,5479	26,5217	4,3902	1,3540	-0,0435	-0,0589	-0,2689	0,7810	3,5667	2,2188	-8,2524
TAT	20071Ç	1,1472	0,7684	10,8609	1,5127	0,3726	0,0248	0,0092	0,0412	0,7761	3,4655	2,5482	61,8070
TAT	20072Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TAT	20073Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TAT	20074Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TAT	20081Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TAT	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TAT	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TAT	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIRE	20011Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIRE	20012Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIRE	20013Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIRE	20014Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIRE	20021Ç	2,9579	1,9843	1,4424	1,1978	0,3461	0,0952	0,0329	0,0497	0,3376	0,5096	0,0898	1,8062
TIRE	20022Ç	3,6605	2,5293	2,7113	2,9776	0,7740	0,0983	0,0761	0,1087	0,3001	0,4288	0,0760	0,6986
TIRE	20023Ç	4,0712	2,8578	2,4591	3,1654	0,7257	0,1313	0,0953	0,1505	0,3671	0,5800	0,0724	0,4810
TIRE	20024Ç	2,5929	1,6500	5,0411	3,9138	0,9727	0,0584	0,0568	0,0990	0,4264	0,7435	0,0859	0,8682
TIRE	20031Ç	3,0762	1,8636	1,3783	1,3053	0,2904	-0,0086	-0,0025	-0,0043	0,4237	0,7351	0,0647	-14,9924
TIRE	20032Ç	3,4510	2,1039	2,6663	2,7039	0,6132	0,0726	0,0445	0,0705	0,3687	0,5839	0,2224	3,1542
TIRE	20033Ç	3,7530	2,3403	3,4700	4,1248	0,9357	0,0694	0,0649	0,1001	0,3513	0,5417	0,2607	2,6049
TIRE	20034Ç	2,7052	1,5041	5,2977	4,6463	1,2104	0,0322	0,0389	0,0621	0,3730	0,5949	0,3562	5,7378
TIRE	20041Ç	3,0816	1,8553	1,2651	1,3530	0,2419	0,0560	0,0136	0,0187	0,2769	0,3830	0,3337	17,8059
TIRE	20042Ç	2,7995	1,7564	2,4237	2,9029	0,5260	0,0073	0,0039	0,0056	0,3082	0,4456	0,3010	53,8724
TIRE	20043Ç	2,8258	1,7007	0,0433	3,8075	0,0097	0,0123	0,0097	0,0144	0,3231	0,4774	0,3280	22,8434
TIRE	20044Ç	2,5036	1,4342	5,0084	4,8874	1,1841	0,0246	0,0291	0,0437	0,3340	0,5016	0,3537	8,0943
TIRE	20051Ç	1,8219	1,0942	1,6839	1,2183	0,2792	0,0662	0,0185	0,0316	0,4147	0,7088	0,3208	10,1565
TIRE	20052Ç	1,7675	1,0602	2,8502	2,3342	0,5644	0,0943	0,0532	0,0934	0,4301	0,7547	0,2953	6,7317
TIRE	20053Ç	1,9356	1,4181	3,4525	4,9125	0,8328	0,0529	0,0440	0,0799	0,4488	0,8144	0,3001	3,7548
TIRE	20054Ç	2,1114	1,5112	5,5119	8,3334	1,3329	0,0208	0,0277	0,0438	0,3671	0,5802	0,3785	8,8860
TIRE	20061Ç	1,5899	1,0501	1,3302	1,3451	0,2787	0,0209	0,0058	0,0106	0,4509	0,8213	0,3929	37,0059
TIRE	20062Ç	1,5488	1,1032	2,4285	3,4243	0,6142	-0,0663	-0,0408	-0,0873	0,5332	1,1425	0,4427	-5,0693
TIRE	20063Ç	1,5733	1,1221	3,6515	4,5374	0,9082	0,0081	0,0073	0,0159	0,5391	1,1700	0,3616	22,7116
TIRE	20064Ç	1,7764	1,0901	4,7827	4,4750	1,2370	0,0124	0,0153	0,0334	0,5407	1,1778	0,6191	18,5536
TIRE	20071Ç	1,7175	1,1496	1,3741	1,4511	0,3397	0,0288	0,0098	0,0238	0,5885	1,4306	0,6559	27,5557
TIRE	20072Ç	1,7657	1,1139	2,3754	2,7449	0,6930	0,0304	0,0210	0,0527	0,6009	1,5059	1,0324	19,5785

TIRE	20073Ç	1,5234	0,9684	3,6013	3,9060	1,0065	0,0256	0,0257	0,0674	0,6178	1,6171	1,1574	17,1741
TIRE	20074Ç	1,1829	0,7614	4,3056	5,5691	1,2237	0,0011	0,0140	0,0042	0,6683	2,0153	1,3903	330,4277
TIRE	20081Ç	1,0724	0,7537	0,9234	1,4956	0,2694	-0,1799	-0,0485	-0,1753	0,7236	2,6182	1,5843	-9,0303
TIRE	20082Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIRE	20083Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TIRE	20084Ç	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

**Ek 5. Ekonometrik Analiz Çerçevesinde Hesaplanan Panel Veri Modelleri E-Views Çıktıları**

En Küçük Kareler (Havuzlanmış Regresyon) Modeli					Sabit Etkiler Modeli					Tesadüfi Etkiler Modeli				
Dependent Variable: OK Method: Panel Least Squares Cross-sections included: 17 Total panel (unbalanced) observations: 425					Dependent Variable: OK Method: Panel Least Squares Cross-sections included: 17 Total panel (unbalanced) observations: 425					Dependent Variable: OK Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Cross-sections included: 17 Total panel (unbalanced) observations: 425				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021761	0.016379	1.328578	0.1847	C	0.053647	0.021082	2.544708	0.0113	C	0.021761	0.015513	1.402701	0.1615
ATO	0.037308	0.009406	3.966360	0.0001	ATO	0.036320	0.012724	2.854412	0.0045	ATO	0.037308	0.008909	4.187648	0.0000
ADH	-2.48E-06	0.000100	-0.024678	0.9803	ADH	1.47E-05	0.000105	0.139968	0.8888	ADH	-2.48E-06	9.51E-05	-0.026055	0.9792
AKDH	0.054182	0.014138	3.832362	0.0001	AKDH	0.021359	0.016025	1.332882	0.1833	AKDH	0.054182	0.013391	4.046175	0.0001
SDH	0.000164	0.001106	0.148658	0.8819	SDH	0.002128	0.001448	1.469404	0.1425	SDH	0.000164	0.001048	0.156952	0.8754
NKM	0.054420	0.009297	5.853715	0.0000	NKM	0.034670	0.010082	3.438885	0.0006	NKM	0.054420	0.008805	6.180302	0.0000
BR	-0.082480	0.006715	-12.28221	0.0000	BR	-0.076236	0.009180	-8.304798	0.0000	BR	-0.082480	0.006361	-12.96746	0.0000
PD_DD	0.020714	0.005602	3.697532	0.0002	PD_DD	-0.000735	0.007022	-0.104689	0.9167	PD_DD	0.020714	0.005306	3.903822	0.0001
F_K	2.52E-06	5.48E-05	0.045971	0.9634	F_K	-1.97E-05	5.23E-05	-0.375932	0.7072	F_K	2.52E-06	5.19E-05	0.048536	0.9613
R-squared	0.460660	Mean dependent var	0.031026		R-squared	0.534765	Mean dependent var	0.031026		R-squared	0.460660	Mean dependent var	0.031026	
Adjusted R-squared	0.450289	S.D. dependent var	0.172466		Adjusted R-squared	0.506851	S.D. dependent var	0.172466		Adjusted R-squared	0.450289	S.D. dependent var	0.172466	
S.E. of regression	0.127871	Akaike info criterion	-1.254640		S.E. of regression	0.121114	Akaike info criterion	-1.327148		S.E. of regression	0.127871	Sum squared resid	6.802015	
Sum squared resid	6.802015	Schwarz criterion	-1.168831		Sum squared resid	5.867431	Schwarz criterion	-1.088790		F-statistic	44.41422	Durbin-Watson stat	0.978604	
Log likelihood	275.6111	F-statistic	44.41422		Log likelihood	307.0190	F-statistic	19.15750		Prob(F-statistic)	0.000000			
Durbin-Watson stat	0.978604	Prob(F-statistic)	0.000000		Durbin-Watson stat	1.015204	Prob(F-statistic)	0.000000						

## ÖZGEÇMİŞ

Kenan İLARSLAN

### **Eğitim:**

Yüksek Lisans: 2001 Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

Lisans: 1996 Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Lise: 1991 Afyon Cumhuriyet Lisesi

**İş-İstihdam:** 1997 Öğretim Görevlisi Afyon Kocatepe Üniversitesi

### **Makaleler:**

Elitaş C., **İlarıslan K.**, “Açığa Satış ve Muhasebeleştirilmesi” Muhasebe ve Finansman Dergisi, Temmuz 2009, Sayı:43

Topal Y., **İlarıslan K.**, “Portföy Optimizasyonu Bağlamında Tanjant Portföyleri: İMKB 30 İşletmelerinden Bir Örneğ” Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, 2009, Cilt: 11, Sayı:1

