

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**FİRMA BİRLEŞME VE SATINALMALARININ
HİSSE SENEDİ DEĞERİ AÇISINDAN ANALİZİ**
ve
İMKB'DE BİR UYGULAMA

(Doktora Tezi)

BAŞAK TURAN İÇKE

TEZ DANIŞMANI: PROF. DR. NİYAZİ BERK

İSTANBUL, 2006

ÖNSÖZ

Tarihsel gelişim içerisinde firma birleşme ve satınalmalarının zaman zaman yükselen zaman zaman da durağanlaşan bir eğilim sergilediği görülmektedir. En son dalga olarak kabul edilen ve 2000'li yıllarda doruğa ulaşan bu faaliyetlerin ivme kazanmasına neden olan önemli faktörler bulunmaktadır. Özellikle küresel boyutta gerçekleşen serbestleşme hareketlerinin etkisinin en önemli unsur olarak belirtilmesi gereklidir. Bunun yanında, şiddetini giderek arttıran katı rekabet koşulları, Avrupa Birliği, piyasaların uluslararasılaşması gibi faktörler ise birleşme ve satınalmaların yukarı yönlü bir eğilim çizmesinde göz ardı edilemeyecek olaylar arasında yer almaktadır.

1990'lı yılların başında başlayan ve 2000 yılında zirveye ulaşan son birleşme ve satınalma dalgasının, ABD literatüründe önemli bir yere sahip olduğu ifade edilmektedir. Bu dönemde gerçekleşen faaliyetlerin ABD piyasaları ile sınırlı kalmadığı görülmektedir. Avrupa Birliği ülkeleri ile Asya'nın da aynı etkilerle karşı karşıya kaldığı belirtilmektedir. Ülkemizin de küresel olarak artan bir eğilimde bulunan faaliyetlerden etkilenmiş olduğu görülmektedir. Birleşme ve satınalmalar sektörel olarak değerlendirildiğinde ise, özellikle bankacılık ve telekomünikasyon gibi oldukça yüksek maliyetli alt yapı yatırımlarına ihtiyaç duyan alanlarda yoğunlaştığı ortaya çıkmaktadır.

Ülkemizde henüz gelişmiş piyasalardaki kadar -hatta kimi gelişmekte olan piyasalardaki kadar- yoğun bir birleşme ve satınalma piyasası oluşmamış olsa da, son yıllarda önemli sayıda ve tutarda işlemin gerçekleştiği söylenebilir. Bu zamana dek en çok dikkat çeken yılın ise 2005 olduğu görülmektedir. Özellikle finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen faaliyetlerin gerek sayısı gerekse işlem büyüklüğü dikkate değer bulunmaktadır. Bu sektöre yabancı alıcıların özel bir ilgisinin bulunduğu ise önemli tespittir. Ülkemizde son birkaç yıl içerisinde yaşanan birleşme ve satınalma dalgasındaki göze çarpan bir diğer unsur özelleştirmelerdir. Stratejik öneme sahip bazı sektörlerde gerçekleşen yabancı alımlarının, kamuoyunda büyük bir ilgi ile belki de çoğu zaman kaygı ile izlenmekte olduğu görülmektedir.

Ekonomik ve politik istikrar sağlanabilmesi ve bu alanda gerekli düzenlemelerin zaman kaybedilmeden gerçekleştirilmesi halinde, gelecek yıllarda birleşme ve

satınalmalar konusunun ülke gündeminde yer alan önemli bir unsur olarak kalacağı düşünülmektedir. Ayrıca çalışma süresince karşılaşılan en önemli sorun, Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin tümüne ait açıklanmış tüm bilgilerin yer aldığı büyük ve kapsamlı tek bir veri tabanının bulunmaması olmuştur. Derli toplu bir veri sisteminin bugüne kadar oluşturulmaması oldukça önemli bir eksiklik olarak görülmektedir. Şu ana kadar ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satınalmaların sayısı oldukça sınırlıdır. Gelecekte daha da artacak olan bu faaliyetlerin tek bir veri tabanında toplanması daha da zor olabilecektir. Bu eksikliğe dikkat çekmek istemekte ve farkedilmesini dilemekteyim.

Herşeyden önce bu çalışmanın adının konulmasından sonuçlanmasına dek, bana her türlü sorunumda destek olan ve her zaman yanımda olduğunu hissettiren çok değerli hocam ve danışmanım Prof. Dr. Niyazi BERK’e minnet ve saygılarımı sunmayı borç bilirim. Kendisinin göstermiş olduğu ilgi ve sabır benim en büyük güvencemdi. Ayrıca, bu mesleğe başlamamda bana verdiği şans için ve bugüne dek öğrettiği ve bundan sonra da öğreneceğim herşey için saygıdeğer hocam Prof. Dr. Feryal ORHON BASIK’a derin teşekkürlerimi sunarım.

Çalışmamın uygulama kısmında yardımlarını benden esirgemeyen çok değerli dostlarıma da en derin teşekkürlerimi sunmak isterim. Başta Sn. Tolga KUDALOĞLU’na, ve Sn. Hünkâr İVGEN’e oldukça kısıtlı ve çok değerli olduğunu bildiğim zamanlarını bana ayırdıkları için ve gösterdikleri büyük sabır ve ilgi için teşekkürlerimi sunarım. Doç. Dr. Selim YAZICI’ya, her zaman olduğu gibi, teknik konularla ilgili her türlü yardımını esirgemediği için, Doç. Dr. Esra NEMLİ’ye gösterdiği manevi destek için, Yrd. Doç. Dr. Serhat YANIK’a ve Doç. Dr. Kerem ŞENEL’e çalışmama katkıları için en içten minnettarlıklarımı iletirim.

Ayrıca sevgili anneme benim için göstermiş olduğu bütün fedakârlıklarının bir küçük karşılığı olarak bu çalışmayı ithaf etmek istiyorum. Eşim Yrd. Doç. Dr. Mehmet Akif İÇKE’ye uzun soluklu çalışmam süresince her türlü desteği ile yanımda bulunduğu için tüm kalbimle teşekkür ederim.

TİNÇEL Vakfı'na, sağladığı maddi destek sayesinde doktora çalışmalarımın bir kısmında bulunduğum Australian Graduate School of Management'tin zengin bilgi kaynaklarına ulaşabilme şansı tanınması sebebi ile şükranlarımı sunarım.

Başak TURAN İÇKE
Üsküdar, 2006

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

TABLO LİSTESİ	iv
GRAFİK LİSTESİ.....	v
ŞEKİL LİSTESİ	v
KISALTMALAR	vi
GİRİŞ.....	1
1. FİRMA BİRLEŞME VE SATINALMALARINA AİT KAVRAMSAL TEMELLER.....	5
1.1. Firmaların Büyüme Stratejileri.....	5
1.2. Birleşme ve Satınalmalara Ait Temel Kavramlar	7
1.2.1. Birleşme Türleri.....	15
1.2.1.1 Yatay Birleşmeler.....	16
1.2.1.2. Dikey Birleşmeler	16
1.2.1.3. Karma Birleşmeler	17
1.2.1.4. Aynı Merkezli Birleşmeler	18
1.2.2. Birleşme ve Satınalma Süreci.....	19
1.2.2.1. Rekabet Ortamının Analiz Edilmesi	19
1.2.2.2. Birleşme ve Satınalmaları Yürütecek Uzman Grubun Oluşturulması.....	19
1.2.2.3. Hedef Firmaların Belirlenmesi.....	20
1.2.2.4. Hedef Firmanın Finansal Analizlerinin Yapılması	21
1.2.2.5. Müzakere Süreci.....	21
1.3. Yeniden Yapılanma Sürecinde Diğer Yöntemler	22
1.3.1. Teklif Verme.....	22
1.3.2. Ortak Girişim.....	23
1.3.3. Stratejik İşbirlikleri.....	27
1.3.4. Borçlanarak Satınalma ve Yönetimin Satınalması.....	27
1.3.5. Bölünme.....	28
1.4. Birleşme ve Satınalmaların Gelişim Süreci.....	30
1.5.Hedef Firmaların Satınalma Faaliyetlerine Karşı Korunma Yöntemleri.....	42

1.5.1. Altın Paraşüt	43
1.5.2. Zehir Hapları	44
1.5.3. Ana Sözleşme Değişiklikleri.....	44
1.5.4. Yeşil Mektup	45
1.5.5. Diğer Yöntemler.....	45
2. BİRLEŞME VE SATINALMA NEDENLERİ	47
2.1. Ölçek ve Faaliyet Ekonomileri.....	50
2.2. Sinerjik Etkiler	52
2.3. Çeşitlendirme	55
2.4. Finansal ve Vergisel Avantajlardan Faydalanmak	56
2.5. Diğer Unsurlar	57
3.BİRLEŞME VE SATINALMALARIN FİNANSAL AÇIDAN DEĞERLENDİRİLMESİ	65
3.1. Birleşme ve Satınalmalarda Prim ve Prime İlişkin Özellikler.....	65
3.2. Birleşme ve Satınalmalarda Değerleme	69
3.2.1.İndirgenmiş Nakit Akımları.....	70
3.2.2. Fiyat/Kazanç Oranı	75
3.2.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri	77
3.3. Birleşme ve Satınalmaların Finansmanı	78
3.4.Birleşme ve Satınalmaların Değer Yaratma Özellikleri.....	90
3.4.1 Birleşme ve Satınalmaların Değer Yaratımı ile İlgili Genel Özellikler.....	90
3.4.2. Birleşme ve Satınalmaların Alıcı Firma ve Hedef Firma Açısından Değer Yaratma Özellikleri.....	103
3.4.3. Birleşme ve Satınalmaların Sınır Ötesi ve Yerel Olma Açısından Değer Yaratma Özellikleri.....	141
3.4.4. Birleşme ve Satınalmaların Hizmet Sektörü ve Üretim Sektörü Açısından Değer Yaratma Özellikleri.....	161
3.4.4.1 Birleşme ve Satınalmaların Hizmet Sektörü Açısından Değer Yaratma Özellikleri.....	161
3.4.4.2 Birleşme ve Satınalmaların Üretim Sektörü Açısından Değer Yaratma Özellikleri.....	178

4. TÜRKİYE’DE BİRLEŞME VE SATINALMALAR.....	181
4.1. Türkiye’de Birleşme ve Satınalmalar ile İlgili Yasal Düzenlemeler	181
4.1.1. Türk Ticaret Kanunu Açısından Firma Birleşmeleri	181
4.1.2. Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Firma Birleşmeleri	184
4.1.3. Rekabet Hukuku Açısından Firma Birleşmeleri	190
4.1.4. Vergi Hukuku Açısından Firma Birleşmeleri	192
4.2. Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satınalmalar	195
4.3. Araştırma.....	203
4.3.1. Araştırmanın Kapsam ve Verileri.....	203
4.3.2. Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi ve Analizi	204
4.3.2.1. Birleşme ve Satınalmaya Konu Olan Firmaların Hisse Senetlerinin Verilerinin Hazırlanması.....	204
4.3.2.2. Aşırı Getirilerin Hesaplanması	205
4.3.3. Hipotezler.....	208
4.3.4. Araştırmada Kullanılan Test Yöntemi	209
4.3.5. Bulgular.....	210
SONUÇ	221
EKLER	226
KAYNAKÇA.....	279

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1.1:	Birleşme ve Satınalmalarda Öne Çıkan Önemli Faktörlerin Kazançlar Üzerine Etkileri.....	12
Tablo 1.2:	Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Birleşme Dalgaları	37
Tablo 3.1:	Serbest Nakit Akışının Unsurları ve Değer Belirleyicileri	72
Tablo 3.2:	İndirgenmiş Nakit Akımlarındaki Üç Değerleme Yaklaşımı.....	73
Tablo 3.3:	Tahmini Getiri Hesaplama Yöntemleri	95
Tablo 3.4:	Birleşme ve Satınalma'da Başarı ve Başarısızlık Nedenleri ve Önem Dereceleri	101
Tablo 3.5:	Birleşme ve Satınalmaların Başarısızlık Nedenleri	102
Tablo 3.6:	1973 – 1998 için On Yıllık Zaman Dilimlerinin Duyuru Dönemindeki Aşırı Getirileri	116
Tablo 3.7:	Alıcı Firma Açısından Değer Yaratımı Tahminleri.....	121
Tablo 3.8:	Danışmanlık Firmalarının Birleşme ve Birleşme Sonrası Entegrasyon Sürecine İlişkin Sonuçları	131
Tablo 3.9:	Birleşme ve Satınalmalarda Alıcı Firma Pay Sahiplerinin Getirilerini Hesaplamaya Dönük Olarak Yapılan Çalışmalar	134
Tablo 3.10:	Birleşme ve Satınalmalarda Hedef Firma Pay Sahiplerinin Getirilerini Hesaplamaya Dönük Olarak Yapılan Değerlendirmeler	137
Tablo 3.11:	Birleşme ve Satınalmalarda Alıcı ve Hedef Firma Pay Sahiplerinin Getirilerini Hesaplamaya Dönük Olarak Yapılan Çalışmalar.....	138
Tablo 3.12:	Geçmişte Yapılan Bazı Uluslararası Olay Çalışmalarının Özeti.....	160
Tablo 3.13:	Banka Birleşmeleri Üzerine Yapılan Olay Çalışmalarının Karşılaştırması.....	173
Tablo 4.1:	2002 – 2005 Döneminde Türkiye'de Gerçekleşen Birleşme Ve Satınalmaların İşlem Adetleri, İşlem Değeri Belirtilen Firma Sayısı ve Değerleri	197
Tablo 4.2:	2005 Yılında Türkiye'de Gerçekleşen On Büyük İşlem.....	199
Tablo 4.3:	Türkiye'deki Birleşme ve Satınalma Faaliyetlerinde Alıcı Ülkelerin İşlem Adedi ve İşlem Değeri Açısından Payları	200
Tablo 4.4:	Alıcı Firma için Ortalama Aşırı Getiriler.....	211
Tablo 4.5:	Alıcı Firma için Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler.....	213
Tablo 4.6:	Hedef Firma için Ortalama Aşırı Getiriler	215
Tablo 4.7:	Hedef Firma için Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler	216
Tablo 4.8:	Alıcı ve Hedef Firmalar için Çeşitli Olay Pencereleeri Kapsamındaki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler	220

GRAFİK LİSTESİ

	Sayfa No.
Grafik 1.1: Mega-Birleşmelerin Son Dönemdeki Küresel Dalgalanması	38
Grafik 4.1: Alıcı Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Ortalama Aşırı Getiriler	212
Grafik 4.2: Alıcı Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler	213
Grafik 4.3: Hedef Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Ortalama Aşırı Getiriler	215
Grafik 4.4: Hedef Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler	217
Grafik 4.5: Alıcı ve Hedef Firmalar İçin (-40,+40) Olay Penceresindeki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler	217

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 2.1: Birleşme Faaliyetlerinin Korumacıdan Agresife Sıralaması	49
Şekil 2.2: Ölçek Eğrisi	51
Şekil 2.3: Alıcı ve Hedef Firma Değerleri	61
Şekil 2.4: Birleşme ve Satınalmaların Nedenleri	63
Şekil 3.1: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	71

KISALTMALAR

AMEX	American Stock Exchange
AG	Aşırı Getiri
AR	Abnormal Return - Aşırı Getiri
BD	Bugünkü Değer
CAR	Cumulative Abnormal Return - Kümülatif Aşırı Getiri
EKD	Ekonomik Katma Değer
FTSE	Financial Times Share Exchange
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GVK	Gelir Vergisi Kanunu
HHI	Herfindahl-Hirschman Endeksi
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
İVO	İç Verim Oranı
KAG	Kümülatif Aşırı Getiri
KI	Kârlılık İndeksi
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
NAFTA	Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
NASDAQ	National Association Of Securities Dealers Automated Quotations
NBD	Net Bugünkü Değer
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization For Economic Cooperation And Development (Avrupa İşbiliği Ve Geliştirme Organizasyonu)
OLS	Ordinary Least Squares Method – En Küçük Ortanca Kareler Yöntemi
RKHK	Rekabetin Koruması Hakkında Kanun
ROA	Return On Assets - Aktiflerin Kârlılığı
ROE	Return On Equity - Özsermaye Kârlılığı
Serpk	Sermaye Piyasası Kanunu
SNA	Serbest Nakit Akışları
TTK	Türk Ticaret Kanunu
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları

GİRİŞ

İçinde bulunduğumuz yüzyıl, özellikle küreselleşme kavramı çerçevesinde büyük bir yeniden yapılanma süreci yaşatmaktadır. Yaşanan değişimden her birey ve her kurum ister istemez etkilenmektedir. Değişim ve gelişimi takip ederek varlıklarını sürdürülebilir kılmaya çalışan ülkeler için yurttaşların, firmalar için ise firma ilgililerinin bu değişim ve gelişimi iyi anlamaları -ister içinde bulunmayı tercih edenler ister tamamen dışında olmayı savunanlar için- gerekli görülmektedir.

Küreselleşme ile beraber çeşitli unsurların adı sıkça anılır olmaktadır. Serbestleşme (deregülasyon) bahsedilen kavramlar içerisinde öne çıkan unsurlardan birisidir. Serbestleşme, ekonomik olarak önce mal sonra da sermaye hareketlerinin serbest dolaşımının hızlanması ile beraber, firmalar üzerinde büyük etkiler oluşturmaktadır. Küresel sermaye bugün kolaylıkla çeşitli piyasalara girerek, reel piyasaların ve sermaye piyasalarının yönünü önemli ölçüde belirleme gücüne kavuşmuş bulunmaktadır. Tüm bunların, teknolojinin yaşadığı inanılmaz değişim ve gelişimin desteği ile gerçekleştiği görülmektedir. Bu yapılanma içerisinde teknolojinin, oldukça önemli etkilerinin varlığı bir gerçektir.

Bugünün katı rekabet koşullarında varlıklarını devam ettirmek isteyen firmaların sadece kendi piyasaları içerisinde değil ama uluslararası piyasalarda da yer bulabilmeleri oldukça önemlidir. Ancak bu sayede -en azından- yerel rakiplerine karşı çeşitli üstünlüklere sahip olmaktadır. Firmaların uluslararası piyasalarda kendini gösterebilmesinin bir yolu da birleşme ve satınalmalardır. Bilindiği üzere, geçmiş dönemlerde de çeşitli güdüler ile çok sayıda dalgalar halinde yaşanan birleşme ve satınalmaların, geçen yüzyılın sonundan itibaren tekrar yükselen bir eğilim içerisinde bulunduğu görülmektedir.

Son birleşme dalgasını diğerlerinden ayıran önemli unsurlardan biri, ABD dışında başkaca ülkelerin de bu piyasada güçlü bir şekilde ön plana çıkmaları olmuştur. Özellikle reel ve parasal entegrasyon sürecinde atılan büyük adımlarla Avrupa'da başlayan bu yoğunluk, Asya ülkelerinde de kendini göstermektedir. Böylelikle Dünya

apında büyük bir birleŖme ve satınalma dalgası karŖımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla küresel boyutta, yerel ve sınır ötesi birleŖme ve satınalma faaliyetlerindeki büyük artıŖ, bu dönemin önemli özelliği olarak ifade edilebilmektedir. Sektörel olarak bakıldığında, bu dönemde daha çok teknolojiye dayalı alanlardaki birleŖme ve satınalmaların gerekleŖmesi yine döneme özgü unsurlar arasında yer almaktadır. Bankacılık, finans, telekomünikasyon, sağlık ve bilgi teknolojisi gibi sektörlerde gerekleŖen özellikle uluslararası boyuttaki birleŖme ve satınalmalar, gerek parasal büyüklük gerekse anlaŖma sayısı anlamında önemli bir kapasiteye iŖaret etmektedir.

YaŖanan geliŖmeler ve bu alanda daha da büyük bir geliŖme potansiyelinin varolma beklentisi, ülkemizdeki birleŖme ve satınalmalar konusuna geniŖ bir aı ve derin bir perspektiften bakılmasını gerekli kılmaktadır. Zira, konu kapsamında Türkiye’de yapılan alıŖmalar hala oldukça sınırlı bulunmaktadır. Ülkemizde bu anlamda derin bir literatürün oluŖturulamadıđı açıktır. Oysa özellikle sınır ötesi birleŖme ve satınalmaların, geliŖmekte olan ülke piyasalarına olumlu etkileri olduğu, yapılan alıŖmalarda ortaya konan önemli sonuçlardandır.

Elbette ki, bu kapsamda bazı “olumsuz” sonuçlar ile karŖılaŖılmıŖ ya da belki de karŖılaŖılacaktır. Ancak baŖta da ifade edildiği Ŗekli ile, kreselleŖme özellikle de finansal piyasalar açısından firmaları bu boyutta anlaŖmalarda bulunmaya zorlayan bir yapı içerisinde bulunmaktadır. Ülkemizin geniş bir sermaye piyasasına sahip olması ve sahip olduğu potansiyelinin fark edilmesi ile bu alanda dikkat çekici bir konumu bulunmaktadır. Son yıllarda özellikle bankacılık ve finans alanında oldukça yoğun olarak gözlenen yabancılar tarafından gerekleŖtirilen satınalmalar önemli bir kanıt niteliğindedir. Açıklanan Ŗartlar sonucunda, birleŖme ve satınalmaların ülkemizde en çok uygulamasının grldğu finansal hizmetler sektöründeki durumunun ortaya konması amacı ile analiz yapma gereği hissedilmiŖtir. alıŖma, bu kapsamda oluŖturulmuŖtur.

alıŖmanın ilk bölümünde genel olarak firmaların büyüme stratejileri üzerinde durularak, bir dıŖsal büyüme stratejisi olan birleŖme ve satınalmalar hakkında kavramsal alt yapı oluŖturulmaktadır. Bu kapsamda birleŖme ve satınalmaların genellikle birbiri yerine kullanılan ve karıŖtırılan iki kavram oldukları ancak temel bazı noktalarda önemli farklılıklar taŖıdıkları öncelikle açıklanmaktadır. BirleŖmede özetle, iki

firmanın bir firma bünyesinde bir araya gelmesi ve hedefte bulunan firmanın tamamen tasfiye edilerek tüm aktif ve pasifi ile alıcı firmaya katılması söz konusu olmaktadır. Buna karşın satınalmada ise alıcı durumundaki firmanın hedef firmayı ayrı bir firma olarak devam ettirme veya yeniden yapılandırarak satma gibi alternatif yatırım tercihlerinin üzerinde durulmaktadır. Ardından, faaliyetin işleyiş süreci açıklanmaktadır. Başarılı bir birleşme sürecinin safhaları üzerinde durulmaktadır. Daha sonra birleşme ve satınalma dışındaki diğer stratejiler belirtilmektedir. Belirtilen kimi stratejilerin birleşme ve satınalmalar ile benzerlik ve farklılıklarına değinilerek kıyaslamalara yer verilmektedir. Birleşme ve satınalmaların gelişim sürecinin açıklandığı kısımda faaliyetlerin dönemsel olarak nasıl özelliklere sahip oldukları, dalgalar halinde ortaya çıkan bu faaliyetlerin çeşitli dönemsel neden ve sonuç ilişkileri üzerinde durulmaktadır. Bunun yanında firmaların birleşme ve satınalmalara karşı korunma yöntemlerinden bahsedilerek hedef firmaların, alıcı firmaların kendileri hakkında dostça olmayan projelerine karşı alabilecekleri alternatif önlemler üzerinde durulmaktadır.

İkinci bölümde, üretim maliyetlerini azaltırken çıktı miktarlarını arttırmak isteyen ve bunu gerçekleştirirken de teknolojik gelişmelerden destek alarak ürün kalitesinden ödün vermek istemeyen firmaları, amaçlarına ulaşmak için tercih edebilecekleri dışsal büyüme stratejilerinden biri olan birleşme ve satınalma faaliyetlerine iten nedenler üzerinde durulmaktadır. Özellikle firma değerini yükseltme hedefi olan firmaların birleşme ve satınalmalar sayesinde, ölçek ve faaliyet ekonomilerinden faydalanmaları, bir araya gelme sonucunda sinerjik kazançlar elde etmeleri, finansal açıdan daha etkin bir yapıya kavuşmaları bahsedilen nedenler arasındaki en önemli unsurları oluşturduğu görülmektedir.

Üçüncü bölümde birleşme ve satınalmaların, genel bir işletme bakış açısından ziyade, spesifik bir açıdan değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bu kapsamda birleşme ve satınalmalara finansal açıdan yaklaşılmaktadır. Değerleme yöntemleri, prim ve bu konuya ilişkin unsurlar, birleşme ve satınalmaların finansman yöntemleri üzerinde durularak uygulama alanına genel bir bakış oluşturulup, bu faaliyetlerin değer yaratma özellikleri üzerinde durulmaktadır. Değer yaratma özellikleri birden fazla bakış açısı ile değerlendirilmektedir. Öncelikle birleşme ve satınalma faaliyetlerine taraf olan alıcı ve hedef firmalar açısından yapılan değerlendirmelere değinilmektedir. Diğer yandan oldukça önemli olduğu düşünülen yerel ve sınır ötesi birleşme ve satınalmaların değer

yaratma analizleri üzerinde durulduktan sonra sektörel olarak yapılan analizlerden elde edilen sonuçlar üzerinde durulmaktadır.

Çalışmanın son bölümü, Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satınalmalar boyutunda ele alınıp değerlendirilmektedir. Bu kapsamda değerlendirmeye, birleşme ve satınalmaların ülkemizdeki yasal alt yapısı ile başlanmaktadır. Yasal düzenlemeler boyutunu takiben, Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satınalmaların genel değerlendirmesi yapılarak, işlemlerin özellikleri üzerinde durulmaktadır. Değerlendirmeler sırasında bu konuda oluşturulmuş ayrıntılı bir veri tabanının mevcut olmaması, analizin yapılmasını oldukça güçleştirmiştir. Bazı özel sektör kurumları tarafından hazırlanan raporların ülkemizde birleşme ve satınalma literatürüne önemli katkılar sağladığı belirtilmelidir. Ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satınalmalar, gerek işlem adedi gerekse işlem hacmi olarak son dönemde büyük bir yükseliş içinde bulunsa da, küresel olarak değerlendirildiğinde oldukça sınırlı kaldığı, ancak yine de piyasada büyük bir potansiyelin mevcut olduğu analizler sırasında dikkat çekici bir özellik olarak görülmektedir. Nihayet, birleşme ve satınalmaların ülkemizdeki boyutu özetlendikten sonra, araştırma konumuz olan finansal hizmetler sektöründeki birleşme ve satınalmaların hissedar değeri yaratma özelliklerinin analizi gerçekleştirilmektedir.

1. FİRMA BİRLEŞME VE SATINALMALARINA AİT KAVRAMSAL TEMELLER

Birleşme ve satınalmalar, firmaların faaliyetlerinde ve kaynak kullanımlarında etkinliğe ulaşabilmek, yerel ve sınır ötesi piyasalarda varolabilmek, etkili olabilmek, rekabet dünyasında yer edinebilmek ve varsayımsal olarak ortaya konan sonsuz ömre ulaşılmasa da bu duruma yaklaşmak amacıyla hizmet eden önemli bir araç olarak görülmektedir. Dolayısıyla, konunun özünü oluşturan kavramların iyi tanımlanması, anlaşılması ve ayrıntılı analizinin yapılması gerekli görülmektedir. Firmaların dışsal büyüme stratejilerinden olan birleşme ve satınalmaların tanımlamalarının ardından, teorik tartışmaların alt yapısını oluşturan anahtar unsurlar ve adımlar üzerinde durulması gerektiği düşünülmektedir. İlk bölüm, bu çerçeveyi oluşturabilme amacıyla yönelik olarak oluşturulmaktadır.

1.1. FİRMALARIN BÜYÜME STRATEJİLERİ

Son yıllarda, Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler, çok sayıda firmanın büyümeye yönelik stratejilere önem vermesine neden olmaktadır. Firmaların büyüme kararlarının, süreklilikleri ve pay sahiplerinin getirilerini etkileyen önemli bir unsur olarak görüldüğü kabul edilmektedir.¹ Büyüme, birçok firma için başarı elde etmenin ve varlığını sürdürebilmenin bir yolu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu stratejinin, 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.²

Büyüme, kendine özgü birçok avantajı beraberinde getirmektedir. Büyüme sonucunda, büyük miktarlarda üretimin yapılması veya hizmet verilen alanın genişlemesi ile birim başına maliyetlerin azalması mümkün olabilmektedir. Büyüyen

¹ Kees COOLS, Kermit KING, Chris NEENAN, Miki TSUSAKA, **Growing Through Acquisitions the Successful Value Creation Record of Acquisitive Growth Strategies**, The Boston Consulting Group, May 2004, s. 6.

² Dean PAXSON, Douglas WOOD (Ed.), **Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance**, Blackwell Business, 1998, s.93.

firmaların bu sayede, mal veya hizmetlerini daha düşük fiyattan daha fazla satarak kârlarını arttırma olanağı ortaya çıkabilecektir. Diğer yandan, büyümenin birtakım riskleri bünyesinde barındırdığı gözden kaçırılmamalıdır. Bu risklerin belirlenmesi ve kontrol altına alınması güçlükler taşımaktadır. Dolayısıyla büyüyen firmanın yönetim kademelerine, iyi seçilmiş, motive edilmiş ve görev delege edilebilecek yöneticilerin getirilmesinin ve bu kişilerin firmaya rehber edilmelerinin yararlı olacağı düşünülmektedir.³

Firmanın piyasa değerlerini ve buna bağlı olarak hissedarların servetlerini ençoklamak amacıyla olan firmaların en önemli araçlarından birinin büyüme olduğunu ifade etmek mümkündür.⁴ Büyüme, içsel büyüme ve dışsal büyüme olmak üzere iki grupta sınıflandırılmaktadır. İlkinde, firmanın faaliyet süreci boyunca oluşturduğu veya dışarıdan sağladığı fonlar yardımı ile girişilen başarılı projeler sayesinde meydana gelen büyümeden bahsedilmektedir. Dışsal büyüme stratejilerinde ise, bir firmanın diğer firmanın ya da firmaların tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek ya da yönetimlerini denetim altına alarak büyümesi söz konusu olmaktadır.⁵ Dışsal büyüme stratejilerinin birçok yöntemi bulunmaktadır. Birleşme ve satınalmalar, ortak girişim, stratejik işbirlikleri, diğer firmalarda mevcut yatırımlar, özel anlaşmalar gibi yöntemler en sık kullanılan stratejiler olarak bilinmektedir. Bunların arasında öne çıkan dışsal büyüme stratejisi olarak, birleşme ve satınalmaların geldiği görülmektedir.

İçsel büyüme stratejilerinin birçok olumlu sonucu bulunmaktadır. Öncelikle, içsel büyümeden yüksek getiri beklenmektedir. Bunun yanında, firma kültürü veya uygulamalar açısından bakıldığında ise, dışsal büyüme stratejilerinde karşılaşılan sorunların burada yaşanmadığı görülmektedir. Ancak içsel büyümelerin en önemli olumsuzluğu, iş dünyasının tahammül edemeyeceği kadar uzun zaman almakta olmasıdır. Ayrıca, çoğu zaman dışarıdan yardım almanın da şart olduğu görülmektedir.⁶ Bu nedenle firmaların büyüme kararlarında dışsal büyümelerin daha önemli bir yeri olduğu düşünülmektedir.

³ Charles A. SCHARF, Edward E. SHEA, George C. BECK, **Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers, A Handbook with Forms**, 4. Edition, Prentice Hall, 1991, s. 1.

⁴ Orhan ÇELİK, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s. 7.

⁵ James C. VAN HORNE, **Fundamentals of Financial Management**, Sixth Edition, Prentice-Hall, 1986, s. 600.

⁶ J. Fred WESTON, Samuel. C. WEAVER, **Mergers and Acquisitions**, McGraw Hill Executive MBA Series, McGraw – Hill Inc., 2001, s. 131.

Firmaların karşı karşıya kaldıkları büyüme stratejileri alternatifleri ve bunların olumlu ve olumsuz yönlerine değinilmesinin ardından dışsal büyüme stratejilerinin başta gelen yöntemlerinden olan ve konumuzu oluşturan birleşme ve satınalmalar hakkında ayrıntılı açıklamalar, izleyen ayırımında sunulmaktadır.

1.2. BİRLEŞME VE SATINALMALAR AİT TEMEL KAVRAMLAR

Firmaların ömürleri boyunca zaman zaman faaliyetlerinde genişlemeler, daralmalar veya varlıklarında ya da sahiplik yapılarında değişmelerin meydana gelmesi kaçınılmazdır. Birleşmeler, satınalmalar ve diğer dışsal büyüme stratejileri, bu değişken yapılanmanın araçları arasında yer almaktadır. Birleşme, satınalma ya da devralma terimlerinin birbiri içine geçmiş olduğu görülmektedir. Satınalma ve devralmalar temelde aynı unsurları kapsamaktadır. Her ikisi de bir firmanın diğer bir firmayı kontrolü altına alması anlamına gelmektedir. Kontrol altına alma, satınalınan firmanın pay senetlerinin çoğunluğunun elde edilmesi yolu ile olmaktadır. Birleşmeler de ise, iki ya da daha fazla bağımsız firmanın aynı kontrol yapısı içerisinde bir araya gelmesi söz konusudur. Genellikle diğerine göre daha küçük olan firmanın kaynakları daha büyük firmanın kaynakları ile biraraya getirilmektedir. Burada, tanımlanması gereken iki taraf olduğu görülmektedir. Birincisi satınalan firmadır. Adından da anlaşılacağı üzere alıcı firma, birleşme faaliyetinde bir başka firmayı alma girişiminde bulunan taraftır. Diğer taraf ise, hedef firmadır. Satınalma girişiminde bulunan firmanın, bir anlamda, peşinde olduğu firma hedef ya da satınalınan firmadır.⁷

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin genellikle dört tip alıcı tarafından yürütülmektedir. Bunlar, yerel alıcılar, yabancı alıcılar, finansal alıcılar ve zorluğa düşen firmaları elde etmeye yönelik alıcılar şeklinde sınıflanabilmektedir. Tipik bir yerel alıcı, faaliyetlerini genişletip, rekabetçi gücünü yükselterek, kazancını arttırmak amacı ile satınalma faaliyetinde bulunmaktadır. Hedefi, büyümek, genişlemek, pazar payını arttırmak ve sinerji yaratabilmektir. Yabancı alıcılar, verimliliğinin artırılması ile ilgili konularında yerel alıcılar ile benzerlikler göstermektedir. Ancak, sınır ötesi satınalma

⁷ Lawrence J. GITMAN, Roger JUCHAU, Jack FLANAGAN, Ken PEARSON, Michael CLEMENS, **Principles of Managerial Finance**, Second Edition, Addison Wesley Longman Australia Pty Limited, 1998, s.803.

faaliyetlerinde işlerin, yerel piyasanın dışında da büyütülmesi hedefi bulunmaktadır. Yabancı alıcılar için -hükümet desteğine sahip olabilmek gibi- bazı avantajlı durumlar söz konusu olabildiği gibi, döviz kurları veya vergiler ile ilgili birtakım olumsuzluklar ile karşılaşılması mümkün olabilmektedir. Dolayısıyla fayda – maliyet analizi yapılması, sorunların azalmasına büyük katkı sağlayacaktır. Üçüncü kategoride yer alan finansal alıcılar, firmaların satın alınması için kurumsal fon havuzunda yatırımları bulunan bir grup bireysel yatırımcının yatırımlarını organize etmektedir. Alıcıların, elde edilen firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları ile borcunu bu yatırımcılara geri ödemesi beklenmektedir. Son grup ise, yerel, yabancı ve finansal alıcıların hepsinin özelliklerini bünyesinde barındıran bir grup alıcıyı ifade etmektedir. Bu tür alıcılar, özellikle finansal zorluk içinde bulunan firmalara yönelmektedirler. Bu alıcıların sayısında, 1980 ve 90'ların başında ortaya çıkan, firmaların finansal zorluk içine düşmelerde yaşanan yükselişten sonra belirgin bir artış yaşandığı görülmektedir.⁸

Birleşme ve satınalmalarda yer alan taraflar belirtildikten sonra birleşme ve satınalmaların kavramsal tanımlamalarına ayrıntılı olarak bakmak gereklidir. Genel olarak birleşme, iki (ya da daha fazla) firmanın biraraya gelerek daha büyük yeni bir organizasyon oluşturması şeklinde ifade edilmektedir. Yeni firmada, bu firmayı meydana getiren kimi unsurların bir anlamda varlıklarını devam ettirdikleri görülmektedir.⁹ Birleşme faaliyetinde, birbirinden ayrı iki firmanın varlıkları biraraya getirilerek, yasal olarak yeni bir kuruluş oluşturulmaktadır.

Teorik olarak birleşme faaliyetlerinde taraflar, teknik ve yasal gereklilikler hakkında tartışarak anlaşmaya varmaktadırlar. Tarafların çeşitli konuları müzakere etmeleri sonucunda, dostça biraraya gelmeleri ve faaliyetlerine beraber devam etmeleri beklenmektedir. Kimi zaman düşmanca başlayan bu tür faaliyetlerin, defalarca biraraya gelerek konunun müzakere edilmesi ile beraber dostça çözüme ulaştığı vak'aların çok olduğu görülmektedir. Ancak, bazen uygulamada bu beklentilerin olumlu sonuçlanmadığı durumlar ile de karşılaşılabilir. Bu sorun genellikle tarafların, yapılacak anlaşmada daha güçlü ve daha baskın olmak istediğinden kaynaklanmaktadır.

⁸ Hazel J. JOHNSON, **Corporate Finance Manual Mergers And Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision**, Pearson Education Limited, Financial Times, Prentice Hall, 1999, s.107–111.

⁹ Keith WARD, **Corporate Financial Strategy**, Butterworth-Heinemann Ltd., 1995, s.154.

Dolayısıyla, birleşme görüşmelerinin dostça başlamasına rağmen daha sonra düşmanca devam etmesi hatta sona ermesi bile mümkün olabilmektedir.¹⁰

Birleşme, firmaların hisse senetlerinin birleştirilmesi, alım için nakit ödeme yapılması ya da her iki unsurun bileşimi ile iki veya daha fazla organizasyonun biraraya getirilmesi olarak da tanımlanabilmektedir.¹¹ Birleşme faaliyetinde genellikle biraraya 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.¹²

Birleşme, iki şirketin birleşmeyi gündeme getiren şirketin bünyesinde biraraya gelmesi ve hedef şirketin tasfiye edilerek tüm aktif ve pasifinin bünyesinde birleşilen şirketin bilançosuna dahil edilmesidir. İki şirketin çalışma alanlarının ve kuruluş yerlerinin fiziksel bütünleşmeye olanak tanımaması durumunda, birleşme sadece hukuksal olarak da gerçekleştirilebilmektedir. Burada önemli olan nokta, hedef şirketin hukuksal varlığını yitiriyor olmasıdır. Birleşilen şirketin sermayesi, iki şirketin de birleşmeden önce sahip oldukları sermaye olarak, belli oranlarda, birleşilen şirketin hisselerince temsil edilmektedir. Birleşmede, alan şirketin bünyesinde birleşileceğinden, o şirketin tasfiyesine gerek yoktur. Sadece, hedef şirketin hukuki kimliği ortadan kaldırılarak tüm varlık ve kaynakları ile alan şirketin bünyesine katılması ya da her iki şirketin de hukuksal varlıklarını bir holding çatısı altında devam ettirmesi mümkündür.¹³ Birleşmede dağılan firmanın tüm aktif ve pasifleri alıcı firmaya geçtiği için alıcı firma hedef firmanın alacaklarının sahibi ve borçlarının sorumlusu olacaktır. Aynı zamanda hedef firma pay sahipleri, sahiplik oranları nisbetinde yeni firmanın ortaklarıdır.¹⁴

Teknik açıdan birleşme, iki ayrı firmanın tek bir firmanın varlığında bir araya gelmesini ifade etmektedir. Bu anlamda, birçok vak'ada, bir firmanın hisselerinin ortadan kalkması ve diğer firmanın hisselerinin ise varlığını korumasının söz konusu

¹⁰ J. Fred WESTON, Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**, Fourth Edition, Pearson/Prentice Hall, 2004, s. 5.

¹¹ Hazel J. JOHNSON, a.g.e.,s.19.

¹² Steven BISHOP, Robert FAFF, Barry OLIVER, Garry TWITE, **Corporate Finance**, 5. Edition, Pearson/Prentice Hall, 2004, s. 286.

¹³ Cevat SARIKAMIŞ, **Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma Şirket Birleşmeleri**, Avciol Basım Yayın, İstanbul, 2003, s.40-41.

¹⁴ Osman ALTUĞ, Hanifi AYBOĞA, **Örneklerle Uygulamalı Şirket Kuruluşları**, Yasa Yayınları, Bilim/Bilgi Dizisi No. 7, İstanbul, Ağustos 1992, s. 132.

olduğu görülmektedir. Birleşme ile iç içe geçen bir diğer terim de konsolidasyondur. Konsolidasyon, temelde birleşme ile aynı olmasına rağmen, tamamen yeni bir varlığın ortaya konması aralarındaki tek farkı oluşturmaktadır. Ancak, birleşme için geçerli tüm kuralların konsolidasyon için de geçerli olduğunu belirtmek yerinde olacaktır.¹⁵ Konsolidasyonda, her iki taraf varlığını kaybederken, kurulan yeni firma, yeni bir ad, yeni bir yönetim kurulu ve yeni bir yönetim takımına sahip olmaktadır.¹⁶ Bu yöntemde, biraraya gelmesi kararlaştırılan şirketlerin tasfiye edilerek, aktif ve pasiflerinin yeni kurulan şirket bünyesinde toplanması söz konusudur. Böyle bir faaliyetin konsolidasyon sayılabilmesi için, biraraya gelecek olan şirketlerin ya aynı ya da birbirini tamamlayacak alanlarda faaliyet göstermeleri gerekmektedir.¹⁷

Diğer bir tanıma göre birleşme, nisbi olarak karşılaştırılabilir yapıya sahip iki varlığın biraraya gelmesi ve her bir firmanın en iyi unsurlarının alınması yolu ile yeni bir organizasyonun oluşturulmasıdır.¹⁸ Başka bir ifade ile birleşme, biraraya gelmiş olan iki (ya da daha fazla) firmanın, varlıklar esas alınarak konsolide edilen sermayelerinin getiri oranının yükseltilmesi amacıyla yönelik bir faaliyet olarak ifade edilmektedir.¹⁹ Lazaridis, birleşme ve satınalma terimleri arasında önemli bir farkın olmadığını, farklılığın temelini psikolojik olduğunu belirtmektedir. Bunun nedeni olarak da, "satınalma" teriminin, içerisinde "kazanan" ve "kaybeden" tarafları barındırmakta olduğunu ifade etmektedir.²⁰

Taslak UFRS 3 birleşmeyi, bir işletmenin (iktisap eden) diğer bir veya birden fazla işletmenin (iktisap edilen) kontrolünü elde etmesine neden olan bir işlem veya bir olay olarak açıklamaktadır. Kontrolü sağlayan işlem ve olaylar çok çeşitli olabilmekte ve hatta, bir bedelin transferi gerçekleşmeden bile bir birleşmeden bahsedilebilmektedir.²¹

¹⁵ Stephen A. ROSS, Spencer C. THOMPSON, Mark J. CHRISTENSEN, Randolph W. WESTERFIELD, Bradford D. JORDAN, **Fundamentals of Corporate Finance**, First Australian Edition, The McGraw - Hill Companies, 1994, s. 725.

¹⁶ Joseph P. OQDEN, Frank C. JEN, Philip F. O'CONNOR, **Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies**, Prentice Hall, 2003, s. 546.

¹⁷ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 41.

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

¹⁹ Ian R. HARPER, "Policy Forum: Merger Policy in Australia, Mergers in Financial Services: Why the Rush?", **The Australian Economic Review**, Vol. 33, No.1, March 2000, s. 68.

²⁰ Ioannis T. LAZARIDIS, "Impact of Mergers and Acquisitions of Banks in Greece: Empirical Research Findings", **Journal of Financial Management and Analysis**, Vol. 16, Iss. 2, 2003, s. 28.

²¹ Aydın KARAPINAR, **Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (IFRS Taslak 3) Göre İşletme Birleşmeleri**, Gazi Kitabevi, Eylül 2006, Ankara, s. 80.

Bir firmanın bir ya da birden çok firmayı alması durumunda, bu faaliyet satınalma olarak adlandırılmaktadır. Bu işlemde, hedef firma hisselerinin bir kısmının, tamamının ya da varlıklarının önemli bir kısmının alıcı firma tarafından satın alınması sözkonusudur. Satın alınan firmanın yapısında bazı örgütsel, finansal ve teknik değişiklikler gerçekleşmektedir. Bu yapısal değişikliğin amacı, firmanın teknik ve finansal gücünün artırılmasıdır.²² Satın alınan şirketin önünde, hedef şirketi ayrı bir şirket olarak devam ettirmek, rehabilite ederek satmak veya tasfiye ederek aktiflerini ayrı ayrı satıp kazanç sağlamak gibi seçenekler bulunmaktadır.²³ Satınalma işlemi, nakit karşılığı ya da nakit dışında başka bir çeşit servet karşılığında gerçekleştirilebilmektedir.²⁴ Satınalma işleminin tam karşılığı kısaca, (hedef) firmayı satın alarak onu kontrol etme hakkına sahip olabilmektedir.²⁵

Genellikle alım faaliyetine taraf olan firmalardan biri daha büyük ise birleşme, satın alma adını almaktadır.²⁶ Birleşme faaliyetinde bulunan birçok firma arasında gerçek anlamda bir benzerlik olmamasından dolayı, ortaya çıkan bu durum aslında satın alma faaliyetine karşılık gelmektedir.²⁷ Ancak bazı tanımlamalarda, birleşme anlaşmasında feshedilen firmanın pay sahiplerinin, bu firmayı alarak faaliyetine devam eden firmadan hisse senedi ya da nakit olarak bir karşılığa sahip olduklarını, alan firmanın ise, bu ödeme karşılığında feshedilen firmanın varlıklarına (ve kaynaklarına) sahip olduğunu ifade ederek, birleşme ve satınalma terimlerinin aynı anlamda kullanıldığı görülmektedir.²⁸

Birleşme ve satınalma faaliyetleri, sağlayacakları değer açısından temelde üç ana kategoride incelenmektedir: Bunlar şu şekilde belirtilmektedir:²⁹

- i. Sinerji; gerek alıcı gerekse hedef firma için değer yaratımının temel kaynağı olarak görülmektedir.

²² Niyazi BERK, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, 6. Baskı, İstanbul, 2002, s.448.

²³ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s.45.

²⁴ Haluk SÜMER, E. Handan SÜMER GÖĞÜŞ, Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), "Füzyonlar ve Muhasebe Yöntemlerinde Meydana Gelen Gelişmeler", **Şirket Birleşmeleri** içinde, ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, s.365.

²⁵ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A SIU, **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**, Prentice Hall, Second Edition, 1998, s. 732.

²⁶ Hazel J., JOHNSON, a.g.e., s. 45.

²⁷ Keith WARD, a.g.e., s.154.

²⁸ Joseph P. OQDEN, Frank C. JEN, Philip F. O'CONNOR, a.g.e., s. 546.

²⁹ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.83 – 84.

- ii. Aşırı fiyat teklifi (hubris - winner's curse)*; alıcı firmanın hedef firmaya değerinde ödeme yapması durumudur. Burada alıcı firma değer kazanamazken hedef firma değer elde etmiş olur. Ancak topyekûn değer yaratılıp yaratılmadığına bakıldığında, toplam değer genellikle sıfır ya da sıfıra yakın olduğu görülmektedir.
- iii. Temsil sorunu; bu sorun yöneticilerin, firmanın ve dolayısıyla pay sahiplerinin çıkarları yerine, kendi çıkarlarını ön sıraya koymalarından kaynaklanmaktadır. Hedef firma kazançlı olsa da, alıcı firmanın uğradığı büyük kayıplar sonucunda toplam değerde azalmalar kaçınılmaz olmaktadır.

Yukarıda açıklanan üç temel unsurun kazançlar üzerindeki etkisi Tablo 1.1.'de daha net ortaya konmaktadır:

Tablo 1. 1.
Birleşme ve Satınalmalarda Öne Çıkan Önemli Faktörlerin Kazançlar Üzerine Etkileri

FAKTÖR	(1) Toplam Değer	(2) Hedefin Kazançları	(3) Alıcının Kazançları
I. Sinerji	+	+	+
II. Aşırı Fiyat Teklifi	0	+	-
III. Temsil Sorunu	-	+	-

Kaynak: J. Fred Weston, Samuel C. Weaver, **Mergers And Acquisitions**, The Mcgraw-Hill Executive MBA Series, Mcgraw-Hill, NY,2001, S. 84.

Bu noktada sinerji üzerinde durmak gereklidir. Firmalar biraraya gelerek, tek tek gerçekleştirdikleri faaliyetleri sonucu yarattıkları değerlerin toplamından daha çok değer yaratmış ise, sinerji ortaya çıkmış demektir. Bir diğer ifade ile sinerji, iki şirketin biraraya getirilmesi sonucu, parçaların ayrı ayrı toplanmasından daha değerli bütünleşmiş bir iş yaratılmasıdır³⁰ Ya da birleşen firmanın kazancının orijinal firmaların kazançları toplamından daha fazla olması durumunda ortaya çıkmaktadır.³¹ Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde ortaya çıkan sinerji, temelde şu unsurlardan kaynaklanmaktadır:³²

* Aşırı Fiyat Teklifi: Yöneticilerin biraraya gelen yeni varlığın sinerjik kazançları hakkında aşırı iyimser olması nedeni ile bu yeni oluşumun gelecekteki performansı hakkında büyük beklentiler içinde olması durumudur. Bknz. Albert BANAL-ESTANOL, Jo SELDESLACHTS, Merger Failures, Discussion Paper, SP II 2005 – 09, Berlin, April 2005, s. 5.

³⁰ Patrick A. GAUGHAN, "Is Merger Mania Still a Good Thing?", **The Journal of Corporate Accounting & Finance**, Vol. 12, Iss.2, January/February 2001, s.4.

³¹ Allen MICHEL, Israel SHAKED, "Evaluating Merger Performance", **California Management Review**, Vol. XXVII, No. 3, Spring 1985, s. 109.

³² Stephen R. GOLDBERG, Joseph H. GODWIN, "Your Merger: Will It Really Add Value", **Journal of Corporate Accounting&Finance**, Vol. 12, Iss. 2, 2001, s.29.

- i. Firmanın içeriden güçlendirilmesi,
- ii. Ölçek ekonomileri sayesinde maliyetlerin azaltılması,
- iii. Teknoloji transferinden doğan faydaların sağlanması.

Değer artışlarının temel kaynağının, genel olarak etkinlik kazançlarından kaynaklandığı belirtilmektedir. Sinerji ya da etkinlik kazançlarının detaylı bir listesi Ek 1’de ayrıntıları ile ifade edilmektedir.³³

Değer yaratımının sinerji dışında da kaynakları olduğu bilinmektedir. Öne çıkan faktörden birisi, değerli yatırımlar, diğeri ise yöneticiler ve çalışanlar tarafından sahipliğin paylaşılması ile ilişkilidir. Değerli yatırımlar, pozitif getiri oluşturma olasılığı olan yatırımlardır. Alıcı firmanın, düşük defter değeri/piyasa değeri oranına sahip -ucuz- bir firmayı satınması halinde, değer yaratımı meydana gelmektedir. İkinci faktörde ise alıcı firmaların pay sahiplerinin getirilerinin, sahiplik yapısı ile ilişkisine değinilmektedir. Burada, borçlanarak satınalma (leveraged buyout - LBO) ya da firma yönetiminde bulunan kişilerce satınalmanın (management buyout - MBO), alıcı firma için değer yaratıcı özellikleri olduğu ifade edilmektedir. Değer oluşumunu sağlayacak getirilerin, borçlanmanın oluşturduğu vergi tasarrufları ve amortisman kalkanından meydana geleceği ifade edilmektedir. Birleşme sonucunda oluşacak yeni yönetim aracılığı ile, faaliyetlerde ve etkinlikte gelişmelerin olacağı beklentisinin bulunduğu belirtilmektedir. Bu sayede değer yaratımı beklentisi yaratılmış olmaktadır.³⁴

Birleşme ve satınalma faaliyetleri, rekabet avantajına da katkıda bulunmaktadır. Bu sayede hem alınması istenilen (hedef) firma hem de alıcı firma kazanç elde ederken, toplam değer de artması beklenmektedir. Ancak, yukarıda da ifade edildiği gibi, hedef firmaya yapılan ödemenin değerinin üzerinde olması durumunda, bu beklentinin gerçekleşmesi mümkün olmayacaktır.³⁵ Bunun yanında, birleşme ve satınalmaların, faaliyet ve ölçek ekonomilerinden ve üretim için gereken girdilerin daha az maliyetli kullanılmasına olanak vermesinden kaynaklanan etkinlik artışına katkıda

³³ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s. 85 – 86.

³⁴ José Manuel CAMPA, Ignacio HERNANDO, “Shareholder Value Creation in European M&A”, **European Financial Management**, Vol. 10, No.1, 2004, s. 58, 61.

³⁵ Fred J. WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., s.83 - 84.

bulunması da söz konusudur.³⁶ Yöneticilerin bakış açısı ile, birleşmelerin amacı; yerel ve sınır ötesi rekabet için büyümek ve kaynakları satın almak, yeni teknolojilere ve ürünlere yatırım yapmak, dağıtım kanallarına hakim olmak ve piyasaya giriş garantisine sahip olmaktır.³⁷

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde önemi ortaya çıkan bir başka unsur da, yatırımcının korunması konusunda ne derece gelişmiş bir yapılanmaya sahip olduğudur. Yapılan çok sayıda çalışma*, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin, gelişmiş menkul kıymet piyasalarında, daha büyük yatırım fırsatlarına neden olabileceğini göstermektedir. Özellikle yatırımcıların iyi korunduğu piyasalarda bu tür faaliyetlerin daha yoğun olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerindeki alıcı firmaların, daha çok yatırımcının korunması konusuna büyük önem veren ülkelerden çıkmasını doğal karşılamak gerekmektedir. Bir ülkedeki birleşme ve satınalma piyasanın etkinliği ve rekabetçiliği konusunda önemli bir anahtar olarak, yatırımcının korunmasına verilen önemin ön plana çıktığını vurgulamak yerinde olacaktır.³⁸

Bishop ve diğerlerine göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin temel olarak dört önemli karakteristiği bulunmaktadır:³⁹

- i. Büyüklük; çalışmalarda, genel olarak, alıcı firmaların değerinin hedef firmaların değerinden 6 kat daha büyük olduğu belirtilmektedir.
- ii. Ödeme yöntemi; birçok analizde, ele alınan dönemler için, nakit ödemenin, diğer ödeme yöntemlerine kıyasla hedef firmalar için daha cazip olduğu üzerinde durulmaktadır.
- iii. Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin başarılı olup olmaması; burada, birleşme ve satınalma tekliflerinin büyük oranının başarı ile sonuçlandığı ifade edilmektedir.

³⁶ Ranjani A. KRISHNAN, Hema KRISHNAN, "Effects of Hospital Mergers and Acquisitions on Price", **Journal of Business Research**, Vol. 56, Iss.8, August 2003, s. 647.

³⁷ Alfred RAPPAPORT, **Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors**, The Free Press, 1998, s.134.

³⁸ Stefano ROSSI, Paolo F. VOLPIN, "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, Iss. 2, November 2004, s. 279, 300.

³⁹ Steven BISHOP, Robert FAFF, Barry OLIVER, Garry TWITE, a.g.e., s.288 – 289.

- iv. Faaliyetlerin tamamlanma süresi; genel olarak görülen odur ki, faaliyetlerin tamamlanması ortalama 128 gün almaktadır.

Bu unsurlar birleşme ve satınalma faaliyetlerinin önemli noktalarını göstermektedir. Ancak, bu sonuçların yalnızca çalışmanın örnek külesinden elde edilen genelleştirilmiş sonuçlar olduğunu yinelemekte fayda bulunmaktadır.

Birleşme ve satınalma faaliyetleri hakkında yukarıda ifade edilen temel unsurların ardından, birleşme türleri ve özellikleri üzerinde ayrıntılı olarak durulacaktır.

1.2.1. Birleşme Türleri

Birleşme faaliyetleri, genel olarak firmaların faaliyet gösterdikleri alanlara bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir. Temelde dört tür birleşme faaliyetinden söz edilmektedir. Bunlar yatay birleşmeler, dikey birleşmeler, karma birleşmeler ve aynı merkezli birleşmelerdir.

Bu konuya yatırım bankerlerinin yapmış olduğu sınıflanma açısından da bakılması faydalı görülmektedir. Yatırım bankerlerine göre, temelde üç tür birleşme bulunmaktadır. İlk olarak yatay birleşmeler gelmektedir. Yatay birleşmelerin diğer adı "stratejik birleşmeler"dir. Bu tür birleşmelerden, faaliyet sinerjisi elde edilmesi hedeflenmektedir. Bu noktada, iki firmanın biraraya gelmesi sonucunda kârlılığın artması beklenmektedir. Bir diğer unsur ise, "finansal birleşmeler"dir. Finansal birleşmeler, faaliyet sinerjisi içermeyen birleşmeleri kapsamaktadır. Finansal birleşme ve satınalmaları motive eden en önemli unsur, alıcı firmanın, hedef firmanın düşük değerlenmiş olmasına yönelik beklentisidir. Burada alıcının inancı, hedefin hisse senetlerinin fiyatının, varlıklarının değerinden daha az olduğu yönündedir. Ayrıca vergi tasarruflarının elde edilme beklentisi de bir diğer önemli faktör olarak belirtilmelidir. Yatırım bankerlerinin ayırımındaki son tür ise "karma birleşmeler"dir. Karma birleşmelerin, finansal birleşme ve satınalmalar tanımlaması ile benzer olduğu ve motivasyon unsurunun, finansal sinerji olduğu ifade edilmektedir.⁴⁰ Aşağıda ise literatürde geçerli olan dört tür birleşme hakkında bilgi verilmektedir.

⁴⁰ Mark GRINBLATT, Sheridan TITMAN, **Financial Markets and Corporate Strategy**, Second Edition, International Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2002, s. 695.

1.2.1.1 Yatay Birleşmeler

Yatay (horizontal) birleşmeler, aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar arasında gerçekleşmektedir. Bu tip birleşmelerin ardında temel olarak, üretim ve dağıtım alanındaki ölçek ekonomilerinden ve piyasa gücündeki yükselişlerden yararlanabilmek amacı yatmaktadır.⁴¹ Yatay birleşmelerden elde edilmek istenen faydalar şu şekilde ifade edilebilmektedir:⁴²

- i. Kaynakların etkin kullanımını sağlamak,
- ii. Üretimde uzmanlaşma ve üretim maliyetlerinde tasarruf sağlamak,
- iii. Pazarlama ve dağıtım kanallarında avantajlı konuma geçmek,
- iv. Üretim teknolojisinde işbirliği sağlamak,
- v. Rekabetçi avantaja sahip olabilmek.

Yatay birleşmelerin, rekabet yapısı üzerinde negatif etkiler oluşturabilme olasılığı nedeni ile, hükümetler tarafından belirli düzenlemelere tabi tutulmaları sözkonusu olmaktadır. Bu alanın düzenlenmemesi durumunda yatay birleşmeler, sektördeki firma sayısının azalmasına ve firmaların monopolistik güç elde etme çabalarına zemin hazırlaması kuvvetle muhtemel görülmektedir.⁴³

1.2.1.2. Dikey Birleşmeler

Dikey (vertical) birleşmeler, herhangi bir mal veya hizmetin üretiminden satışına kadar farklı aşamalarda faaliyette bulunan firmalar arasında gerçekleştirilen birleşmelerdir. Firma, ya geriye doğru kendine girdi sunan firmalar ile ya da ileriye doğru çıktısını satınalan firmalar ile birleşmektedir.⁴⁴ Bir diğer ifade ile satınalınan firma ya kaynak sağlayıcıdır ya da alan firmanın müşterisidir. Dikey birleşmelere daha çok kaynaklarda kıtlık, ara malı konusunda sıkıntı yaşanması gibi durumlar olduğunda başvurulmaktadır.⁴⁵

Bu tür bir birleşme faaliyetine girmenin genel ekonomik faydaları ise, üretim süreci içerisinde firmaya hammadde sağlanması ve firmanın üretimini tamamladığı

⁴¹ Hazel J. JOHNSON, a.g.e., s. 8.

⁴² Hüseyin AKAY, **İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997, s.19.

⁴³ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A SIU, a.g.e., s. 5.

⁴⁴ Nurhan AYDIN, **İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**, TOBB, Yayın No: Genel 150, AR-GE 62, 1990, s.11–12.

⁴⁵ Hazel J. JOHNSON, a.g.e., s. 8.

malın müşteri talebini karşılması konusunda istikrar sağlanması konularında ortaya çıkmaktadır.⁴⁶

1.2.1.3. Karma Birleşmeler

Faaliyetleri açısından aralarında ilişki bulunmayan firmaların birleşmelerine karma (unrelated/conglomerate) birleşme adı verilmektedir. İki önemli karakteristik özelliği bulunmaktadır. Bunlardan ilki, çeşitli sektörlerde firmalar için gerekli olan ve işletme fonksiyonları arasında yer alan araştırma, üretim, pazarlama vb. farklı uzmanlık gerektiren konularda kontrol gücü sağlamasıdır. Bir diğeri ise, kazançlardaki ve satışlardaki dalgalanma azaltılmaya çalışılarak, riski dağıtmak için çeşitlendirme olanağı yaratılmasıdır.⁴⁷ Temelde karma olarak görülen birçok birleşme faaliyetinin aslında dikey birleşme olduğu da ileri sürülmektedir. Bu görüşe dayanak olarak, karma birleşme olarak görünen anlaşmaların esasında, hedef firmanın dağıtım kanallarının kullanılması ile beraber dikey birleşme tanımı içerisine giriyor olması gösterilmektedir. Dolayısıyla karma birleşmelerin bir anlamda gizli birer dikey birleşme olduğu ifade edilebilmektedir.⁴⁸

Karma birleşmeler üç alt gruba ayrılmaktadır.⁴⁹

- i. Ürün genişletme: Üretilen ürünler arasında rekabet yoktur. Birleşen firmaların üretim ya da dağıtım bölümleri, fonksiyonel olarak benzerlik göstermektedir.
- ii. Coğrafi piyasa genişletme: Birleşen firmalar, aynı ürünü üretmekte ancak farklı coğrafi piyasalarda pazarlamasını yapmaktadırlar. Böylece ürünlerini daha geniş alanlara ulaştırma olanağı yaratmış olmaktadır.
- iii. Saf karma birleşmeler: Firmalar arasında ne üretim ne de pazarlama alanında bir ilişki bulunmaktadır. Farklı alanlarda faaliyette bulunan şirketler arasında birleşme gerçekleştirilmektedir.

⁴⁶ Joseph P. OQDEN, Frank C. JEN, Philip F. O'CONNOR, a.g.e., s. 549.

⁴⁷ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, **Mergers, Restructuring, and Corporate Control**, Prentice Hall International Editions, 1990, s.85.

⁴⁸ Tommy Staahl GABRIELSEN, "Conglomerate Mergers: Vertical Mergers in Disguise?", **International Journal of Economics of Business**, Vol. 10, No. 1, 2003, s.1.

⁴⁹ Orhan ÇELİK, a.g.e., s.21–22.

Belirtilmesi gereken bir diğer unsur da, literatürdeki çok sayıda çalışmanın sonuçlarına göre, yatay ya da dikey birleşmeler, karma birleşmelere kıyasla daha başarılı bulunmakta* ve yine karma birleşmelere oranla daha fazla sinerji kazançları elde etmekte olmalarıdır. Özellikle faaliyet ve ölçek ekonomilerinin sağladığı katkının önemi, bu türlü birleşmelerde -karma birleşmeler ile karşılaştırıldığında- daha büyük olmaktadır. Dolayısıyla birleşmelerin en önemli motivasyon unsurlarından biri olan sinerji kazançları elde etmek isteği, yatay ve dikey birleşmeler için, karma birleşmelere oranla daha yüksek oranda karşılanmış olmaktadır.⁵⁰

1.2.1.4. Aynı Merkezli Birleşmeler

Karma birleşme, aynı sektörde firmanın üretmediği malları üreten bir hedef firma ile birleşerek ürün çeşidini arttırma amacı ile yapıldığında, bu birleşme aynı merkezli (concentric) birleşme olarak nitelendirilmektedir. En önemli faydası, birleşilen firmaya yönetsel öğrenme ile birlikte, iş koluna özgü yönetsel tecrübe ve yönetimde olmayan iş gücünün örgüt içinde kazandığı tecrübe ve beceriyi de transfer etme olanağı sağlamasıdır.⁵¹ Aynı merkezli birleşmeler, teknoloji, üretim süreci veya piyasa açısından birbiriyle ilişkili firmalar arasında yapılmaktadır. Bu birleşme türü satın alınan firmanın, alan firmanın ürün hattını, piyasa katılımcılarını ya da teknolojisini iyileştirme amacını gütmektedir.⁵² Bu türün, karma birleşmelerin ürün genişlemesi kategorisi içerisinde değerlendirilmesi de mümkündür.

Lubatkin'in (1987) çalışmasında, birleşmelerin kategorizasyonun öneminin vurgulandığı görülmektedir. Lubatkin de, birleşmelerin temel olarak dört ayrı kategoride incelenebileceğini belirtmektedir. Bunlar, ürün merkezli birleşmeler, yatay ve piyasa merkezli birleşmeler, karma birleşmeler ve dikey birleşmeler olarak ifade edilmektedir. Birleşmelerin belirtildiği şekli ile oluşturulan kategorizasyonunun, birbiri ile ilişkili sektörlerde gerçekleşecek olan faaliyetlerin servet üzerindeki etkilerinin değerlendirilebilmesi açısından önemli bulunduğu belirtilmektedir.⁵³

⁵⁰ John HAGEDOORN, GEERT DUYSTERS, "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Tecnological Performance of Companies in a High-Tech Enviroment", <http://www.merit.unimaas.nl/publications/rmpdf/2000/rm2000-010.pdf> , February 2000, (15 Ekim 2004), s.6-7.

⁵¹ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s.44.

⁵² Hazel J., JOHNSON, a.g.e., s. 9.

⁵³ Michael LUBATKIN, "Merger Strategies and Stockholder Value", **Strategic Management Journal**, Vol. 8, Iss. 1, Jan/Feb 1987, s. 41.

1.2.2. Birleşme ve Satınalma Süreci

Birleşme ve satınalma faaliyeti, dinamik bir süreçtir. Amaca yönelik taktikler, içinde bulunulan duruma ve eldeki verilere göre değişiklik göstermektedir. Ancak uygulama süreci, bu unsurlara göre değişmemektedir. Başarılı bir faaliyet süreci:⁵⁴

- i. Rekabet ortamının analiz edilmesi,
- ii. Birleşme ve satınalma faaliyetlerini yürütecek uzman grubun oluşturulması,
- iii. Hedef olarak görülebilecek firmaların belirlenmesi,
- iv. Hedef firmanın finansal analizlerinin yapılması,
- v. Müzakere aşamalarından oluşmaktadır.

Bu aşamalar aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

1.2.2.1. Rekabet Ortamının Analiz Edilmesi

İlk aşamada gerekli olan, rekabet analizi yapılmasıdır. Temel amaç, firmanın faaliyetleri ile girilmek istenen alandaki diğer faaliyetler arasında sinerji yaratacak karşılıklı ilişki olup olmadığının değerlendirilmesidir. Böylelikle, maliyetlerin azaltılması veya üretimin artırılması yolu ile rekabetçi avantaj oluşturulmasına katkıda bulunulup bulunulmadığının ortaya konmasını sağlamaktadır.⁵⁵

Birleşme ve satınalmaların, firmanın iş çevresindeki stratejilerine katkıda bulunması gereklidir. Her firmanın bir görevi de büyümektir. Fazla nakit akımı, artan likidite ve kullanılmamış borçlanma gücü finansmanda kullanılabilecek unsurlar arasında yer almaktadır. Burada önemli olan bir nokta da, firmaların birincil amacı olan hissedarların değerinin artırılmasına nasıl katkıda bulunacağına belirlenmesidir.⁵⁶

1.2.2.2. Birleşme ve Satınalmaları Yürütecek Uzman Grubun Oluşturulması

Bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için doğru seçilmiş bir takımın oluşturulması gerekmektedir. Büyük firmalarda genelde bu amaca yönelik olmak üzere, birden daha fazla görev gücü oluşturulmaktadır. Bu gruplar, derinlemesine araştırma ve analizler

⁵⁴ Richard S. BIBLER, The Acquisition Process: A program for Success, Stephen L. KEY (Ed.), **The Ernst & Young Management Guide to Mergers and Acquisitions** içinde, John Wiley & Sons, NY, 1989, s.4.

⁵⁵ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s.136.

⁵⁶ Richard S. BIBLER, a.g.m., s.5.

sonucunda öneriler geliştirmektedirler.⁵⁷ Takım genellikle; hukukçu, finans uzmanları, yatırım bankerlerini tanıyan yöneticiler ve muhasebecilerden oluşturulmaktadır. Böylesine bir girişimde, her birinin kendi uzmanlık alanlarında sahip oldukları bilgilere mutlaka ihtiyaç duyulmaktadır. Ayrıca, faaliyete konu olan hedef firmaların sınırlandırılması gereklidir. Potansiyel hedef firmanın tespit edilmesinde esas olan nokta, alan firmaya ait stratejik planlar olmalıdır. Elbette ki hedef firma, alıcı olan firmanın stratejik hedeflerine yönelik belirlenmelidir. Birçok sektördeki çok sayıda firma arasından, aday olabilecek iyi firmaların bir listesinin oluşturulması, seçilen takımın görevini oluşturmaktadır. Firmanın tercih konusu unsurlar, takımdaki kişilerin çeşitli uzmanlık konularına göre değerlendirmektedir. Araştırma sürecinde, adayların nasıl ve nereden bulunacağı konularına odaklanılmaktadır. Eleme basamağında, birkaç en iyi adayın belirlenmesi gerekmektedir. Karar verirken yardımcı olabilecek parametrelerden bazıları; konum-yer, büyüklük, kârlılık, varlık karması vs. sayılabilir. Bu konuda broker ve aracılardan da taraflara yardım etmesi mümkündür. Brokerların, arzu edilen faaliyetin tanımının hazırlanması ile ilgilenmek, hedef firmanın belirlenmesinde en iyi stratejinin bulunması için alıcıya yardımcı olmak ve faaliyet dönemindeki müzakerelerde firmaları desteklemek gibi işlevleri varken, aracılardan görevi ise, sadece iki firmanın tanışmasına yardımcı olmakla sınırlı kalmaktadır.⁵⁸

1.2.2.3. Hedef Firmaların Belirlenmesi

Hedef firma seçiminde, sinerjiye dayalı karşılıklı ilişkiler belirlenmeye çalışılmakta ve ele alınan her bir aday için uygulanabilirlik potansiyeli olup olmadığına bakılmaktadır. Hedef firmanın belirlenmesinde üç tür yaklaşımdan bahsedilmektedir. “dostça inandırma yaklaşımı” (friendly persuasion approach), “fırsatçı yaklaşım” (opportunistic approach), “tamamen uzlaşmasız yaklaşım” (completely unnegotiated approach). İlk yaklaşımda satın alınan firma, hedef firmayı ikna etmeye gayret göstererek satışın anlaşma ile gerçekleşmesine çalışmaktadır. Bu yöntemin en önemli avantajı, yasal maliyetler ve zaman açısından nisbi olarak daha az maliyetli bir yöntem olmasıdır. Bu şekilde satın alınacak olan bir firma, hedef firma hakkında daha çok ve iyi bilgiye sahip olabilecektir. Fırsatçı yaklaşım, hedef firmanın başka bir alıcı firmanın da tercihi olması halinde ve dostça yaklaşmayan firmanın, hedef firmayı satınalmaya kalkması durumunda ya da hedef firmanın kendisi ile satınalma anlaşmasında bulunan

⁵⁷ Richard S. BIBLER, a.g.m., s. 5

⁵⁸ Hazel J., JOHNSON, a.g.e., s.45 – 46, 57.

firma ile değil ama üçüncü bir firma ile anlaşmaya varması durumunda ortaya çıkmaktadır. Son yöntem ise, zorla ele geçirmedir. Burada hedef firma ile alıcı firma arasında önceden herhangi bir anlaşma yapılamamıştır. Hedef firmanın rızası olmadan bir uygulama söz konusu olmaktadır.⁵⁹

1.2.2.4. Hedef Firmanın Finansal Analizlerinin Yapılması

Bu adımda, hedef seçilen firma finansal açıdan değerlendirilmektedir. Şu soruların analiz edilmesi gereklidir:⁶⁰

- Hedef firma için ödenebilecek en yüksek fiyat ne olmalıdır?
- Faaliyete ait riskin temel unsurları nelerdir?
- Hedefin nakit akımı ve bilanço yapısı nasıldır?
- Bu faaliyetin yapılandırılmasındaki en iyi yol hangisidir?

Tüm bu soruların yanıtları ayrıntıları ile araştırılarak analiz edilmesi gereklidir. Zira hedef firmanın finansal yapısında, alıcı firmayı olumsuz etkileyebilecek unsurların bulunup bulunmadığı bu noktada ortaya çıkarılabilecektir.

1.2.2.5. Müzakere Süreci

Bir diğer basamak, müzakere aşamasıdır. Bu aşamanın başarısı önceki adımların başarısıyla ilintili olmaktadır. Dört önemli kural vardır:⁶¹

- İnsanlar, problemlerden ayrı tutulmalıdır. Çünkü ego ve arzular varolan ekonomik ve firmaya ait unsurları sıklıkla karmaşık hale getirmektedir. “insan” unsurunun yaratacağı subjektif sorunların ortadan kaldırılmasını sağlamak gereklidir.
- Mevkilere değil faydalara odaklanmak gereklidir.
- Karşılıklı kazançlar için fırsatlar keşfetmek gereklidir.
- Objektif kıstaslardan yararlanmak gereklidir.

⁵⁹ Hazel J., JOHNSON, a.g.e., s. 50 - 53.

⁶⁰ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s. 137.

⁶¹ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s. 137 - 138.

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. Başarılı bir alıcı firma, hedef firmanın anahtar başarı faktörlerini müzakere aşamasında daha net belirleyebilecektir. Bu aşamada yöneticinin hedefi, faaliyet tamamlandıktan sonra bu başarı faktörlerini korumak ve hatta artırabilmek olmalıdır. Tüm bu aşamaların, gerektiği gibi, ayrıntıları ile uygulamaya konması halinde birleşme ve satınalma faaliyetinin başarıya ulaşma olasılığı oldukça yüksektir.⁶²

1.3. YENİDEN YAPILANMA SÜRECİNDE DİĞER YÖNTEMLER

Daha önce de değinildiği üzere, birleşme ve satınalmalar, dışsal büyüme unsurlarından sadece ikisi, ancak belki de en önemlileri sayılmaktadır. Bu iki yöntemin dışında çok sayıda stratejiden bahsetmek mümkündür. Özellikle, teklif verme, konsolidasyon, ortak girişim, stratejik işbirlikleri, borçlanarak satınalma, yönetimin liderlik ettiği satınalmalar vb. öne çıkan diğer yöntemler olarak görülmektedir. Firmaların varlık ve sahiplik yapılarını yeniden düzenleyebilmek için birleşme ve satınalmaların yanında en çok tercih edildikleri gözlemlenen yöntemler aşağıda açıklanmaktadır.

1.3.1. Teklif Verme

Firmaların çoklu büyüme stratejilerinden olan “teklif verme - (tender offer)” yönteminde, bir firmanın diğer firma hisse senetlerini, pay başına sabit bir fiyattan, pay sahiplerinden alması söz konusudur. Teklif fiyatı, genellikle hisselerin cari piyasa fiyatından daha yüksek belirlenmektedir. Hedef firma yönetimi, fiyatı oldukça yüksek belirlediğinde ya da teklifin yapılmasını engellemek istediğinde, alıcı firma bu yöntemle başvurabilmektedir.⁶³

⁶² Richard S. BIBLER, a.g.m., s.14 – 15

⁶³ James C. VAN HORNE, 1986, a.g.e., s. 622.

Birleşme faaliyetinde kesin olan ve teknik ve yasal taleplerin müzakere edildiği bir anlaşma ortamı bulunmakta iken, teklif vermelerde genellikle bir firmanın, kontrolünü ele geçirmeyi düşündüğü diğer firma pay sahiplerine o firmadaki paylarını satın almak üzere teklifte bulunmasından bahsedilmektedir. Bu yöntemin en büyük çıkışı yaşadığı dönemin 1965 sonrası olduğu ve tepe noktalarını ise 1979 ve 1986'da görüldüğü ifade edilmektedir.⁶⁴

1.3.2. Ortak Girişim

Küresel ekonomide gelişen rekabet ortamında yer alabilmek için, işbirliği yolu ile daha yüksek girişimcilik kapasitesine ulaşabilme biçimi olarak "ortak girişim"den de söz edilebilmektedir. Ortak girişim, firmaların yeniden organizasyonu çerçevesinde sınıflanmaktadır. Ortak girişimin etkinliği ve performansı iki yolla ölçülebilmektedir. Bunlardan birincisi, ortakların kâr ençoklamasına ortak girişimin net katkısının ölçülmesi, diğeri ise hisse senedi piyasasında ortak girişimin uzun dönemli potansiyelinin ölçülmesidir. Stratejik ilişkili ortaklar arasında gerçekleştirilen ortak girişim, pay sahipleri açısından tercih edilen bir yöntem sayılmaktadır. Uygulamanın temelinde, birbiri ile ilişkili girişimlerin, ortakların pazar gücü ve faaliyet etkinliği üzerinde iyileştirici etkisine olan inanç yatmaktadır. Diğeri bir açıklamaya göre ortak girişim, firmaların rekabetçi avantajlarını geliştiren ama firmalar arasındaki rekabeti değiştirmeyen alternatif bir stratejidir.⁶⁵

Bunun yanında ortak girişim, gerek belirsizliğin gerekse varlıkların gerçek değerlerinin belirlenmesinde, temeli asimetrik bilgiye dayanan zorlukların azaltılması için cazip bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Son bahsedilen unsur, birleşme ve satınalma faaliyetleri için de oldukça önemli bir sorun olarak görülmektedir.⁶⁶

⁶⁴ J. Fred WESTON, Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, a.g.e., s. 4 - 5.

⁶⁵ Seung HO PARK, Dongcheol KIM, "Market Valuation of Joint Ventures: Joint Venture Characteristics and Wealth Gains", **Journal of Business Venturing**, Vol. 12, Iss. 2, March 1997, s.85, 87.

⁶⁶ Jeffrey J. REUER, Mitchell P. KOZA, "Asymetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures", **Strategic Management Journal**, Vol. 21, Iss. 1, January 2000, s. 81–82.

Ortak girişimin katılımcıları, ayrı birer firma olarak varlıklarını sürdürmeye devam ederken, beraberce yeni bir girişim oluşturmaktadırlar. Ortak girişim, bir ortaklık, bir firma veya başka tür bir firma şekli ile kurulabilmektedir. Bu kararı ortaklar vermektedirler. Ortak girişimin karakteristik özellikleri, para, mülk, çaba, bilgi, yetenek veya diğer unsurların, ortak kullanılarak katkı yaratılmak istenmesidir. Bunun yanında, ortaya çıkacak kârın paylaşılması, ortak girişim yönetimine katılması, ortakların bu işbirliğine girmekle elde ettikleri haklardan bazıları olarak sıralanabilmektedir. Ortak girişimin bir başka niteliği de, özel bir amacı gerçekleştirmek için oluşturulması, faaliyetlerinin ve süresinin belli bir limitinin bulunmasıdır. Firmaların ortak girişimi tercih etme nedenlerini aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:⁶⁷

- i. Uluslararası piyasalara girme,
- ii. Maliyetleri azaltma,
- iii. Yeni teknolojilerden yararlanma fırsatı yaratma,
- iv. Daha iyi işletme fonksiyonlarına sahip olma, (pazarlama, üretim vs.)
- v. Sermaye yapısını güçlendirme isteği,
- vi. Yetersiz olan finansal ya da teknolojik gücü geliştirmek,
- vii. Organizasyon, planlama ve kontrol basamaklarındaki teknoloji ve/veya üretken yönetim yeteneğini paylaşmak,
- viii. Riski çeşitlendirmek,
- ix. Ölçek ekonomilerinden yararlanmak,
- x. Vergi avantajlarından faydalanmak,
- xi. Bağımsız olarak yapılan küçük yatırım faaliyetlerini bu yolla genişletmek.

Ortak girişim, uzun dönemli anlaşmaların bir şeklidir. Bütün anlaşmalarda olduğu gibi, bu alanda da bazı sorunların ortaya çıkması söz konusudur. Ortak girişimin istenen sonucu vermemesinin nedenleri olarak aşağıdaki unsurlar sayılabilir:⁶⁸

- i. Teknolojinin gelişmeyeceğine dair inancın bulunması,
- ii. Ortak girişim öncesindeki planlamalardaki yetersizlik,
- iii. Ortak girişimin temel sorunlarının çözümüne yönelik alternatif yaklaşımların, farklı anlaşmalar yardımı ile zenginleştirilememesi,

⁶⁷ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, a.g.e., s.331, 334.

⁶⁸ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A. SIU, a.g.e., s. 283.

- iv. Ortak girişim için bir firmayı analiz eden yöneticilerin, sahip oldukları bilgiyi ortakları ile paylaşmayı reddetmesi,

Ortak sayısı ikiden fazla olması girişimin, “konsorsiyum” adını almasına neden olur. Avrupa’da daha sık görülen bir uygulamadır ve beş ya da altı firmanın biraraya gelerek yeni bir firma kurmasını ifade etmektedir. Bir ortak girişim anlaşmasında ana hatları ile şu maddeler açıklanmaktadır:⁶⁹

- i. Ortak girişimin amacı ya da projeleri,
- ii. Her bir ortağın girişim içindeki görevi ve katkısı,
- iii. Girişimin süresi,
- iv. Girişimin performans yükümlülükleri,
- v. Projelere yapılan harcamaların ve elde edilecek gelirlerin dağıtılması.

Hızla küreselleşen Dünya’da, işbirliklerinin de hızla uluslararasılaştığı görülmektedir. İşbirlikleri, ortak dağıtım kanallarını ve yerel ortakların spesifik konulardaki bilgilerini kullanmak yolu ile yeni pazarlara girme olasılığının önünü açmaktadır. Böylelikle daha az çaba ve zaman harcayarak, çokuluslu pazarlara daha kolay girme olanağı yaratılmaktadır.⁷⁰

Ortak girişimi cazip kılan birçok unsur mevcuttur. Bu unsurlar aşağıda sıralanmaktadır:⁷¹

- i. Yatırım harcamalarının paylaşılması isteği,
- ii. Büyük bir firmanın ürün veya üretim konusunda fikri olan ancak yeterli fona sahip olmayan mevcut daha küçük bir firmaya yatırım yapması,
- iii. Başarılmış birtakım konulardaki deneyimleri öğrenme şansı,
- iv. Büyük bir firma için riskin paylaşılması ile yatırım için gereken masrafların azaltılması,
- v. Ortak girişimin birleşme ya da satınalmalara oranla antitröst yasaları karşısında daha avantajlı durumda olmaları.

⁶⁹ Stanley FOSTER REED, Alexandra REED LAJOUX, **The Art of M&A, A Merger/Acquisition/Buyout Guide**, Third Edition, McGraw-Hill, 1998, s. 825, 831.

⁷⁰ Bernard GARETTE, Pierre DUSAUGE, “Alliances versus Acquisitions: Choosing the Right Option”, **European Management Journal**, Vol. 18, No. 1, 2000, s. 64.

⁷¹ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, a.g.e., s. 332

Konuya birleşme ve satınalma stratejileri ile ortak girişimin karşılaştırılması açısından yaklaşıldığında, ortak girişimin satınalma kararı karşısında bir takım avantajlı özelliklere sahip olduğu söylenebilir. Bu konu şu şekilde özetlenebilmektedir:⁷²

- i. Bölünmezlikler: Satınalma faaliyetinin en önemli kısıtı, arzu edilen varlıkların, arzu edilmeyenlerden ayrılmasının zor olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Örneğin, bir biyoteknoloji firması yeni bir ilacı piyasaya başarılı bir giriş yaparak sürmeyi istemekte ve firmanın sadece satış gücü açığı olduğu düşünülmemekte ise ve sözü edilen firma bir ecza firmasını satınalmayı düşünmemekte ise, satış gücü yanında diğer birçok başka unsuru da beraberinde getirmiş olacaktır. Böylece kendisi için gerekli olmayan çok sayıda faktörle de karşılaşılacağından yüksek maliyetler doğacaktır. Buna karşın, ortak girişimin seçilmesi durumunda, firma sadece ihtiyacı olan -ki örnekte satış gücüdür- unsuru kullanma olanağına kavuşacaktır.
- ii. Yönetim maliyetleri: Yabancı bir firma, yerel bir firmayı satınalmaya karar verdiğinde, o firmanın tüm çalışanlarını, firma kültürünü ve iş alışkanlıklarını birlikte almış demektir. Bu bütünleşmenin özellikle iki firma arasındaki kültürel farklılıklar nedeni ile zorluklar ile karşılaşması muhtemeldir. Kültürel farklılıklar özellikle farklı endüstriler veya ülkeler nedeniyle artabilmektedir. Buna karşın, ortak girişimde, her iki firmanın çalışanlarınca ortak girişimin faydasının ençoklanması gerekliliğinin amaç olduğu bilinmektedir. Yabancı firma işgücü yönetimi konusunda yeterli tecrübeye sahip değil ise, ortak girişim satınalma faaliyetine tercih edilebilmektedir.
- iii. Hedef firmanın değerinin belirlenmesindeki güçlükler: Hedef firmanın varlıklarının değeri, satınalma kararındaki firma tarafından tam olarak bilinmiyorsa ortak girişim, satınalmaya tercih edilir. Ortak girişim, bilgi maliyetlerinin azaltılmasını sağlayan oldukça etkili bir yöntem olarak görülmektedir.

⁷² Jean-Francois HENNART, Sabine REDDY, "The Choise Between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States", **Strategic Management Journal**, Vol. 18, Iss. 1, January 1997, s. 2-3; Nerses KEŞİŞOĞLU, Gökhan GÜMÜŞLÜ, "Finansal Hizmetler Sektöründe Şirket Birleşmeleri: Global Bir Bakış Açısı", **Active**, Mayıs-Haziran 2002, s. 4.

- iv. Devlete ve kurumlara bağılı engeller: Bazı ülkelerde yabancı alıcılar için bir ya da birkaç sektör için yasaklar veya bazı engeller mevcuttur. Yine, yabancı alıcının ülkesi, diğer tarafa kültürel olarak uzak olduğunda, ortak girişim satınalmaya tercih edilebilir.
- v. Sermaye: Ortak girişim, birleşme ve satınalmalara oranla daha az sermaye gerektirmektedir.

Yukarıda anlatılanlardan anlaşılacağı gibi, ortak girişimin katılımcılarına sağladığı pek çok kolaylık mevcuttur. Ortak girişimin, birleşme ve satınalma faaliyetlerinden temel farklılığı, bu faaliyette bir elde etme amacı söz konusu olmamasıdır. Burada, tamamen ortak bir hedefe ulaşabilme amacı ile ortak hareketten yola çıkılmaktadır. Satınalma faaliyetleri, ortak girişim ve stratejik işbirliklerinin özelliklerini karşılaştırmalı olarak görmek amacı ile Ek. 2 oluşturulmuştur.⁷³

1.3.3. Stratejik İşbirlikleri

Stratejik işbirlikleri, ortak girişime kıyasla daha informeldir. Burada yeni bir varlık oluşmaktadır. Biçimsel olarak bir kontrat yazılmamıştır. Katılımcılarının büyüklüklerinin birbirlerine denk olması gerekmemektedir. Ortaklar arasında büyük bir uyum oluşturulmalı ve devamlı değişime hazır olunmalıdır. Ortaklar arasında kurulan bağı, çeşitli anlaşmalar ve yasal yükümlülükler ile diğer türlere kıyasla daha az bağlantılı olduğu için güven esasına dayanmaktadır.⁷⁴

1.3.4. Borçlanarak Satınalma ve Yönetimin Satınalması

Borçlanarak satınalma (leveraged buy-out) yöntemi, sahiplik yapısında değişmelere neden olan bir stratejidir. Burada bir grup yatırımcı, firmayı özel olarak satınalmaktadır. Borçlanarak satınalmanın, birleşme ve satınalma faaliyetlerinden iki farklı yönü bulunmaktadır. Bunlardan ilki, satınalma fiyatının büyük oranının borç ile karşılanması; ikincisi ise, hisse senetlerinin organize piyasada işlem görmemesidir. Yatırımcı gruba çoğunlukla firmanın yönetimi liderlik ettiği takdirde, bu yöntem, “yönetimin satınalması (management buy-out)” adı verilmektedir. Firma yöneticileri, firmayı fiilen hissedarlardan satınalmaktadırlar ve yönetmeye bu şekilde devam

⁷³ J. Fred WESTON, Samuel. C. WEAVER, a.g.e., s. 127.

⁷⁴ J. Fred WESTON, Samuel. C. WEAVER, a.g.e., s. 125 – 126.

etmektedirler. Borçla satınalmayı teşvik eden nedenler arasında kısaca şunlar yer almaktadır:⁷⁵

- i. Faiz ödemelerinin sağladığı vergi avantajı,
- ii. Firma daha fazla borçlandıkça tahvillerinin değerinin düştüğünü gören tahvil sahiplerinden transfer edilen değerler,
- iii. Firma içinde önemli kişisel çıkarlara sahip yönetici ve çalışanlar için daha iyi teşvik yaratma olanakları,
- iv. Fazla nakdi bulunan firmaları, nakdi yeniden firmaya yatırmak yerine hissedarlara dağıtmaya zorlayarak negatif net bugünkü değerli projelere para yatırmasının önüne geçilmesi.

1.3.5. Bölünme

Firmaların, yeniden yapılanma süreci içerisinde, birleşme ya da satınalma, teklif verme ve ortak girişim gibi faaliyetlerinin yanı sıra, bölünerek büyümeyi de bir araç olarak kullandıkları görülmektedir. Bazen firmalar, varlıkları ya da faaliyet alanı içerisinde yer alan unsurlarından bir bölümünü satarak kendilerine fon sağlamayı amaçlamaktadırlar. Fon sağlamanın yanı sıra firmanın, ana faaliyet konusuna yönelerek verimini arttırmak, borçlarını azaltmak, varlığını sürdürmek veya finansal zorluktan kaçınmak gibi amaçlar, bu yöntemle başvurma nedenleri arasında sıralanabilmektedir.⁷⁶ Bölünme, bir firmanın tüm malvarlığının ya da bir kısmının varolan ya da yeni kurulan bir veya birden çok ortaklığa devredilmesi, bölünen firmanın hisselerinin ise bu firmaların hissedarlarına dağıtılması olarak tanımlanmaktadır.⁷⁷

Genel olarak “bölünme” adı verilen bu tür işlemlerin, “elden çıkarma - ayrıştırma (divestiture)” ve “şirket bölünmesi (spin-off)” olmak üzere iki önemli yöntemi bulunmaktadır. Elden çıkarma yönteminde, bölümlerin ya da varlıkların doğrudan doğruya başka bir firmaya satılması söz konusudur. Şirket bölünmesi ise, firmanın bir bölümünün ana firmadan ayrılmasını ifade etmektedir. Böylece firmanın ayrılan bölümünün, ana firmadan bağımsız hale gelmesi sağlanmaktadır. Ardından,

⁷⁵ Richard A. BREALEY, Stewart C. MYERS, Alan J. MARCUS, **İşletme Finansının Temelleri**, Ünal BOZKURT, Türkân ARIKAN, Hatice DOĞUKANLI (Çev.), Literatür, Birinci Basım, 1997, s.607-608, 621, 628.

⁷⁶ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, a.g.e., s. 6.

⁷⁷ Mehmet YAĞCIOĞLU, **Sermaye Şirketlerinde Bölünme (Tam – Kısmi) ve Hisse Değişiminin (Takas) Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi**, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü, 2001, s. 4.

bahsedilen oluşumun pay senetlerinin ana firmanın pay sahiplerine, sahiplik hakları nisbetinde, bölüşümü yapılmaktadır. Bu anlamda şirket bölünmesi, mevcut ortaklar için bir tür dividend ödemesi olarak da görülebilmektedir. Şirket bölünmesinin bir başka şekli, ana şirketin, bağlı şirketini halka açmasıdır (equity carve-out). Yöntemde, ana firmanın paylarının tümünü ya da belli bir kısmını dışarıdaki diğer yatırımcılara satması söz konusudur.⁷⁸

Hisse senedi piyasalarında yapılan araştırmalara göre, şirketlerin yeniden yapılanma yöntemlerinden biri olan bölünmeler, şirketleşmeden sonraki üç yıl süresince her yıl, piyasadaki benzer ölçekli firmalara kıyasla %10 daha iyi performans gösterebilmektedirler. Bunun yanı sıra, ana şirket, şirketlere bölünmesinin ardından %6 oranında daha iyi performans göstermektedir. Bölünme kararının ardından, ana şirketin eline geçen nakit, ana şirketin büyümesi için harcanabildiği gibi hissedarlara temettü olarak da dağıtılabildiğinden, hissedar değerinin yaratımını sağlayabilmektedir. Bölünmenin, bir iş kolunun diğeri için risk oluşturması halinde ve düşük kâr yaratması halinde iyi bir yeniden yapılanma olduğu belirtilmektedir. Bölünmeyi tercih eden firmalar içerisinde değer artışı sağlayan firma sayısının oldukça fazla olması çok sayıda dev firmayı bu yönetime yöneltmektedir. AT&T, GE Capital, Tyco International, AGFA, Zee Telefilms, Morse, Viacom, Cendant ve Telecom Italia başarılı bölünme uygulamalarında adı geçen büyük firmalar arasında yer almaktadır.⁷⁹

Bölünmenin çok çeşidi olmasına karşın ülkemizde KVK' da yalnızca iki çeşit bölünmenin tanımlandığı görülmektedir. Bunlardan ilki, tam bölünmedir. KVK' ya göre tam bölünme; bir firmanın mal varlığının tamamının, bir ya da daha fazla firmaya aktarılması sonucu, mal varlığı tamamen aktarılan firmanın faaliyetlerine son verilmesi ve tasfiye edilmesi sonucunu doğuran bölünme olarak tanımlanmaktadır. İkinci olarak kısmi bölünme ise, bir firmanın mal varlığının sadece bir kısmının bir veya daha fazla firmaya aktarılması ve mal varlığı kısmen aktarılan firmanın da faaliyetlerine devam etmesi sonucunu doğuran bölünme türü olarak açıklanmaktadır. Kısmi bölünme işlemi yapılması sırasında TTK'nın aynı sermaye hükümleri uygulanırken, tam bölünmeye

⁷⁸ Fred R. KAEN, **A Blueprint for Corporate Governance, Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value**, American Management Association (AMACOM), 2003, s. 162 – 163.

⁷⁹ Şeyma ÖNCEL BAYIKSEL, "Şimdi Bölünerek Büyüme Zamanı", **Capital Aylık İş ve Ekonomi Drgisi**, Yıl.14, Sayı. 2006/10, 112572, s. 241 – 244.

ilişkin ayrıntılı bir düzenlemenin bulunmadığı ve bu işlemlerin mevcut mevzuatımızda henüz gerçekleşmediği belirtilmelidir.⁸⁰

1.4. BİRLEŞME VE SATINALMALARIN GELİŞİM SÜRECİ

Yıllar itibari ile bakıldığında, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin belli dönemlerde yükselişe geçtiği, belli dönemlerde ise bir hayli gerilediği görülmektedir. Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin bu şekilde değişimine “dalga” adı verilmektedir. İleride daha ayrıntılı görüleceği gibi birleşme ve satınalma dalgaları, 1920’ler, 1960’lar, 1980’lerde yoğun olarak göze çarpmakta* ve günümüze doğru gelindiğinde ise 1990’ların başlarından itibaren yoğunlaştığı dikkati çekmektedir. Bu dalgalanmaları bir tek nedene bağlamak yanlış olacaktır.⁸¹

Günümüzde birleşmelerin ivme kazanmasına neden olan unsurlardan bazıları şu şekilde ifade edilebilmektedir. Telekomünikasyon, ulaşım, finansal hizmetler ve kamu kurumları gibi çeşitli faaliyet alanlardaki serbestleşme çalışmaları, bu faaliyetlerin hız kazanmasına etki etmektedir. Ayrıca firmanın karşı karşıya kaldığı kapasite fazlası da bu türlü bir faaliyette bulunmak için önemli bir neden olarak görülebilmektedir. Yeni katılımcıların piyasaya girmesiyle beraber rekabetin artması da diğer bir unsur olarak öne çıkmaktadır.⁸² Bunun dışında, piyasaların uluslararasılaşması ve Avrupa Birliği’nde Euro’ya geçiş gibi unsurlar, diğer önemli etkenler arasında sayılabilmektedir. Özellikle teknolojik ilerlemeler ve işlem maliyetlerinin düşmesi gibi faktörlerin yanında, uluslararası muhasebe standartlarının uygulanması, finansal hizmetlerin fiyatlanmasında şeffaflığın sağlanması diğer bazı önemli değişkenler arasında yer almaktadır.⁸³

⁸⁰ PriceWaterHouseCoopers Türkiye Danışmanlık Hizmetleri, **Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları**, Infomag Yayıncılık, Mart 2006, s. 31, 35.

* Bu dönemlerin boğa piyasası dönemleri olduğu ifade edilmelidir. Bknz. Dean PAXSON, Douglas WOOD (ed.), **Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance**, Blackwell Business, 1998, s. 120.

⁸¹ Graham PEIRSON, Rob BROWN, Steve EASTON, Peter HOWARD, **Peirson and Bird’s Business Finance**, 8. Edition, McGraw – Hill, Irvin, 2002, s.668.

⁸² Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s.134.

⁸³ Türkan GEDİKKAYA, Cihangül GÜRLER, “Birleşmeler ve Edinimler”, 10 Kasım 1999, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Müdürlüğü Avrupa Birliği ile İlişkiler Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/ma.html>, (21.07.2002).

Spesifik bir ülke örneği verilecek olursa, Avustralya'daki birleşme ve satınalma faaliyetlerini inceleyen çalışmalarda, dalgalanmaların pay senetlerinin fiyat hareketleri ile pozitif yönde ilişkisi olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, pay senetlerinin yükselişe geçtiği dönemlerin yatırım için de ideal dönem olduğu söylenebilmektedir. Bu noktada, pay senetleri fiyatlarındaki yükseliş, reel mal talebini arttıracak ve firmaların üretim kapasitelerini yükseltmelerini teşvik edecektir. Firmalar bunu, yeni fabrika ya da makine-donanım yatırımlarına girerek yapabilecekleri gibi, piyasada mevcut başka firmaları satınalma yolu ile de gerçekleştirebileceklerdir. Böylece birleşme ve satınalma faaliyetlerinde artış yaşanacaktır.⁸⁴

Bu saptamayı destekler şekilde Business Insights grubu şu değerlendirmeyi yapmaktadır. Küresel olarak bakıldığında, 2001 – 2002 dönemi, hisse senedi piyasalarında büyük bir düşüşün yaşandığı döneme denk gelmektedir. Dolayısıyla, bu dönem, yatırımcıların servetleri üzerinde de olumsuz etkiler yaratmıştır. Özellikle 2002 yılı sonunda, Dünya hisse senedi piyasası endeksinin* üç yıllık getirisinin dolar bazında % 39 azaldığı görülmektedir. Bu oranın Wall Street'de yaşanan büyük kriz ve Büyük Buhan'dan bu yana yaşanan en büyük düşüş olduğu belirtilmektedir. 2003 yılına gelindiğinde, az da olsa bir toparlanma yaşanmakla beraber, 2004 yılında bu düzelme eğiliminin devam etmekte olduğu ifade edilmektedir. Hisse senedi piyasalarında yaşanan bu değişimler, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin aynı dönemli performansı ile kıyaslandığında, benzer tepkiler ile karşılaşıldığı görülmektedir. Yükselen hisse senedi piyasası, birleşme ve satınalma piyasasında gerçekleşen işlem sayısını da arttırmaktadır. O nedenle, hisse senedi piyasasının performansının ve getirilerinin pozitif olduğu zamanlarda, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin de en yüksek işlem ve toplam tutarlara ulaşmasının mümkün olacağı söylenebilmektedir.⁸⁵

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin, ekonomik performansın güçlü olduğu dönemlerde yoğunlaştığına dair anlamlı kanıtlar bulunmaktadır. Güçlü bir ekonomik performansın, piyasaya olan güveni yükselttiği belirtilerek, piyasada yatırım için çekinilecek bir durumun olmadığı düşüncesini yerleştiği ve firmalar arası

⁸⁴Graham PEIRSON, Rob BROWN, Steve EASTON, Peter HOWARD, a.g.e., s.668.

* Dünya hisse senedi piyasası endeksi, NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) 100, Paris CAC 40, FTSE (Financial Time Stock Exchange) 100, Milano MIB 30 ve Amsterdam AEX'den oluşmaktadır.

⁸⁵ "Mergers and Acquisitions in European Financial Services, Best Practice, Future Forecasts and Strategies for Success", **Business Insights**, 2004, s. 19 – 21.

koordinasyonların çekicilik kazandığı ifade edilmektedir. Bu konuya bir de sübjektif açıdan bakan açıklamalar vardır ki, bu açıklamaların temelini, firma yöneticilerinin birleşme ve satınalma faaliyetlerini piyasadaki firmaların kontrollerine sahip olma isteğinden kaynaklandığı oluşturmaktadır. Bu bakış açısına göre, yöneticilerin kendilerini garantiye alma düşüncesi, piyasadaki rakip sayısını azaltmaktan geçmektedir.⁸⁶

Özellikle Amerika'nın ekonomik geçmişi incelendiğinde, 1900'lü yılların başlarında, büyük firma birleşmelerinin yoğunluğu dikkatleri çekmektedir. Böylece birçok firmanın, faaliyet gösterdiği sektörlerin % 50 ilâ % 90'ını kontrol etme gücüne sahip olduğu görülmektedir. Böyle bir ortamda Devletin, eksik rekabetin doğurabileceği sorunların önüne geçebilmek amacı ile, antitröst yasalarının hazırlanması ve uygulanması çalışmalarına hız vermesinin gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Daha yakın zamana gelindiğinde ise, büyük bir birleşme akımının 60'lı yılların sonunda ortaya çıktığı görülmektedir. Bahsedilen dönemde karma birleşmelerin yoğunluğu göze çarpmaktadır. Bu yıllar finans yazınında "go-go years" olarak bilinmektedir. 1970'lerin sonu ve 80'lerin başında ise, Amerika'da (ve etkisi ile Avrupa ve Asya piyasalarında) "mega birleşmeler" dönemi başlamaktadır. Oldukça büyük firmaların bu dönemde ortaya çıkması, döneme "mega" denmesindeki en önemli etken olarak belirtilmektedir. Bahsedilen döneme ait bir başka önemli özellik ise, pek çok firmanın göreceli olarak düşük fiyat/kazanç oranından işlem görüyor olmasıdır.⁸⁷

Özellikle 80'li yıllarda gerçekleştirilen çok sayıdaki birleşme ve satınalma faaliyetlerinin en temel nedeni olarak, firmaların piyasa güçlerini arttırma istekleri gösterilmektedir. Ancak, genel olarak piyasa gücünü arttırma amacı güden birleşme ve satınalma faaliyetlerinin, özellikle sistematik risk üzerindeki etkisi değerlendirildiği zaman ise, bu riskte bir azalma ile karşılaşılması görülmektedir.⁸⁸

ABD'de, 1983 – 1994 döneminde toplam 3.100 birleşme gerçekleşmiştir. Yıl başına ortalama 256 birleşme düşmektedir. 1998 yılında, yine sadece ABD'de toplam 1,8 trilyon \$'lık anlaşmaların yapıldığı açıklanmıştır. Yaşanan bu ani ve büyük gelişimin

⁸⁶ Dean PAXSON, Douglas WOOD (ed.), a.g.e., s. 120.

⁸⁷Terry MANESS, **Introduction to Corporate Finance**, McGraw-Hill Book Company,1988, s.459-460.

⁸⁸ Maneesh SHARMA, Paul D. THISTLE, "Is Acquisition of Market Power a Determinant of Horizontal Mergers?", **Journal of Financial and Strategic Decisions**, Vol. 9, No. 1, Spring 1996, s. 46, 50.

ardında birçok neden bulunmaktadır. Bu nedenleri aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:⁸⁹

- i. Finansal sermaye arzının aşırı olması,
- ii. 1990'lı yıllarda gerçekleşen birleşmelerin çoğunun dostça olması,
- iii. Birçok birleşmenin oldukça çabuk sonuçlanması, dolayısıyla müzakere sürecinin çabuk tamamlanacak olmasına olan inancın artması,
- iv. Birleşmelerin çoğunlukla bir strateji olarak görülmesi,
- v. Küreselleşmenin neden olduğu birçok kolaylık (Ticaretin önündeki engellerin kalkıyor olması, fonların serbest dolanımı, vergiler ve çeşitli ödemelerdeki düzenlemeler, yatırımcıların Dünya'nın herhangi bir yerindeki bilgiye kolaylıkla sahip olması gibi)

Goergen ve Renneboog (2004), birleşme dalgalarını Avrupa açısından değerlendirmekte. Avrupa'da meydana gelen ilk birleşme dalgasının (1880–1904) monopoller yaratmak istenmesinden kaynaklandığı belirtilerek, monopol gücünün oluşturulmasını engellemek amacı ile antitröst yasalarının oluşturulmaya çalışıldığı ifade edilmektedir. Buna bağlı olarak da, 1919 – 1929 dönemine denk gelen dikey entegrasyonların yoğunluk kazandığı, ikinci birleşme dalgasının oluştuğu görülmektedir. Avrupa'da üçüncü birleşme dalgasının 1950'lerde başladığı ve 1960'ların ortalarında ise bu dalganın en üst noktasına ulaşıldığı ifade edilmektedir. Bu dönemin önemli özelliği ise, çeşitlendirmelerin ağırlık kazanması ve küresel piyasalarda yer bulan büyük karma birleşmelerin meydana gelmesi olmuştur. Biyokimya ve elektronik alanında meydana gelen gelişmelere ek olarak, yeni finansal araçlar ve piyasaların gelişmesi ile beraber dördüncü birleşme dalgası, 1983 – 1989 yılları arasında gerçekleşmiştir. Bunun ardından, geçen on yıl boyunca, Avrupa finansal piyasalarında -özellikle de hisse senedi piyasalarında- yaşanan büyük gelişmeler, telekomünikasyon sektöründe meydana gelen ilerlemeler ile desteklenerek, beşinci birleşme dalgasının (1993 – 2000) oluşmasına katkı sağlamıştır. Bu dalganın başlangıç yılı olarak 1993 yılının alınmasının nedeni olarak, ABD'de ve Avrupa'da hedef firmalar

⁸⁹ Said ELFAKHANI, Rita F. GHANTOUS, Imad BAALBAKI, "Mega-Mergers in the US Banking Industry", *Applied Financial Economics*, 13, 2003, s. 609 – 610.

için ödenen toplam dolar değerinin, birleşme ve satınalmalarda yaşanan dört yıllık büyük düşüşün ardından, 1993'de ikiye katlanmış olması gösterilmektedir.⁹⁰

Kleinert ve Klodt (2002), ABD açısından birleşmelerin tarihsel gelişiminde ilk üç dalgayı şu şekilde özetlemektedir. İlk dalga birleşme dönemi, sanayi devrimine denk gelmektedir. Bu dönemde ABD'de büyük ölçek ekonomileri, ağır makineler ve ağır sanayi ekonominin temelini oluşturmaktadır. Özellikle yatay birleşmeler, dönemin dikkat çeken özelliklerinden olmaktadır. İlk dönemin politik sonucuna bakıldığında, Sherman (Antitröst) Yasası (1890) ve Clayton (Antitröst) Yasası (1914)'nin kabul edildiği görülmektedir. Her iki yasada da, ABD'de piyasa gücünün kötüye kullanılmasının önüne geçmek amacı ile, yatay birleşmeler sınırlandırılmaktadır. İkinci dalgada, yatay birleşmeler sürmekte ve fakat hükümetlerin denetimi devam etmektedir. Ancak, bu döneme damgasını vuran birleşmelerin, daha çok karma ve dikey birleşmeler olduğu belirtilmektedir. Özellikle demir yolları endüstrisinde büyük atılımlar yapıldığı yıllar bu dönem içerisinde yer almaktadır. Üçüncü dalga sürecinde, farklı piyasalardaki firmalar ile birleşmelere gidilerek ürün çeşitlenmesi ve tüketim malı endüstrisindeki yığın üretimden bahsedilmektedir. Ayrıca, yine ABD'de birleşme faaliyetlerinin kontrolünün sağlanması amacı ile Hart-Scott-Rudino (HSR) Yasası'nın (1976) kabul edildiği görülmektedir.⁹¹ Bu yasadaki değişiklikler, mahkemelerin karar vermesine kadar geçen sürede, firmalar birleşme faaliyetlerini tamamlayıp yasal olmadığı kararı çıkana dek faaliyetlerine beraber devam etmeleri, dolayısıyla faaliyetin, mahkeme sonuna kadar yasalara aykırı da olsa devam etmesi mümkün görülmektedir. HSR yasası ile beraber, bu olumsuzluğun önüne geçilmeye çalışılmaktadır.⁹²

Amerika'da gerçekleşen birleşme ve satınalmalarda, 1960'lı yılların tipik birleşme türünün, Beatrice Food's ile Avis, Tropicana, Playtex ve Samsonite'ta olduğu gibi karma birleşmeler olduğu görülmektedir. Buradaki çıkış noktası, çeşitlendirilmiş sektörlerdeki firmaların, iş döngüsündeki değişimlere daha az duyarlı olduğudur. Bu durum, 1980'lerde farklılık göstermeye başlamaktadır. 90'lardaki birçok birleşme faaliyetinin ise, dostça birleşme şeklinde gerçekleştiği ifade edilmektedir. Buna bağlı

⁹⁰ Marc GOERGEN, Luc RENNEBOOG, "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids", **European Financial Management**, Vol. 10, No. 1, 2004, s. 10.

⁹¹ Jörn KLEINERT, Henning KLODT, "Causes and Consequences of Merger Waves", Kiel Working Paper No: 1092, **Kiel Institute of World Economics**, Duesternbrooker Weg 120, 24105 Kiel Germany, January 2002, s.3-5.

⁹² J. Fred WESTON, Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, a.g.e., s. 41.

olarak pay sahipleri, daha fazla kârlılık beklentisi içerisinde bulunmaktadır. Bu beklentinin temelinde ise, yeni piyasalar, küreselleşme, teknoloji ve serbestleşmenin olumlu etkileri yatmaktadır. Bahsedilen dönemin yaşanmasına en önemli etkenlerden biri olarak, birleşmeler yolu ile firmaların, içsel yatırımlara oranla daha hızlı büyüyeceklerine olan inançları gösterilmektedir.⁹³

1970'lerin ortalarına gelindiğinde, gerçekleşen çok sayıda birleşme faaliyetinin sebebi olarak, teknoloji ve birçok sektördeki aşırı üretim kapasitesinin neden olduğu arz şokları gösterilmektedir. Bazı durumlarda, birleşme faaliyetlerinin aşırı kapasite sorununun bir çözüm yolu olarak kullanıldığı belirtilmektedir. 1970'li ve 80'li yıllarda, birleşmeler ve kapasite kullanımı arasında negatif ilişkiler ortaya çıkmış iken, 1990'lara gelindiğinde, bu ilişkinin pozitif yönlü gerçekleştiği ifade edilmektedir.⁹⁴

1980'lerdeki birleşme ve satınalma dalgasının en dikkati çeken özelliği, karma birleşmelerin ağırlığının azalması ve satın alınan firmaların birimlerinin birbiri ile ilişkili iş kolunda faaliyet gösteren diğer firmalara satılması olmuştur. Diğer bir ifade ile, kaynakların daha etkin kullanımını sağlamak amacı ile ekonominin kaynaklarının yeniden dağıtımının yapıldığı görülmektedir. Bu dalga aynı zamanda, firmaları dış finansal piyasalardan fon bulmak konusunda cesaretlendirerek finansal kaynakların düşük fiyatlanması sorununun çözümüne katkıda bulunmuştur.⁹⁵

1990 yılından başlayarak 2000 yılında zirveye ulaşan dönem, özellikle Amerikan tarihindeki en büyük birleşme dalgasının yaşandığı dönem olarak belirtilmektedir. 1995 yılında 800 milyar \$ ile başlayan ve 2000 yılında 1,8 trilyon \$'a ulaşan değerler ile, 1995 – 2000 döneminde gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin her yıl yeni bir rekor kırdığı görülmektedir. Bu rekorların yaşandığı sektörlerin başında ise, bankacılık, telekomünikasyon, yatırım bankacılığı ve gaz ve petrol gelmektedir. Bu dönemin önemli özelliklerinden birisi, birleşmelerin teknolojik

⁹³ Donald E. SORENSEN, "Characteristics of Merging Firms", **Journal of Economics and Business**, Vol. 52, Iss. 5, Sep/Oct 2000, s.424.

⁹⁴ Gregor ANDRADE, Erik STAFFORD, "Investigating the Economic Role of Mergers", **Journal of Corporate Finance**, Vol.10, Iss.1, 2004, s.2–3.

⁹⁵ Sumon Kumar BHAUMIK, "Mergers and Acquisitions What Can We Learn from the "Wave" of the 1980's", **ICRA Bulletin, Money and Finance**, Oct-Dec 1999, s.51.

değişimin yaşandığı ve düzenlemelere izin veren bir yapıya sahip sektörlerde sıklıkla görülüyor olmasıdır.⁹⁶

1990 yılından başlatılan dönem literatüre, beşinci birleşme dalgası olarak geçmiştir. Bu dalga'nın diğerlerinden en önemli farkı, Birleşik Devletler dışındaki ülkelerde gerçekleştirilen birleşme faaliyetlerindeki geniş ölçekliliğidir. Bu ölçeği ilk olarak Avrupa genişletmekte ve ardından Asya gelmektedir.⁹⁷ 90'lı yıllarda* birleşme ve satınalmalar iş dünyasının önemli faaliyetleri olarak görülmektedir. Gerek dolar olarak gerekse oransal olarak büyük bir artışla karşılaşılmaktadır.⁹⁸ Bankacılık ve sigortacılık faaliyetlerinin birleşimi olan "bancassurance" firmalarına Avrupa'da sıklıkla rastlanmakla beraber, o dönemde ABD'de geçerli olan ve ticari bankalar ile yatırım bankaları arasındaki ilişkileri kısıtlayan Glass-Steagall Yasası (1933) nedeni ile bu türde çok fazla birleşme görülmemektedir. Bu yasa, ticari bankalar ile aracı kurumların birbirlerinin alanlarına girmelerini engellemeyi amaçlamaktadır. Yasanın 1999 yılından itibaren yürürlükten kaldırılması ile beraber, ABD'de bu alanda da büyük gelişmeler kaydedildiğinin altı çizilmelidir.⁹⁹ Bu anlamda en önemli yasa, 1994 yılında yürürlüğe giren Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act'tır.¹⁰⁰ Bu düzenleme, 1997 Haziran'ında yürürlüğe girmiştir. Düzenleme çerçevesinde, özellikle 1980 ve 1990'lı yıllarda eyaletler arasında ve eyalet içerisinde bankacılığın gelişiminin önündeki engellerin azaltılmasına katkıda bulunmaktadır. Böylelikle, rekabetçi olmayan bir ortamda faaliyet gösteren etkin olmayan eyalet bankalarının birleşme ve satınalmalar yolu ile el değiştirmesi ve daha etkin hale getirilmesi sağlanmaktadır.¹⁰¹ Ayrıca, bundan önce 1980'de bankalara yatırım danışmanlığı ve menkul kıymet satışı hizmetlerinin birleşme yetkisinin verilmesi ve 1999 yılında yürürlüğe giren Gram-Leach-Bliley Yasası ile, bankalara, sigorta kuruluşlarına ve menkul kıymet şirketlerine, birbirlerine iştirak

⁹⁶ Gary GORTON, Matthias KAHL, Richard ROSEN, **Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger Waves**, NBER Working Paper Series, WP No. 11364, May 2005, s. 1.

⁹⁷ Patrick A. GAUGHAN, a.g.m., s.3.

* Özellikle de 1992'de ortaya çıkan Avrupa Birliği Tek Pazarı ve yine aynı yıl uygulanmaya başlanan çoğunlukla bölgelerarası ya da yoğunlaşmanın başlangıç düzeyinde olduğu bankacılık sistemlerindeki küçük bankaların birleşmesine izin veren Yatay Birleşmeler Talimatı ile hız kazanmıştır. Bknz. Lüizet PALOMBO, Banka Birleşmeleri ve Satınalmaları, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, No. 20, Mart 1997, s.3.

⁹⁸ Donald E. SORENSEN, a.g.m., s.423.

⁹⁹ Inside Binghamton University State University of New York, <http://inside.binghamton.edu/March-April/13apr00/lynch.html>; (21.07.2005).

¹⁰⁰ Said ELFAKHANI, Rita F. GHANTOUS, Imad BAALBAKI, a.g.m., s. 611.

¹⁰¹ Türkan GEDİKKAYA, Cihangül GÜRLER, a.g.m., s. 10.

etme ve ürün satma olanağı tanınarak, finansal modernleşme yolunda oldukça önemli bir atılım sağlamıştır.¹⁰²

Yukarıda da ifade edildiği üzere, belirli dalgalar halinde ortaya çıkan birleşme ve satınalma faaliyetlerinin, bu dalgalar süresince belirli sektörlerde yoğunlaştıkları görülmektedir. 1900'lü yıllarda, demir yolları, demir-çelik, petrol; 1920'lerde otomotiv, ve kimya sektörleri; 1980'lerde, petrol, ilaç ve hava yolları, 1990'larda finans, petrol, enerji, bilgi teknolojileri, sağlık endüstrisinin öne çıktığı belirtilmektedir.¹⁰³

Zaman açısından kümelenmiş olan ve Amerikan ekonomisinde gerçekleşen beş birleşme dalgasının verilerini içeren Tablo 1. 2., bu alandaki gelişimi rakamsal olarak daha açık ifade etmektedir.

Tablo 1. 2.
Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Birleşme Dalgaları

No	Zaman Dilimi	Cari Tutar (Milyar \$)	Sabit Tutar (2000) (Milyar \$)	Anlaşma Sayısı
1	1898–1902	6,9	136	3.012
2	1926–1939	7,3	69,3	4.828
3	1966–1969	46	236	Uygun değil
4	1983–1986	618	Uygun değil	9.617
5	1997–2000	4.500	4.500	31.152

* Amerikan Firmalarını içerir.

Kaynak: Peter J. BUCKLEY, Perves N. GHAURI, "A Reader, Introduction", içinde **International Mergers and Acquisitions**, Ed. Peter J. BUCKLEY, Pervez N. GHAURI, Thomson, 2002, s. 4.

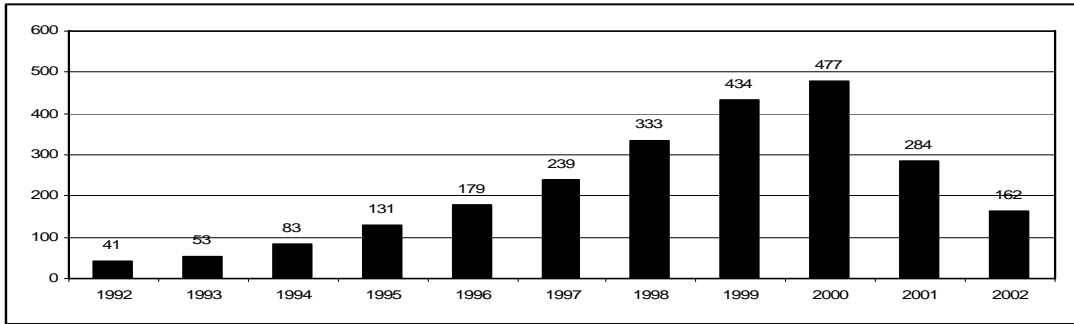
Berger ve diğerleri (1999), son birleşme dalgasını beş temel unsura bağlamaktadırlar. Bunlardan ilki teknolojik gelişimdir. Teknolojik gelişimin finansal hizmet sağlamada ölçek ekonomilerini geliştirmek, etkinliği arttırmak ve bu gibi faktörlerin doğal sonucu olarak, değer artışına neden olmak gibi etkilerinden söz edilmektedir. Bir diğer unsur, düşen faiz oranları ve yükselen hisse senedi fiyatları ile beraber finans dünyasında yaşanan olumlu havanın birleşme ve satınalmalara itici güç oluşturmasıdır. Ayrıca, birleşme ve satınalmaların aşırı kapasite ve finansal zorluk sorunlarının çözümünde etkili olduğunun düşünülmesi de önemli bir faktör olarak

¹⁰² Samir AĞAYEV, "ABD Bankacılık Sistemi Birleşme ve Satınalmalar Yoluyla Büyüdü", **Activeline**, Nisan 2004, s.7.

¹⁰³ João Carlos FERRAZ, Nobuaki HAMAGUCHI, "Introduction: M&A and Privatization in Developing Countries – Changing Ownership Structure and Its Impact on Economic Performance-", **The Developing Economies**, XL-4, December 2002, s.385–386.

görülmektedir. Diğer bir unsur, piyasalarda yükselen bir eğilimde bulunan uluslararası birleşme ve satınalmalardır. Sınır ötesinde gerçekleştirilmek istenen birleşme ve satınalmaların önündeki engellerin azaltılması ve azaltılmaya devam edilmesi sayesinde, bu konuda büyük ilerlemelerin kaydedildiği görülmektedir. Son olarak, bir önceki unsur ile bağlantılı olmak üzere, süregelen serbestleşme faaliyetlerinin, finansal ortamda kapsamlı liberalleşme sağlamasıdır. Bu sayede işlemlerde gerek sayıca gerekse tutar olarak büyük artışlar yaşanmaktadır.¹⁰⁴

1990'ların başından 2000'lerin başına kadar devam eden son dönem birleşme dalgalarına küresel olarak bakıldığında, 2000 yılına değin birleşme ve satınalma anlaşmalarının giderek yükseldiği, bu yıldan sonra ise bir düşüş eğilimi içine girdiği görülmektedir. Grafik 1.1, bir milyon doların üzerindeki duyuruları içeren mega birleşmelerin 1992 – 2002 dönemini kapsayan on yıllık eğilimini göstermektedir. Açıkça görüldüğü üzere, 1999 ve 2000 yılında çok sayıda birleşme ve satınalma faaliyeti gerçekleşmiş bulunmaktadır. Yalnızca bu dönemde küresel olarak 70.000'den fazla duyurunun yapıldığı görülmektedir. Bu anlaşmaların toplam değerinin ise 6,7 trilyon \$'ın üzerinde olduğu ifade edilmektedir.¹⁰⁵



Grafik 1. 1. Mega-Birleşmelerin Son Dönemdeki Küresel Dalgalanması

Kaynak: Mark L. SIROWER, "Achieving Valuable Growth Through M&A", Andrew BLACK (ed.), Questions of Value, Master the Latest Developments in Value – Based Management, Investment and Regulation, Boardroom Lessons for the Acquisition Game içinde, FT/Prentice Hall, 2004, s. 241.

¹⁰⁴ Allen N. BERGER, Rebecca S. DEMSETZ, Philip E. STRAHAN, "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future", **Journal of Banking&Finance**, 23, 1999, s. 148 – 150.

¹⁰⁵ Mark L. SIROWER, "Achieving Valuable Growth Through M&A, Boardroom Lessons for the Acquisition Game", içinde, **Questions of Value, Master the Latest Developments in Value – Based Management, Investment and Regulation**, Andrew BLACK (Ed.), FT/Prentice Hall, 2004, s.240 – 241.

ABD’de ve küresel alanda meydana gelen birleşme dalgaları da aynı eğilimi sergilemektedir. 1999 yılında Dünya’da birleşme ve satınalma faaliyetlerinin toplam değeri 2.351 milyon \$ iken, ABD’de bu yıl için toplam değeri 1.433,7 milyon \$’ı bulan anlaşmaların gerçekleştiği ifade edilmektedir. 2000 yılı için ise, Dünya’da 3.444,4 milyon \$’lık değere ulaşılmış iken, sadece ABD’de bu değer 1.792,2 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir. ABD ile Dünya arasında, dalgalanma yönünün birbirine paralel olması doğal bir sonuçtur. Sadece bu iki yıl için değil, örneğin 2002 yılı birleşme ve satınalmaların düşüş yaşadığı önemli yıllardan biridir. Gerek Dünya gerekse ABD için aynı yönlü hareket burada da göze çarpmaktadır. Bu yıl için, Dünya açısından birleşme ve satınalma faaliyetlerinin toplam tutarı 1.236,3 milyon \$ olarak gerçekleşmişken, ABD’de bu değer 612,6 milyon \$’a kadar düştüğü görülmektedir ki bu değer toplam faaliyet değerinin de yarısına karşılık gelmektedir.¹⁰⁶ Bu düşüşün ardından sadece 2005 yılında Dünya’daki tüm birleşme ve satınalma duyurularının 2,7 trilyon \$’ı aştığı dikkate değer bir gelişme olarak görülmektedir.¹⁰⁷

Birleşmeler konusunda yapılan çalışmalar, bu konuya ait bazı karakteristiklerin ortaya konulmasını sağlamaktadır. Örneğin, 60’lı yıllarda yapılan çalışmalarda* birleşen firmaların finansal özelliklerinin ön planda tutulduğu görülmektedir. Bahsedilen dönem için sınıflama konusuna yardımcı olabilecek birkaç karakteristik orandan bahsedilmektedir. Buna göre, hedef firmaların, bu işe hiç girişmemiş firmalara oranla, daha düşük kaldıraç derecesine, daha düşük kâr marjına ancak daha yüksek likiditeye sahip oldukları ortaya çıkmaktadır. 60’lı yıllar için önemli olan unsurun, yüksek kazanç sahibi olmaktan çok, kaldıraç ve likidite olduğunu belirtmek yanlış olmayacaktır. Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin yükselişe geçtiği diğer bir dönem olan 1970’ler ve

¹⁰⁶ Thomas E. COPELAND, J. Fred WESTON, Kuldeep SHASTRI, **Financial Theory and Corporate Policy**, 4. Edition, Pearson/Addison Wesley, 2005, s.753, 755.

¹⁰⁷ Alfred RAPPAPORT, “Hissedar Değeri Yaratmanın 10 Yolu”, **Capital Aylık İş ve Ekonomi Dergisi**, Yıl. 14, Sayı. 2006,10, 112572, Ekim 2006, s. 225.

* Bknz. Simkowitz, M., Monroe, R. J., A Discriminant Analysis Function for Conglomerate Targets, *Southern Journal of Business*, 1971, s. 1 – 16; Stevens D. L., Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis, *Journal of Financial and Quantitative analysis*, March 1973, s. 149 – 158.

80'lerde de karakteristik özelliklerin arandığı görülmektedir.* 1975–1976 dönemi için yapılan bir çalışmada hedef firmaların diğer firmalara oranla daha düşük kaldıraç oranına ve fakat daha yüksek büyüme oranına sahip olduğu ortaya konmaktadır. 1969–1973 döneminde ise, hedef firmaların daha düşük satış hacmi ve yine daha düşük kaldıraç derecesine sahip oldukları ifade edilirken, 1971–1979 dönemi için, hedef firmaların düşük büyüme oranı ve düşük kaldıraç derecesine sahip oldukları belirtilmektedir. 1986–1987 döneminde İngiltere'deki firmalarda yapılan araştırmada, birleşmelerdeki hedef firmaların, ortalamadan daha düşük kârlılığa sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. 1983–1990 döneminde Yunanistan'da birleşme faaliyetinde bulunan hedef firmalar için önemli olan unsurun, kaldıraç faktörü olduğu konusunda bulgular elde edildiği görülmektedir. Bahsedilen çalışmaların yoğunlaştıkları noktanın, hedef firmanın karakteristiklerine yönelik olduğu belirtilmelidir. Satınalan firmanın karakteristik özellikleri açısından literatürde yapılan çalışmalarda ise**, bu tür firmaların aşırı getirilerinin sektörlere göre farklılık gösterdiği ifade edilmektedir. Ayrıca, birleşen firmaların aşırı getirilerinin olduğu ve bu faktörün üzerinde ödeme yönteminin (nakit veya hisse senedi) oldukça belirleyici olduğu da vurgulanmaktadır.¹⁰⁸

Bir genelleme olarak, 1960'lar ve 70'lerde meydana gelen ve döneme belirleyici bir özellik kazandıran karma birleşmelerin birincil motivasyon unsurlarının finansal sinerji, vergi avantajları ve teşvikler olduğu söylenebilmektedir. 1980'lerde vergi avantajları yine önem kazanmakla beraber teşviklerin de etkisinin sürdüğü görülmektedir. 1990'lı yıllara gelindiğinde ise, faaliyet sinerjisinin giderek daha fazla ön plana çıktığı ifade edilmektedir.¹⁰⁹

* Bknz. Dietrich, J. K., Sorensen, E., An Application of Logit Analysis to Prediction of merger Targets, *Journal of Business Research*, Vol. 46, Iss. 2, 1984, s. 653-669; Barnes, P., The Prediction of Takeover Targets in the UK by Means of Multiple Discriminant Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 17, Iss.1, Spring 1990, s. 73 – 84; Harris, R., Stewart, J., Guilkey, D., Carleton, W., Characteristics of Acquired Firms: Fixed and RANdom Coefficients Probit Analysis, *Southern Economic Journal*, 00, 1982, s. 164-184; Palepu, K. G., Predicting Takeover Targets, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, 1986, s. 3-35; Zarakis, S. H., Zopoundis, C., Prediction of Grek Company Takeovers via Multivariate Analysis of Financial Ratios, *Journal of the Operational Research Society*, 48, 1997, s. 678-687; Wansley, J. W., Roenfeldt, R. L., Cooley, P. L., Abnormal Returns from Merger Profiles, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 18, Iss. 2, 1983, s. 149-162.

** Bknz. Trahan, E. A., Industry Effects on the Abnormal Returns to Acquiring Firms, *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10, Iss. 3, 1994, s. 10 – 16.

¹⁰⁸ Donald E. SORENSEN, a.g.m., s.425.

¹⁰⁹ Tarun K. MUKHERJEE, Halil KIYMAZ, H. Kent BAKER, "Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFO's", *Journal of Applied Finance*, Vol.14, Iss.2, Fall 2004, s. 8.

Sorensen'in çalışmasında, 1960'lı yıllarda hedef firmalar için en faydalı göstergelerin likidite, kaldıraç ve büyüme hızı olduğu, 1970 ve 1980'lerde ise finansal kaldıraçın önemli bulunduğu ifade edilmektedir. Burada, finansal oranlara dayanarak yapılan analizlerin, birleşen firmaların kârlılıklarının belirlenmesinde, geçmişte olduğu kadar faydalı olmadığına değinilmektedir. Birçok firma, başka bir firmayı satınalmak yolu ile piyasadaki rekabet güçlerini arttırmayı düşünmektedir. Ancak yapılan çalışmalarda, ortalama ya da ortalamanın altında kârlılığa sahip firmalar için, satınalma faaliyetinin uygun bulunmadığı belirtilmektedir. Genel olarak yüksek kârlılık, ya yüksek kâr marjı ya yüksek aktif devir hızı ya da yüksek kaldıraç derecesi sonucunda oluşmaktadır. Ancak yine bu çalışmaya göre, satış hasılatı ve kaldıraç etkisinin, kâr marjı kadar önemli bulunmadığı da ortaya konmaktadır.¹¹⁰

ABD'nin son 125 yıldır beş dalga halinde meydana gelen birleşme faaliyetleri değerlendirildiğinde, 19. Yüzyılın son yarısında gerçekleşen birleşme dalgasının sektörlerinin en büyük firmalarını yaratmış olduğu görülmektedir (Dupont, General Electric, Standart Oil gibi). Ancak, 1903–1904 döneminde hisse senetleri piyasasında yaşanan büyük kırılma ile bu dönemin son bulduğu belirtilmektedir. Benzer şekilde, 1920'de hisse senetleri piyasasında meydana gelen patlama sonucu bu kez de oligopolistik akımın ortaya çıktığı görülmektedir. 1929 yılında yaşanan büyük bunalım ise, bu dönemdeki faaliyetlerin sonunu getirmiştir. 1950 ve 60'lı yıllarda yaşanan karma birleşme dalgasının ise, yine piyasalardaki yüksek değerlemeler ile başladığı ve son bulduğunun altı önemle çizilmektedir.¹¹¹

Yüksek değerlendirme olgusunun, belirli dönemler itibari ile büyük birleşme dalgalarının nedeni olduğu görülmektedir. ABD'de, 1963 – 1964 yılları arasında 3.311 adet satınalma duyurusu yapılmışken, 1968 – 1969 aralığında 10.569 adet duyuru yapılmıştır. Benzer şekilde 1979 – 1980 ve 1990 – 1991 dönemlerinin ikisinde de ortalama 4.000 duyuru mevcutken, 1980'ler ve 90'ların sonlarında bu konuda daha aktif bir dönem yaşandığı ifade edilmektedir. Bunun yanında sadece 1999 yılında ise 9.278 adet duyuru yapılmıştır. Bu dönemde gerçekleştirilen birleşme faaliyetlerinin yüksek piyasa değerleri ile bağlantılı olduğu görülmektedir. 1998 –2000 aralığında ise, her yıl

¹¹⁰ Donald E. SORENSEN, a.g.m., s.431-432.

¹¹¹ Matthew RHODES-KROPF, David T. ROBINSON, S. VISWANATHAN, "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence", 15 March 2003, http://www.afajof.org/pdfs/2004program/UPDF/P923_Corporation_Finance.pdf, (18 Eylül 2003), s.2.

ortalama 1,5 trilyon \$'lık anlaşma duyurusu gerçekleşmiş olduğu ve piyasanın düzeltmesinin ardından bu değer neredeyse yarıya indiği belirtilmektedir. Buna dayanarak, Rhodes-Kropf ve Viswanathan (2004) birleşme ve satınalma faaliyetlerinin değerlendirme zafiyetlerinin olduğu piyasalarda meydana gelme olasılığının yüksek olduğunu belirtmektedirler. Çoğu zaman görece olarak düşük değerlendirilmiş hedef firmaların satın alınmaya çalışıldığı görülmektedir. Dolayısıyla değerlendirme, bu işlemler için büyük önem taşımaktadır. Ne var ki, bir teklif için gerçek değer belirlenmesi oldukça güç olmaktadır. Gerek alıcı firma gerekse hedef firmaların, gerçek değerleri yerine, piyasa değerlerine ait bilgilerinin mevcut olması, yanlış değerlemelerin kaynağını teşkil etmektedir. Söz konusu hata payını azaltabilmenin yolu, firmaya özgü ve piyasaya özgü farklılıkların iyi belirlenmesi ve analiz edilmesinden geçmektedir. Rasyonel bir hedef firmanın, kendi firmasının yüksek ya da düşük -genel anlamda yanlış- değerlendirilip değerlendirilmediğini bilmesi gerekmektedir.¹¹²

1.5. HEDEF FİRMALARIN SATINALMA FAALİYETLERİNE KARŞI KORUNMA YÖNTEMLERİ

Firmaların birleşme ve satınalma faaliyetleri sürecinde en fazla zaafa uğradıkları aşama entegrasyon aşamasıdır. Diğer aşamalar başarılı şekilde tamamlandığı takdirde, entegrasyon konusunda yaşanacak sorunların da büyük ölçüde azaltılması mümkün olacaktır. Gerek yeni firmanın gerekse entegrasyon sürecinin açık ve ayrıntılı tanımlanmış olması başarı sağlanmasında önemli bir etken olacaktır. Birleşme sürecinde başarıyı getirecek tüm faktörlerin, firma içerisinde bulunan kontrol edilebilir unsurlardan ibaret olmadığı açıktır. Birleşmenin değerlendirilmesi esnasında dışsal faktörlerin etkilerinin dikkatlice ve ekonomik faktörler çerçevesinde değerlendirilmesi gerekmektedir. Sözelimi, genel gidişatın güçlü olduğu bir ekonomik dönem içerisinde gerçekleştirilen zayıf bir birleşme faaliyeti, ekonomik durumun zayıf olduğu dönemde gerçekleştirilen güçlü bir birleşme faaliyetinden daha başarılı görülebilmektedir.¹¹³

¹¹² Matthew RHODES-KROPF, S. VISWANATHAN, "Market Valuation and Merger Waves", **The Journal of Finance**, Vol. 59, Iss.6, December 2004, s. 2685.

¹¹³ Mark J. EPSTEIN, a.g.m., s. 40 – 41.

Hedef firma, alıcı firmaların kendileri hakkında dostça olmayan projeleri olduğunu tahmin ediyorsa, bazı önlemler almayı düşünecektir. Bu yöntemler aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

1.5.1. Altın Paraşüt

Hedef firmanın kendini koruma yöntemlerinden en çok karşılaşılanlarından bir tanesi, “altın paraşütler (golden parachutes)” yönetimidir. Yöntem, firma kontrolü el değiştirdikten sonra firma çalışanlarının işsizlik sorunun azaltılması ve çalışanların çıkarlarında yarattığı zarar karşısında doğacak olan tepkilerin azaltılmasına yardımcı olmak amacıyla yönelik olarak geliştirilmiştir. Birçok ampirik çalışmada*, firma kontrolü açısından piyasaya bakıldığında, üst düzey yöneticiler için birleşme ve satınalma sonrasında yüksek devir hızı tespit edilmektedir. Örneğin, 1988 yılında yayınlanan bir çalışmanın sonuçları, kıdemli yöneticilerin % 40'ının firmanın birleşmesinden sonraki iki yıl içerisinde ayrıldığını göstermektedir. 1998'de yayınlanan bir başka çalışmanın sonuçları ise, daha dramatiktir. Buna göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerini izleyen iki yıllık dönem içerisinde, üst düzey yöneticilerin ortalama devir hızı % 55'i aşmaktadır. Diğer çalışanların durumları da üst düzey yöneticilerin durumları ile benzerlik göstermektedir. 1988 yılı için, birleşme ve satınalma faaliyetlerindeki gelir kayıplarının üçte birinin çalışanlar ile ilgili sorunlardan kaynaklandığı ifade edilmektedir.¹¹⁴ Yöntemde özetle, bu faaliyetler sonucu işten çıkarılanlara belirli bir ödemenin yapılacağı taahhüt edilmektedir. Bu şekilde yapılacak olan ödemelerin, (hedef) firmayı elde etme maliyetini arttıracığından faaliyetin net kârını azaltacağı ve bu durumun da alıcı firma için caydırıcılık yaratacağı düşünülmektedir.¹¹⁵

Paraşüt yönteminde düzenlemeler üç farklı seviyeden oluşmaktadır. Bunlardan ilki, tepe yöneticileri için düzenlenen “altın paraşüt”, ikincisi orta kademe yöneticiler için oluşturulan “gümüş paraşüt” ve sonuncusu daha alt düzey çalışanlar için olan “teneke paraşüt” olarak uygulanmaktadır.¹¹⁶

* Bknz. J. P. WALSH, Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions, Strategic Management Journal, 9, 1998; J. Dahya, R. Powell, Ownership Structure, Managerial Turnover and Takeovers: Further UK Evidence on the Market for Corporate Control, Multinational Finance Journal, 2, 1998; A. Cannella, D. Hambrick, Effects of Executive Departures on the Performance of Acquired Firms, Strategic Management Journal, 1993; M. Zollo, D. Lshchinskii, Can Firms Learn to Acquire, Mimeo, Paper under Review at the Review of Financial Studies, 1999.

¹¹⁴ Jyrki Ali-YRKKÖ, “Mergers and Acquisitions – Reasons and Results”, **The Research Institute of Finnish Economy, ETLA**, Discussion Papers, No:792, 2002, s. 4 – 9.

¹¹⁵ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s.70.

¹¹⁶ Hazel J. JOHNSON, a.g.e., s.60 - 61

1.5.2. Zehir Hapları

Zehir hapları, firma pay sahiplerine ek paylara sahip olmalarını sağlamaya yönelik haklar vermek için kullanılan bir yöntemdir. Hedef firma yönetiminin, dostça olmayan satın almalara karşı korunabilmek amacı ile kullandıkları bu yöntemde, pay sahiplerinin de haklarının korunmasına yönelik planlamalar yol gösterici olarak alınmaktadır. Ancak yöntemin etkinliği hakkında bir kesinlik bulunmamaktadır.¹¹⁷

Yöntemde, hedef firmanın pay sahiplerine, hedef firmanın (flip-in pill) ya da alıcı olan firmanın (flip-over pill) paylarını oldukça büyük indirimlerle alma olanağı sağlanmaktadır. Dolayısıyla, hedef ve alıcı firmaların pay senedi sayısı artırılarak hedef firma pay sahipleri için daha az maliyet oluşturulurken, alıcılar için ise bu faaliyetin maliyetini arttırıcı etki yaratılmaktadır. Bu da caydırıcı bir etki olarak kabul edilmektedir.¹¹⁸

1.5.3. Ana Sözleşme Değişiklikleri

Diğer bir yöntem, firmanın ana sözleşmesinde değişikliklere gidilmesidir. Satınalınma olasılığını en aza indirebilmek için, örneğin yönetim kurulu üyelerinin üyelik süreleri ve değişimlerine ait kurallar oluşturulmaya çalışılmaktadır. Fakat ortak sayısının oldukça yüksek ve kurul üyelerinin ortaklık oranlarının tam tersi olması durumunda ise yöntemin etkin olduğu söylenememektedir.

Dostça olmayan birleşme ve satınalmaların önüne geçmek için; ana sözleşmede değişiklik yaparak tasfiye için genel kurulda oylama oranı değiştirilmesi, pay senetleri sınıflara ayrılarak belirlenen bir sınıf pay senedi sahiplerinin genel kurulda bir pay için kullanacakları oy sayısı artırılması veya sözleşmeye konacak bir madde ile altın pay senedi yaratılarak bu payı elinde bulunduran ortağa ana sözleşmeye konacak hükümlerle belirli imtiyazlar tanınabilmesi mümkün olmaktadır.¹¹⁹

¹¹⁷ Hazel J. JOHNSON, a.g.e., s.62.

¹¹⁸ Sudi SUDARSANAM, "Corporate Governance, Corporate Control and Takeovers", Cary COOPER, Alan GREGORY, (Ed.), **Advances in Mergers and Acquisitions, Volume 1** içinde, Elsevier Science Inc., 2000, s.137.

¹¹⁹ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 69-70.

1.5.4. Yeşil Mektup

Yeşil mektup (greenmail) da bu yöntemler arasında yer almaktadır. Weston ve diğerleri bu uygulamayı konuşma dilindeki cümleler ile şu şekilde ifade etmektedirler: “İşte, para burada! Şimdi (burayı) terk et!”. Burada dostça olmayan alım faaliyetine son vermek amacı ile, hedef firma tarafından, oldukça büyük blok halinde hisse senedinin, belirli pay sahiplerinden yüksek fiyat ödenerek satın alınması söz konusudur. Hisse senetlerinin satın alınacağı grup, genellikle hedef firma içerisindeki payını arttırma eğiliminde olan kişi ya da kişilerden oluşmaktadır.¹²⁰

Bir başka ifade ile yeşil mektup, piyasadan hisse senetlerini toplayarak şirketteki sahiplik oranını arttırmak isteyen bir ortağa, elinde bulundurduğu hisseler için daha yüksek bir fiyattan alma teklifinde bulunulmasıdır. Böylelikle ortağın, şirketteki payını arttırmasının önüne geçilmesi mümkün olabilecektir. Bu uygulamanın Temmuz 1979'da ABD'de bir yatırımcının, Saxson Şirketi'nin %9,9 oranındaki payını 7,21 \$'a satın alınması üzerine, şirket yönetiminin Şubat 1980 tarihinde hisseleri bu yatırımcıya 10,5 \$ ödeyerek geri alması ile başladığı bilinmektedir.¹²¹

1.5.5. Diğer Yöntemler

Gerek birleşme ve satınalma faaliyetleri öncesinde gerekse bütünleşmeyi takiben başvuru bahsi geçen yöntemlerin dışında başkaca birçok yöntem daha mevcuttur. Bu yöntemlerden bir tanesi “beyaz şövalye (white knight)” yöntemidir. Burada hedef firmanın, kendisi için daha uygun bir aday bularak kendisini zorla ele geçirmek isteyen firma ile kendi bulunduğu firma arasında rekabet ortamı hazırlaması söz konusu olmaktadır.¹²²

Bir diğeri “süper çoğunluk (super majority)” yöntemidir. Bu yöntemde, birleşmenin onaylanması için hisse senetlerinin büyük bir kısmına (yaklaşık olarak % 80) sahip olunması gerekmektedir. Özellikle zorla ele geçirmelerde, alıcı olan firmanın bu orana ulaşma ihtimalinin çok yüksek olamayacağı açıktır. Etkisi hafif olarak ifade edilse de, caydırıcılığı yok değildir. Diğer bir yöntem, “makul fiyat (fair value)” yöntemidir. Burada da, alıcı firmanın bütün hisse senedi sahiplerine aynı fiyattan

¹²⁰ J. Fred WESTON, Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, a.g.e., s. 528 - 529.

¹²¹ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 71.

¹²² Lawrence J. GITMAN, Roger JUCHAU, Jack FLANAGAN, Ken PEARSON, Michael CLEMENS, a.g.e., s.827.

ödemede bulunması sağlanmaya çalışılmaktadır. Gerçekleşirse, süper çoğunluk koşulundan vazgeçilebileceği ifade edilmektedir. Bu yöntemin etkisi de hafif olarak nitelenmektedir. Dördüncü bir yöntem olarak, yeni sınıf menkul kıymetlerin önemli oy hakkı ile ama daha düşük kâr payı ya da pazarlanabilirlik özellikleri ile pay sahiplerine dağıtılması (dual class recapitalization*) söz konusudur. Bununla aynı zamanda, hisse senedi sahiplerine yeni paylarını, mevcut hisseler ile değiştirme olanağı da tanınmaktadır. Böylece yöneticiler, adi hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip olmadan oyların çoğunluğuna sahip olmaktadırlar. Söz konusu yöntemin caydırıcılık özelliğinin oldukça güçlü olduğu vurgulanmaktadır. Bunların yanında, alım sonrasında da kullanılabilecek bazı yöntemler söz konusudur. Örneğin, antitröst ya da sermaye piyasası kanunlarının ihlâl edildiği gerekçesi ile açılan davalar en azından alım işlemini geciktirmeye yönelik olarak uygulanmaktadır. Ayrıca, firmayı zorla ele geçirmek amacıyla olan alıcı firmanın, kontrolü sağlamak için gereken sayıda pay senedine ulaşmasının önüne geçilmesi amacı ile hisse senetlerinin prim üzerinden mevcut hissedarlara satılması da başka bir yol olarak geliştirilmiştir.¹²³ Tüm bu yöntemler, özellikle zorla ele geçirmelerin önüne geçilmesi amacı ile hedef firma yönetimlerinde kullanılmakta olan temel araçlardan bazılarıdır.

* Dual Class Recapitalization (DCR): Sahiplik yapısı değişikliklerine neden olmaktadır. Burada firmanın görece olarak daha düşük oy hakkına sahip ikinci sınıf bir adi hisse senedi grubu ortaya çıkarması söz konusudur. Bu hisselerin bir önemli özelliği, daha yüksek kâr payı ödemesine sahip olmasıdır. Bir DCR'in oluşturduğu A sınıfı paylar, bir oy hakkı ile daha fazla kâr payı oranına sahiptir. Bunun yanında B sınıfı payların ise daha düşük kâr payı oranı ve fakat çoklu oy hakkı bulunmaktadır. Bu yöntemin temel amacı, üst düzey yönetimin oy haklarının genişletilmesi sağlanarak, firma üzerindeki kontrollerini sürdürebilmelerini sağlamaktır. Bknz. Thomas E. Copeland, J. Fred Weston, Kuldeed Shastri, Financial Theory and Corporate Policy, 4. Edition, Pearson/Addison Wesley, 2005, s. 794.

¹²³ Sumon Kumar BHAUMIK, a.g.m., s.46,48.

2. BİRLEŞME VE SATINALMA NEDENLERİ

Firmaları birleşme ve satınalmalara iten nedenlere bakıldığında, günümüzde finans piyasalarında yaşanan yeni düzenlemelerin ve yine hızla değişen ve gelişen teknolojilerin oldukça önemli bir yeri olduğu tartışma götürmez bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. Elbette, oldukça büyük etkiler ortaya koyabilme yeteneğine sahip bu tip faaliyetlerin nedenlerini bir iki faktöre bağlamanın mümkün olmayacağı açık ve net olarak ortadadır. Dolayısıyla firmaları bu türlü faaliyetlere yönelttiği düşünülen önemli unsurların neler olduğunun açıklanmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

Firmaların birleşmeler ve satınalma faaliyetlerine başvurmalarının temellerini açıklayan çok sayıda teori bulunmaktadır. Sayıları arttırabilecek bu teorilerden en temellerini şu şekilde özetlemek mümkündür.¹²⁴

- i. Etkinlik: Birleşme ve satınalma faaliyetleri aracılığı ile, etkin firmaların daha az etkin firmaları satınalarak bir etkinlik artışı sağlamaları ve dolayısıyla kazanç elde etmelerinin mümkün olduğu belirtilmektedir.
- ii. Etkin Olmayan Yönetim: Hedef firmanın yöneticilerinin etkin olmadığı kabulüne dayandırılarak, başka bir yönetimin, hedef firma yöneticilerinin yaptığından daha iyisini yapabilecekleri ifade edilmektedir.
- iii. Faaliyet Sinerjisi: Ölçek ve/veya faaliyet ekonomilerini temel almaktadır. Buna göre birleşme ve satınalmalar, firmaların faaliyet düzeylerini geliştirmeye yardımcı olmaktadır. Bir bölümü bir başka şirketin aynı bölümüne göre daha güçlü olan bir firmanın, diğer firmanın daha güçlü olan bölümünü keşfetmesi ile ortaya çıkan biraraya gelme kararı sonucunda, her ikisinin de faaliyetlerinde yükseliş yaşanması bu konuya örnek olarak gösterilebilmektedir.
- iv. Finansal Sinerji: Birleşen firmalar arasındaki tamamlayıcılık hipotezini esas alır. Buradaki tamamlayıcılık, yönetim anlayışında değil ama yatırım fırsatları ve içsel nakit akışı unsurlarında ortaya çıkmaktadır.

¹²⁴ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A. SIU, a.g.e., s.87-88.

- v. Temsil Sorunu: Yöneticiler ile pay sahip ya da sahipleri arasındaki çıkar çatışmasının böyle bir soruna neden olduğunu belirtmektedir. Firma içerisinde yöneticilerin hissedarları temsil görevleri olduğu fikrinin dışına çıkıp kararlarında kendi çıkarlarını ön plana almaları sonucunda yaşanan önemli bir sorundur.
- vi. Vergi Etkisi: Vergi konusu birleşme ve satınalmalar için önemli bulunmaktadır. Ancak genel olarak bu tür faaliyetleri açıklamada temel bir role sahip olarak görülmemektedir.
- vii. Pazar Gücü: Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde değer arttırma kaynaklarının açıklandığı unsurlardan bir diğeridir. Burada, birleşme kazançlarının monopol etkisi ve rekabet ortamındaki azalmadan kaynaklandığı ifade bulunmaktadır.

Birleşme ve satınalmaları özendirici unsurlardan biri de, bir firmanın satın alınmasının verimli bir yatırım olabileceğidir. Birçok bilim adamına göre, birleşme faaliyeti alternatif bir yatırım yöntemidir. Firmalar, en kazançlı olacakları şekilde kapasitelerini arttırmak, yeni bilgi ve teknoloji elde etmek, yeni ürünlere sahip olmak veya yeni coğrafi alanlara girmek ya da yönetimin veya firma sahiplerinin etkinliklerini kontrol etmek istediklerinde, satınalma faaliyetine girme eğiliminde olmaktadır.¹²⁵

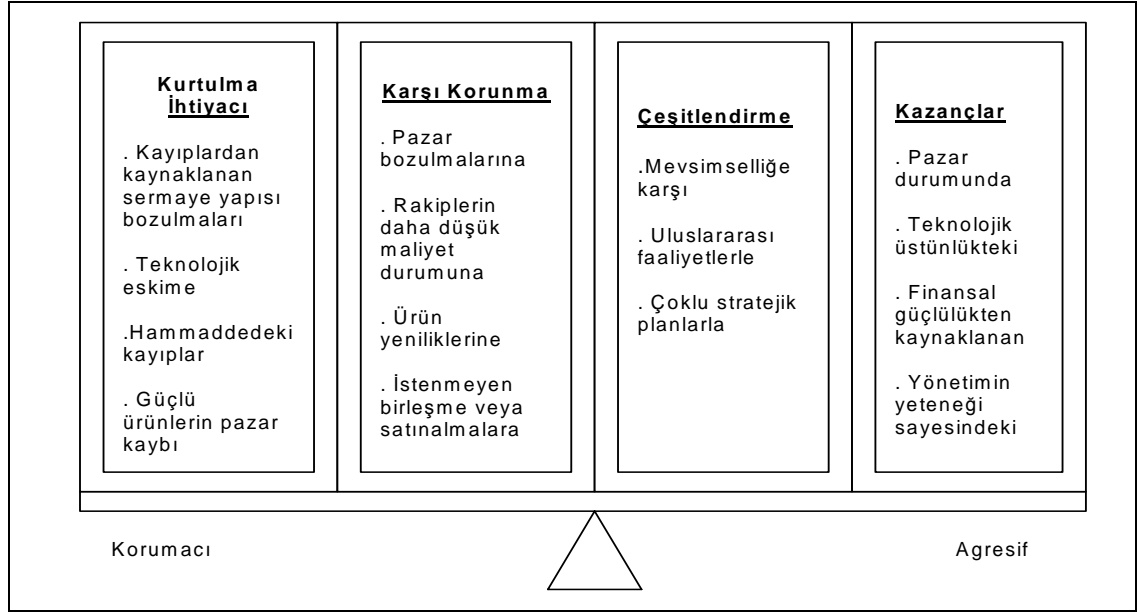
Birleşme ve satınalma faaliyetlerinden beklenen, firmanın büyümesi, yeni piyasalara girmek için yeni imkânlarla sahip olması ve üretimini ve kârlılığını arttırmasıdır. Birleşme ve satınalmalar belki firmalara yeni bir fabrikanın kuruluş yatırımları gibi yeni verimli varlıklar eklememektedir. Ancak, faaliyet ekonomileri oluşturulması, ölçek ekonomileri oluşturulması, bunun yanında yeni teknoloji ve ürün bileşiminin oluşturulması ile etkinliğini arttırarak, firma içerisinde değer yaratılmasına katkıda bulunmaktadır. Kısacası birleşme ve satınalmalar, etkin olmayan sermayeye sahip yönetimin yerine, fırsatlar oluşturup verimli varlıkların daha iyi kullanılmasını sağlamaktadır.¹²⁶

Firmaların birleşme faaliyetleri her zaman olumlu nedenlerden kaynaklanmamaktadır. Firmaları birleşmeye iten, korumacı amaçlı olduğu kadar, agresif nedenler de bulunmaktadır. Şekil 2.1, birleşmelerin bu iki boyutlu yapısının rahatlıkla görülebilmesini sağlamaktadır. Piyasada karşılaşılabilecek çeşitli

¹²⁵ Paul A. PAUTLER, "Evidence on Mergers and Acquisitions", **Antitrust Bulletin**, Vol. 48, Iss.1, Spring 2003, s.120–121.

¹²⁶ João Carlos FERRAZ, Nobuaki HAMAGUCHI, a.g.m., s.383.

olumsuzluklardan korunmaya çalışmak amacıyla olan firmaların birleşme faaliyetlerinde bulunmaları söz konusu olabildiği gibi, güçlü ama bir o kadar da istekli olmaktan kaynaklanan ve pazarda daha sağlam yer edinebilmeyi hedeflemiş firmaların da birleşmelere sıcak baktığı görülmektedir.¹²⁷



Şekil 2.1.
Birleşme Faaliyetlerinin Korumacıdan Agresife Sıralaması

Kaynak: Lawrance R. Jauch, William F. Glueck, *Business Policy and Strategic Management*, Fifth Ed., McGraw-Hill International Edition, Management Series, 1988, s. 249.

Birleşme ve satınalmalar sayesinde, başarılı bir ürün ve markaya, yeni dağıtım kanallarına, yeni müşterilere ve yeni teknolojilere sahip olmak gibi olumlu sonuçların yanı sıra, kültürel şok, yönetiminin bilgi eksikliği, sektör ve bölge hakkında yetersiz bilgi gibi olumsuz durumlarla da karşılaşılması muhtemeldir.¹²⁸

Bazı firma yöneticileri tamamen kendi güç ve saygınlıklarını artırmak için birleşme ve satınalma faaliyetlerine girerken, bazıları ise gerçekten şirket hissedarları için yeni ekonomik değer yaratma düşüncesi ile birleşme veya satınalmaları gerçekleştirmektedirler. Bu konuda yapılan bir araştırmada, firma yöneticilerinin bakış açısından, birleşme ile başarılmak istenen üç temel unsurdan ilki, pazar payını

¹²⁷ Lawrance R. JAUCH, William F. GLUECK, **Business Policy and Strategic Management**, Fifth Ed., McGraw-Hill International Edition, Management Series, 1988, s.229.

¹²⁸ David. J. BENDANIEL, Arthur. H. ROSENBLOOM, **The Handbook of International Mergers and Acquisitions**, Prentice-Hall Inc., 1990, s.12-13.

genişletme isteği (% 29); ikincisi, yeni coğrafi pazarlara açılma fikri (% 28) ve sonuncusu ise, firma pay sahiplerinin servetlerini arttırma düşüncesi (% 23) olarak belirlenmektedir.¹²⁹

Firmaları birleşme ve satınalma faaliyetlerini teşvik eden unsurları aşağıdaki başlıklarda incelemek mümkündür.

2.1. ÖLÇEK ve FAALİYET EKONOMİLERİ

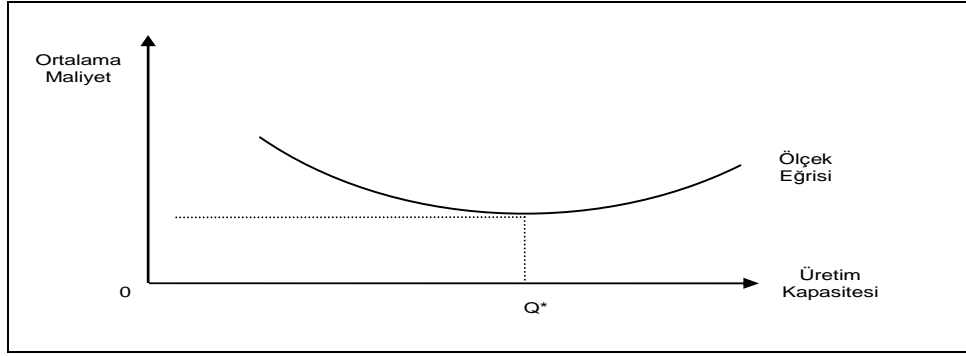
Birleşme ve satınalma faaliyetinde bulunan firmalar, üretim maliyetlerini azaltmak, çıktı miktarlarını arttırmak, ürün kalitelerini geliştirmek, yeni teknolojilere ulaşmak ya da yeni ürünlere sahip olmak amacı taşımaktadır. Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin etkinliğini belirleyen unsurlar, yönetsel anlamda olduğu kadar faaliyetler anlamında da mevcut bulunmaktadır. Ölçek ekonomileri, tüm girdilerin optimal dağıtıldığı varsayımı ile, firmanın ölçeği büyüdüğü takdirde, her bir birim ürünün üretimindeki maliyetin de uzun dönemde azalması durumunu ifade etmektedir.¹³⁰

Üretim ölçeğinin artması ile ortalama maliyetlerin azalması durumunu açıklayan ölçek ekonomilerinin, bu ilişkiyi belirten önemli ölçek eğrileri bulunmaktadır. Şekil 'de mikro iktisatta kullanılan uzun dönem ortalama maliyet eğrisi üzerinde ölçek eğrisi gösterilmektedir. Burada, Q^* noktasına dek ortalama maliyetlerin düştüğü (ölçek ekonomilerinin varolduğu) bu noktadan sonra ise ortalama maliyetlerin arttığı görülmektedir. Buna göre optimum kapasite Q^* kapasiteli fabrikadır. Özellikle büyük firmalarda Q^* noktasından sonra ortalama maliyetlerin artması, yönetim eksikliklerine bağlanmaktadır. Ayrıca bir veya birkaç üretim faktöründeki sınırlılık veya belli bir faktöre talep arttıkça, fiyatının da artmasının ortalama maliyetleri etkilediği açıktır.¹³¹

¹²⁹ Gilles Le BLANC, Howard SHELANSKI, "Merger Control and Remedies Policy in the EU and US: the Case of Telecommunications Mergers", **TPRC 30th Research Conference**, Alexandria, 29 September 2002, s.5.

¹³⁰ Paul A. PAUTLER, Evidence on Mergers and Acquisitions, s.122.

¹³¹ Tümay ERTEK, **Mikroekonomiye Giriş**, Beta Basım Yayım Dağıtım, 1. Baskı, İstanbul, Ağustos 2003, s. 190 - 191.



Şekil 2.2.
Ölçek Eğrisi

Kaynak: Tümay Ertek, Mikroekonomiye Giriş, Beta Basım Yayım Dağıtım, 1. Baskı, İstanbul, Ağustos 2003, s. 191.

Bir firmanın ölçek ekonomilerine sahip olması kısaca, çıktı miktarındaki artışa karşın, ortalama maliyetlerin düşmesi halinde meydana geldiği ifade edilmiştir. Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde ölçek ekonomileri iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki, önceden ayrı olan firmaların sahip oldukları fiziksel sermayelerinin koordinasyonu sayesinde ortaya çıkan ölçek ekonomileridir ki buna uzun vadeli ölçek ekonomileri adı verilmektedir. İkincisi ise, kısa vadeli ölçek ekonomileridir. Kısa vadeli ölçek ekonomilerinde, bölünmez unsurlarda meydana gelen dublikasyonların ortadan kaldırılması ve rasyonelleşme üzere yine ikili bir ayırma gidilmektedir. İlk durumda, öncelikle bir firma ne kadar küçük olursa olsun bazı harcamaların faaliyetlerini sürdürebilmek için esas teşkil etmesinin kaçınılmaz olduğu ve bu unsurların sabit maliyetler olarak adlandırıldığı belirtilerek, birleşme faaliyeti sonucu bir araya gelen firmaların, ölçek ekonomileri sayesinde bu sabit maliyetlerdeki dublikasyonlardan kaçınabilmesinin söz konusu olabildiği ifade edilmektedir. Diğer durumda ise, kısa dönemli ölçek ekonomileri sayesinde, fabrikalar arasındaki üretimin yeniden dağıtımının yapılması ile, rasyonelleşmenin sağlanmasının mümkün olduğu belirtilmektedir. Uzun dönemli ölçek ekonomilerinde ise, fiziki sermaye dahil olmak üzere bütün girdilerin ikiye katlanması halinde, toplam çıktı miktarının iki kattan daha fazla artmasının mümkün olduğu görülmektedir. Faaliyet ekonomileri ise, genel olarak, ölçek ekonomileri durumunun çok ünlü firmalardaki hali olarak ortaya çıkmaktadır. Çok ünlü bir üretim sürecinde ortak kullanılabilir her bir girdi sayesinde faaliyet ekonomilerinin artması söz konusu olacaktır.¹³²

¹³² Lars – Hendrik RÖLLER, Johan STENNEK, Frank VERBOVEN, "Efficiency Gains from Mergers", **The Research Institute of Industrial Economics**, Working Paper No. 543,2000, 20 December 2000, <http://skylla.wz-berlin.de/pdf/2000/iv00-09.pdf> , (8Haziran 2006), s.14–16.

Faaliyet ekonomisi, firmaların aynı üretim faktörleri ile iki ya da daha fazla ürün üreterek maliyet avantajı sağlamaları durumunu ifade etmektedir. Faaliyet alanı ekonomilerinin hesaplanma şekli aşağıda gösterilmektedir. Burada, E faaliyet ekonomisini; $C(q_a)$ sadece q kadar A malı üretildiği takdirde toplam maliyeti, $C(q_b)$ sadece q kadar B malı üretilse idi toplam maliyeti ve $C(q_a, q_b)$ ise q kadar A ve q kadar B malının birlikte üretilmesi durumunda toplam maliyeti ifade etmektedir.¹³³

$$E = \frac{C(q_a) + C(q_b) - C(q_a, q_b)}{C(q_a, q_b)}$$

Pozitif faaliyet alanı ekonomileri ($E > 0$), birden fazla çıktı üretmenin maliyetinin her çıktının ayrı ayrı üretilmesi halinde ortaya çıkacak maliyetlerin toplamından küçük olması durumu ifade etmektedir. Negatif faaliyet alanı ekonomileri ($E < 0$) ise, birden fazla çıktı üretmenin maliyetinin her çıktının ayrı ayrı üretilmesi halinde ortaya çıkacak maliyetlerin toplamından büyük olması demektir. Eşitliğin sıfır çıkması durumu ise, pozitif ya da negatif bir alan ekonomisi olmadığını göstermektedir.¹³⁴

Faaliyet ekonomileri, faaliyet sinerjisinin bir türü olarak da ifade edilebilmektedir. Burada, bir firmanın bazı ürünlerin üretimi için geliştirilebilir yeteneğe sahip olması durumunda, bu yeteneğin üretim sürecinin bir yönü ile birbiri ile ilişkisi kurulabilecek ürünler için genişletilebilme durumundan bahsedilmektedir. Örneğin antibiyotik üretiminde bulunan bir ilaç firmasında, diğer tür ilaçlar için araştırma, üretim ve pazarlama konularında benzer ya da aynı olanakları kullanabilme yeterliliğine sahip görülmesi sayesinde, bu tür ürünlerin de aynı firmada üretim faaliyetine katılması ve faaliyet ekonomisi yaratılması mümkün kılınabilecektir.¹³⁵

2.2. SİNERJİK ETKİLER

Finans teorisine göre, yöneticilerin birincil hedefi firma değerini yükseltmek olmalıdır. Sinerjik etkiler, değer yaratımına öncülük yapan önemli değerlerden birisidir. Buna bağlı olarak denilebilir ki, sinerji birleşme ve satınalma faaliyetlerinin önemli teşvik unsurlarından birisidir. Genel olarak bir birleşme veya satınalma faaliyetinin başarısının

¹³³ Zeynel DİNLER, **Mikro Ekonomi**, Ekin Kitabevi, 16. Basım, Bursa, 2005, s.189 – 190.

¹³⁴ Erdal ÜNSAL, **Mikro İktisat**, İmaj Yayınevi, Genişletilmiş 6. Baskı, Ankara, 2005, s. 302 – 303.

¹³⁵ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A SIU, a.g.e., s.77.

ölçülmesinde kullanılan temel ölçüt, bu faaliyetin firmanın değerini arttırıp arttırmadığı olduğuna göre, sinerjinin birleşme ve satınalma faaliyetlerinin en temel motivasyon unsurlarından birisi olarak sayılması doğaldır.¹³⁶

Sinerji, iki varlığın biraraya gelmesi sonucu, yeni varlığın, biraraya gelen iki varlığın toplamından daha fazla değere sahip olması anlamına gelmektedir. Aşağıda yeralan ve sinerjinin sembolik ifadesi olan formülde, $V_{A,B}$ bir araya getirilen firmanın değerini; V_A ve V_B ise sırası ile A ve B firmalarının ayrı ayrı değerlerini göstermektedir.¹³⁷

$$V_{A,B} > V_A + V_B$$

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde (pozitif) sinerjinin oluşması için bir araya gelen iki firmanın pozitif net kazanç elde etmesi gerekmektedir. Birleşme ve satınalmadan elde edilen inkremental net kazanç, bir araya gelen firmanın değeri ile bu firmaların ayrı ayrı varlıklar iken sahip oldukları değerlerinin toplamalarının farkına eşittir. ΔV 'nin pozitif olması, işlemin sinerji yarattığını ifade etmektedir.¹³⁸

$$\Delta V = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Varsayalım ki, A firması B firmasını almak istiyor. Her iki firmanın da vergi sonrası nakit akışları her yıl için (sonsuz dek) 10 TL. ve birleştikleri takdirde yeni oluşumun nakit akışı ise 21 TL. olacaktır. Bu durumda $21 - (10+10) = 1$ TL.'lik bir inkremental nakit akışı ortaya çıkmıştır ve dolayısıyla bir sinerji yaratıldığı görülmektedir.¹³⁹

¹³⁶ Tarun K. MUKHERJEE, Halil KIYMAZ, H. Kent BAKER, a.g.e., s.6.

¹³⁷ Steven BISHOP, Robert FAFF, Barry OLIVER, Garry TWITE, a.g.e., s.290.

¹³⁸ Stephen A., ROSS, Spencer C., THOMPSON, Mark J., CHRISTENSEN, Randolph W., WESTERFIELD, Bradford D., JORDON, **Fundamentals of Corporate Finance**, Second Edition, The McGraw – Hill Companies Inc, 2001, s. 743.

¹³⁹ Stephen A., ROSS, Spencer C., THOMPSON, Mark J., CHRISTENSEN, Randolph W., WESTERFIELD, Bradford D., JORDON, a.g.e., 2001, s. 743.

Sinerjinin dört temel kaynağı olarak maliyet, gelir, piyasa gücü ve maddi olmayan unsurlar sayılabilir. Temelde bu dört faktörün içerisinde en kolay hesaplanabilen faktör, maliyet sinerjisidir. Buna göre, maliyetlerin azaltılması sayesinde nakit akışında artış sağlanmaktadır. Maliyet sinerjisinin, sabit maliyet sinerjisi ve değişken maliyet sinerjisi olmak üzere ikili ayrımı söz konusudur. İlki genellikle ölçek ve faaliyet ekonomileri ve verimlilikle ilişkilidir. Değişken maliyet sinerjileri ise, satınalma gücü ve yine verimlilikteki artışla bağlantılı olarak ortaya çıkmaktadır. Gelir kaynaklı sinerji, birleşme ve satınalma faaliyetlerinden beklenen -ancak çoğu zaman gerçekleştirilemeyen- bir diğer unsurdur. Satış etkinliğindeki artış ve yeni ürün geliştirme maliyetlerinde azalma sağlanması en temel gelir sinerjisi kaynaklarını oluşturmaktadır. Pazar gücü sinerjisi ise, piyasadaki rakiplerin ve kapasitelerinin eliminasyonu yolu ile gerçekleştirilebilmektedir. Bu unsur oldukça hassas bir noktada yer almaktadır. Piyasa mekanizmasına zarar vermesi muhtemel bir faktördür. Maddi olmayan unsurlardan kaynaklanan sinerji ise, ölçümü en zor olan faktör olarak görülmektedir. İçerisinde, marka adının genişletilmesi, bilginin sağladığı üretim yeteneğinin paylaşılması gibi unsurlar bulunmaktadır. Firmanın hedefi, bu unsurların bir firmadan diğerine transfer edilebilmesi ve bu yolla sinerji yaratılmasıdır.¹⁴⁰

Esas olarak sinerjinin, faaliyet ve finansal olarak iki kısma ayrıldığı görülmektedir. 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. Finansal sinerjiden beklenen değer artışı ise, tamamen birleşen firmaların finansal etkilerinden oluşmaktadır. Bu kaynaklar, daha düşük vergiler, daha yüksek borçlanma kapasitesi ya da serbest nakitin daha etkin kullanımı olarak sıralanabilir.¹⁴¹ Faaliyet sinerjisinin varsayımı, ölçek ekonomilerinin varlığıdır. Özellikle yatay birleşmeler için ölçek ekonomileri önem taşımaktadır. Ölçek ekonomileri, insan gücü, donanım veya genel üretim giderleri gibi “bölünmez” unsurlar nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bu durum, birleşme sonrasında, bölünmezlikleri ve kapasitenin daha faydalı kullanımını etkilemektedir. Dikey birleşmelerde ise faaliyet ekonomileri, bir sektörün farklı basamaklarındaki firmaların kombinasyonu ve farklı

¹⁴⁰ David M. SCHWEIGER, Philippe VERY, “Creating Value Through Merger and Acquisition Integration”, içinde: **Advances in Mergers and Acquisitions**, Vol. 2, Cary COOPER, Alan GERGORY (Ed.), 2003, Elsevier Sciences Ltd., s. 4 – 5.

¹⁴¹ Aswath DAMODARAN, **Corporate Finance, Theory and Practise**, John Wiley & Sons Inc., 1997, s.678,682.

seviyelerde daha etkin koordinasyonun başarılabilmesi durumunu ifade etmektedir. Buradaki sav, haberleşme ve diğer çeşitli işlem maliyetlerinden dikey entegrasyon yolu ile kaçınılabilmektedir.¹⁴²

Finansal sinerjide, sermaye maliyetinin çeşitli yollarla azaltılabilmesi tartışılmaktadır. Büyük içsel nakit akışı ve küçük yatırım fırsatları olan firmaların, aşırı nakit akışı yapısına sahip oldukları görülmektedir. Düşük içsel fon ve yüksek büyüme potansiyeli olan firmaların ise ek fon ihtiyaçları doğmaktadır. Bu ikisinin kombinasyonu sonucunda, içsel fonların daha düşük maliyet ile kullanılması sağlanarak, finansal sinerji yaratılmaktadır.¹⁴³

Kıymaz ve diğerlerinin çalışmalarından elde edilen bulgular göstermiştir ki, firmaları birleşme faaliyetlerine iten en önemli unsur sinerjidir ve iki kısımdan oluşan sinerjinin en çok faaliyet sinerjisi yönü bu itici gücü oluşturmaktadır. Araştırmada kullanılan anket çalışmasından elde edilen bulgulara göre, firmaların % 37,3'üne göre sinerji, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde birincil motivasyon unsuru olarak görülmektedir.¹⁴⁴

2.3. ÇEŞİTLENDİRME

Çeşitlendirme, birleşme ve satınalma faaliyetlerini motive eden bir başka önemli unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir firmanın kendi faaliyet alanının dışında olan bir diğer firmayı satın alınması yolu ile, firma kazançları üzerinde dönemsellik veya diğer bazı unsurlardan kaynaklanan istikrarsızlığın azaltılması söz konusu olabilmektedir.¹⁴⁵ Satınalma arzusunda olan bir firmanın, öncelikle kendi risk ve getiri seviyesine karar vermesi gerekmektedir. Ancak bundan sonra firmalar kendi risk sınıfı içerisine girebilecek ülke, sektör ve firmaları doğru belirleme olanağına sahip olabileceklerdir.¹⁴⁶

Çeşitlendirme, ekonomik kazancın ölçülmesinde kullanılan önemli bir değişkendir. Farklı risk düzeyinde bulunan birleşen iki firma, tek tek düşünüldüğü zaman, birleşmiş hallerinin sahip olduğu riskten daha fazla riske sahip olmaktadır. Bir

¹⁴² J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A. SIU, a.g.e., s.76

¹⁴³ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A. SIU, a.g.e., s. 78.

¹⁴⁴ Tarun K. MUKHERJEE, Halil KIYMAZ, H. Kent BAKER, a.g.e., s.15.

¹⁴⁵ James C. VAN HORNE, **Financial Management and Policy**, Sixth Edition, Prentice – Hall International,1983, s. 613.

¹⁴⁶ G. M. VASCONCELLOS, R.J. KISH, "Cross-Border Mergers and Acquisitions: The European-US Experience", **Journal of Multinational Financial Management**, Vol.8, Iss. 4, November 1998, s.435.

diğer ifade ile riskin azaltılması, çeşitlendirme unsurunun bir etkisi olarak ortaya çıkmaktadır.¹⁴⁷

Örneğin, bir banka veya diğer finansal kuruluşlar için hangi birleşme yönteminin daha etkili olacağını belirleyen en önemli unsurlardan birisi, o banka veya finansal kuruluşun potansiyel ortağından ne kadar farklı olduğu ile ilişkilidir. Yöneticiler açısından, tamamen farklı firmaların biraraya gelmesi içerisinde çeşitli güçlükleri taşıyabilmektedir ancak bu durum, çeşitlendirmenin yaratacağı önemli kazançları da beraberinde getirebilecektir. Birbirinden tamamen farklı firmalar ile kıyaslandığında, benzer firmaların biraraya gelmesi, yönetime daha az yük getirirken, çeşitlendirme etkisini daha sınırlı tutmaktadır.¹⁴⁸ Kıymaz ve diğerlerinin gerçekleştirdikleri anket çalışmasına katılan firmaların % 29,3'ü çeşitlendirmeyi, birleşme kararını almada etkili ikinci unsur olarak görmektedirler.¹⁴⁹

Delong'un (2003) sadece banka birleşmeleri üzerinde yaptığı çalışmasından da görüleceği üzere, çeşitlendirme yolu ile firmalar değer artırma fırsatları bulabileceklerinden, maliyetlerinde azalma sağlayabileceklerdir. Örneğin birleşme faaliyeti, bir maliyet sinerjisi yaratmış ise, bu durumda harcamalar azalmış olacaktır. Benzer şekilde, çeşitlendirme de iflas maliyeti olasılığını azaltacağı için, kazançlarındaki dalgalanmalarda aynı etkiye yol açacağı beklenmektedir.¹⁵⁰

2.4. FİNANSAL VE VERGİSEL AVANTAJLARDAN FAYDALANMAK

Birleşme ve satınalmalar, finansal etkinlik üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin, firmalar, başka firmaları satın alarak kazançlarında çeşitlenmeyi sağlayabilmektedirler. Böylelikle fonlama konusunda yaşanabilecek sıkıntıların önüne geçilmesi söz konusu olabilecektir. Firmadaki kazanç çeşitlendirilmesi, kârlılıklardaki değişim oranını ve iflas riskini azaltabilmektedir. Vergisel kazançlar konusuna bakıldığında ise, 1980'lerin ortalarına kadar, birleşme ve satınalma faaliyetleri ile ilgili olmak üzere, vergi azalmaları sayesinde önemli faydalar elde edildiği görülmektedir. Ancak, ampirik çalışmalara göre, birçok birleşme faaliyetini motive eden en önemli

¹⁴⁷ Paul J. HALPERN, "Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers", **The Journal of Business**, Vol. 46, Iss.4, 1973, s.560.

¹⁴⁸ Arturo ESTRELLA, "Mixing and Mathching: Prospective Financial Sector Mergers and Market Valuation", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 25, Iss. 12, December 2001, s. 2368.

¹⁴⁹ Tarun K. MUKHERJEE, Halil KIYMAZ, H. Kent BAKER, a.g.e., s. 15 – 16.

¹⁵⁰ Gayle DELONG, "Does Long – Term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Banking Industry", **Financial Management**, Vol. 32, Iss. 2, Summer 2003, s. 7.

unsurun vergisel avantajlar olduğu söylenememektedir. Sadece; Romano'nun birleşmeler için vergi teşvikleri konusundaki analizinde, 1990'lara kadar vergisel değışikliklerin birleşme ve satınalma faaliyetlerinde önemli etkisi olduğunu destekleyen oldukça küçük bir oran belirlenebilmiştir.¹⁵¹

2.5. DİĞER UNSURLAR

Bu başlık altında toplanabilecek unsurlardan bir tanesi, alıcı firma yöneticilerinin yönetim hırsı ve kişisel itibarlarını yükseltme isteğinden kaynaklanan, hedef firma yönetimini geliştirme amaçlarıdır. Temelinde, etkin olmayan bir firmanın elde edilip, etkin hale getirilmesi sağlanarak, o firma içinde varolan potansiyelden yararlanma isteğı yatmaktadır. Burada yöneticiler, birleşme veya satınalma faaliyetinin, firma için gerçekten en iyi çözüm olup olmadığı ile ilgilenmemektedirler. Aslında, örtük bir motivasyon unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu unsur, kimi zaman yöneticilerin piyasada doğru değerini bulmuş olan firmalara neden daha fazla prim ödediklerini de açıklamaktadır. Yöneticiler, pay sahiplerinin servetlerini düşünmek yerine, kendi lehlerine durum yaratma işlevi edinmektedirler. Kendileri için daha önemli olan, sosyal statü ve yönetim gücü sağlama istekleri ağır basmaktadır.¹⁵²

Yöneticiler, birleşme ve satınalma faaliyetini, firma büyüklüğünü arttırmak ve aslında, hedef firma olma olasılıklarını azaltmak amacı ile de kullanabilmektedirler. Dolayısıyla, kimi durumlarda birleşme ve satınalma faaliyetlerindeki ana amaçları, kendi çıkarlarının korunması olabilmektedir. Bu amaç birincil unsur olduğunda, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin sonucunda, alıcı firma pay sahiplerinin servetlerinde azalmalar ile karşılaşılması çoğu zaman kaçınılmaz olmaktadır. Gerçekçi analizlere dayanan değerlendirmeler sonucunda başvurulmuş bir büyüme yöntemi olarak birleşme ve satınalmalarda ise, karşılaşılan sonuçların her iki taraf için kazanım sağlama olasılığı oldukça yüksek görülmektedir.¹⁵³

¹⁵¹ Paul A. PAUTLER, Evidence on Mergers and Acquisitions, s. 124.

¹⁵² Krishna G. PALEPU, Paul M. HEALY, Victor L. BERNARD, **Business Analysis & Valuation Using Financial Statement**, Second Edition, South-Western College Publishing, 2000, s.15–2.

¹⁵³ Gary GORTON, Matthias KAHL, Richard ROSEN, a.g.e., s. 30.

Finansal kaynakları sınırlı olan firmalara düşük maliyetli fon sağlamak için de birleşme ve satınalma faaliyetlerinden yararlanılabilmektedir. Özellikle büyüme için dışsal fona ihtiyaç duyan, yeni kurulmuş ve yüksek büyüme oranına sahip firmaların, sermaye piyasalarından uygun maliyetli fon bulma konusunda yaşadıkları sıkıntıları aşmak amacı ile, bu faaliyetlere yöneldikleri görülmektedir. Bu tür firmalar ile birleşme kararı veren firmaların, finansman için sağlam kaynakları olduğundan, değer yaratma olanağına sahip oldukları açıktır.¹⁵⁴

Bir başka unsur ise, firmaların pazar gücü oluşturmak isteğidir. Bu faktör 19 yy.'ın son çeyreğinden 20.yy.'ın ilk yarısına dek birincil motivasyon unsuru olarak görülmektedir. 1887–1904 döneminde “monopol için birleşme” ve 1916–1929 döneminde ise, “oligopol için birleşme” amacı bulunduğu göze çarpmaktadır. 1950'lerde birleşmeleri kontrol altına almaya yönelik düzenlemelerin yoğunluk kazandığı görülmektedir. 1980'ler ve 1990'larda ise, ABD'de antitröst kurumları ve diğer düzenleyici otoritelerin izin verdiği ölçüde bu faaliyetler gerçekleştirilebilmektedir.¹⁵⁵

Bu konu ile bağlantılı olmak üzere, ABD ve bazı Avrupa ülkelerinde firma birleşme ve satınalma faaliyetlerinin tekelleşmenin engellenmesi amacı ile sınırlandırıldığı belirtilmesi gerekmektedir. Özellikle piyasadaki yoğunlaşma derecelerinin ölçüldüğü ve işlemlerin bu açıdan takip edildiği görülmektedir. Piyasa yoğunlaşma oranının ölçülmesinde kullanılan unsurlardan birisi, Firma Yoğunlaşma Endeksi'dir (cr_n). Bu endeks, bir sektörde yer alan en büyük, ilk iki, ilk dört ya da ilk sekiz (hatta ilk n) firmanın piyasa paylarının toplamını hesaplayıp, bu firmaların piyasayı ne ölçüde kontrol ettiklerini ölçerek, piyasadaki yoğunlaşma hakkında bilgi vermektedir. Adı geçen yöntemin dışında sıklıkla kullanılan bir diğer yöntem de, firmaların tek tek piyasa paylarının ön plana çıkarılarak yoğunluğu hesaplayan Herfindahl-Hirschman Endeksi'dir (HHI). Sektör içerisinde pazar payı büyük olan firmaların yoğunluk içerisindeki ağırlıkları artarken HHI değerinin de arttığı görülmektedir. HHI değerinin 1000'in altında olması sektörde yoğunlaşmanın

¹⁵⁴ Krishna G. PALEPU, Paul M. HEALY, Victor L. BERNARD, a.g.e., s.15-2 – 15-3.

¹⁵⁵ Paul A. PAUTLER, Evidence on Mergers and Acquisitions, s. 125 – 126.

olmadığını, 1800 puanın üzerinde olması halinde ise yüksek yoğunlaşma olduğu ve oligopol özelliklerinin baş gösterdiğini ifade etmektedir.¹⁵⁶

Hedef firmanın hisse senetlerinin piyasa değerinin, gerçek ya da potansiyel değerini yansıtmıyor -düşük değerlendirilmiş- olması da, bir birleşme nedeni olabilmektedir. Düşük değerlendirilme teorisi ile ilgili olarak “q oranı”^{*} karşımıza çıkmaktadır. Hedef firmanın hisse senedi fiyatlarının, bu firmanın varlıklarının yerine koyma maliyetinin altında olması halinde, firmaların daha düşük maliyet ile genişleyebilmek amacı ile mevcut firmanın hisselerini satınalmayı, bu varlıkları tesis etmeye kıyasla tercih ettikleri görülmektedir.¹⁵⁷ İyi bir alım olarak nitelendirilebilecek bir hedefin bulunmuş olması, birleşme ve satınalma faaliyetleri için oldukça teşvik edici bir neden olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu noktada, Lang ve diğerleri (1989), alıcı firmanın ve hedef firmanın aşırı getirileri ile bu firmaların değer ağırlıklı aşırı getirilerinin, her iki tarafın q değeri ile ilintili olduğunu ifade etmektedirler. Başarılı bir teklif verme faaliyetinde, yüksek q oranına sahip bir alıcının (q değerinin 1’den büyük olma durumu) istatistiksel olarak anlamlı aşırı getirilere sahip oldukları belirtilirken, düşük q oranına sahip alıcıların (q değerinin 1’den küçük olma durumu) ise kayıplar ile karşılaştıkları ortaya konmaktadır. Rakamsal olarak ise %5 anlamlılık düzeyinde yüksek q değerine sahip alıcıların, düşük q değerine sahip alıcılara kıyasla % 5,2 daha fazla aşırı getiri elde ettikleri açıklanmaktadır.¹⁵⁸

Gerek alıcı gerekse hedef firmaların birleşme ve satınalma faaliyetlerindeki en önemli teşvik unsurunun, firmanın hisse senetlerinin değerinin dolayısıyla firma değerinin yükselmesi olduğu söylenebilmektedir. Bu amaç firma için oldukça önemlidir. Kropf ve Viswanathan (2004), firma değerini, alıcı ve hedef firma ayırımından hareketle bir modele oturtmaktadırlar. Model, Şekil 2.3.’de gösterilmektedir. Modelde, bir

¹⁵⁶ Zeynel DİNLER, a.g.e., s. 391 – 392.

^{*} q oranı: Bir firmanın borç ve özkaynaklarının piyasa değerinin, o firmanın varlıklarının cari yerine koyma maliyetine oranına denmektedir. James Tobin tarafından ortaya atıldığı için Tobin q’su olarak da geçmektedir. Bu oranı piyasa değeri/defter değerinden ayıran en önemli farklılığı, oranın payında yer alan varlıkların piyasa değerlerinin sadece hisse senetlerini değil, firmanın bütün borç ve özkaynaklarını kapsıyor olmasıdır. Paydası ise, tüm varlıklarını içermektedir. Bunun yanında paydada yer alan değerler, firmanın defterlerinde yer alan ilk maliyet bedelleri ile değil ama yerine koyma maliyetleri ile yer almaktadır. Esas olarak oranın birden büyük olması, firmaların yatırım yapmaya teşvik edildiğini; birden küçük olması ise yatırım yapılmasının durdurulabileceği bunun yerine, firma birleşmeleri yolu ile varlık edinmenin daha avantajlı olabileceği ifade edilmektedir. Bknz. R. Brealey, S. Myers, A. Marcus, İşletme Finansının Temelleri, Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan, H. Doğanlı, Literatür, 1997, s. 479- 480.

¹⁵⁷ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A. SIU, a.g.e., s. 88.

¹⁵⁸ Larry H. P. LANG, René M. STULZ, Ralph A. WALKLING, “Managerial Performance, Tobin’s Q, and the Gains from Successful Tender Offers”, **Journal of Financial Economics**, 24, 1989, s. 138.

anlamda, alıcı firma, hedef firma ve piyasa tarafından bilinen ve bilinmeyen unsurlardan kaynaklandığı kabul edilen firma değerini belirlemede karşılaşılan yanlış değerlendirme olgusunun üzerinde durulmaktadır. Öncelikle, V_i 'nin belirlenmesinde sinerjinin etkili olduğu görülmektedir. Sinerjinin değerine bağlı olarak V_i 'nin, hedef firmanın gerçek değerinden (X_T) daha büyük ya da daha küçük sonuçlanması mümkün olacaktır. Dolayısıyla, birleşmenin firmaya değer eklemesi (pozitif s_i) ya da firmanın değerini düşürmesi (negatif s_i) gibi sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Tahmin edileceği üzere, kendi varlıklarının gerçek değerini bilen alıcı firma (X_i), hedef firmanın gerçek değerini (X_T) ve sinerjinin değerini (s_i) tam olarak bilememektedir. Sinerjinin piyasa tarafından bilinen ve firmaya özgü olmak üzere iki unsurdan oluştuğu belirtilmektedir ($(1 + s_i) = (1 + \lambda) \times (1 + w_i)$). Alıcı firma açısından bakıldığında yine iki değer varlığından söz edilmektedir. Birincisi, alıcı firmanın piyasa değeri (M_i) ve alıcı firmanın sahip olduğu gerçek değer (X_i). Çoğu zaman bu iki değer birbirine eşit olması mümkün olmamaktadır. Bunun nedeni, iki boyutlu değerlendirme hatalarına bağlanmaktadır. Bunlardan birincisi, piyasa çapında yanlış değerlendirme, ikincisi ise firmaya özgü unsurlardan kaynaklanan yanlış değerlendirmedir. Bu durumda alıcı firmanın gerçek değeri: ($X_i = M_i \times (1 - \varepsilon_i) \times (1 - \rho)$) olacaktır. Burada; ρ , her firma için aynı olan piyasa çapında yanlış değerlendirme unsuru ve ε_i ise, firmaya özgü yanlış değerlendirme unsuru olarak tanımlanmaktadır. Bu iki değer pozitif olması, piyasanın firmayı aşırı değerlendirdiğini, aksi durumu ise firmanın düşük değerlendirildiğini göstermektedir. Alıcı firmada olduğu gibi, hedef firmanın da bir piyasa değeri (M_T) vardır. Bu değer, alıcı firma tarafından bilinmektedir. Ancak hedef firma varlıklarının gerçek değeri, (X_T), sadece hedef tarafından bilinmektedir. Hedef firmanın gerçek değeri ile piyasa değeri arasındaki farklılığın açıklaması alıcı firmadaki durum ile aynıdır. Dolayısıyla hedef firmanın gerçek değeri, ($X_T = M_T \times (1 - \varepsilon_T) \times (1 - \rho)$) eşitliğine karşılık gelecektir. Burada, ε_i , firmaya özgü yanlış değerlendirme unsurunu ve ρ ise yine piyasa çapındaki yanlış değerlendirme unsurunu sembolize etmektedir.¹⁵⁹

¹⁵⁹ Matthew RHODES-KROPF, S. VISWANATHAN, a.g.m., s. 2690 – 2691, 2693.

Şekil. 2.3.

Alıcı ve Hedef Firma Değerleri

Kaynak: Matthew RHODES – KROPF, S. VISWANATHAN, Market Valuation and Merger Waves, The Journal of Finance, Vol. 59, No.6, December 2004, s. 2693.

Bu modelde de ifade edildiği üzere, firma değerinin yükselmesinin istenmesi dışında bir diğer unsur da, büyüme ile ilgilidir. Sonsuz ömre sahip olduğu kabul edilen firmaların bir başka önemli amacı da büyüyebilmektir. Bu ortak nedenler dışında, her iki tarafın farklılık gösteren birtakım motivasyon unsurları da vardır. Hedef firmalar açısından bakıldığında, genellikle yönetim ile ilgili yaşanan sorunların birleşme kararında etkili olduğu görülmektedir. Bunlar ve bunlara benzer birçok unsur, taraf firmaların birleşme ve satınalma kararını doğrudan etkilemektedir.

Sektörde durgunluk ile karşılaşılması da, firmaları birleşme ve satınalma kararına iten nedenler arasında yer almaktadır. Durgunluk, genellikle sektörün olgunluk dönemine girmesi sonucunda baş göstermektedir. Firmalar artık büyüyemedikleri takdirde, yeniden büyüyebilmek amacı ile bu faaliyetleri tercih etmektedirler. Bir başka ifade ile birleşme faaliyetleri genellikle durgunluğa karşı korumacı bir strateji olarak ve

rekabetçi avantajın ellerinde tutulması ve dolayısıyla kârlılığın yeniden elde edilmesi amacı ile kullanılmaktadır.¹⁶⁰

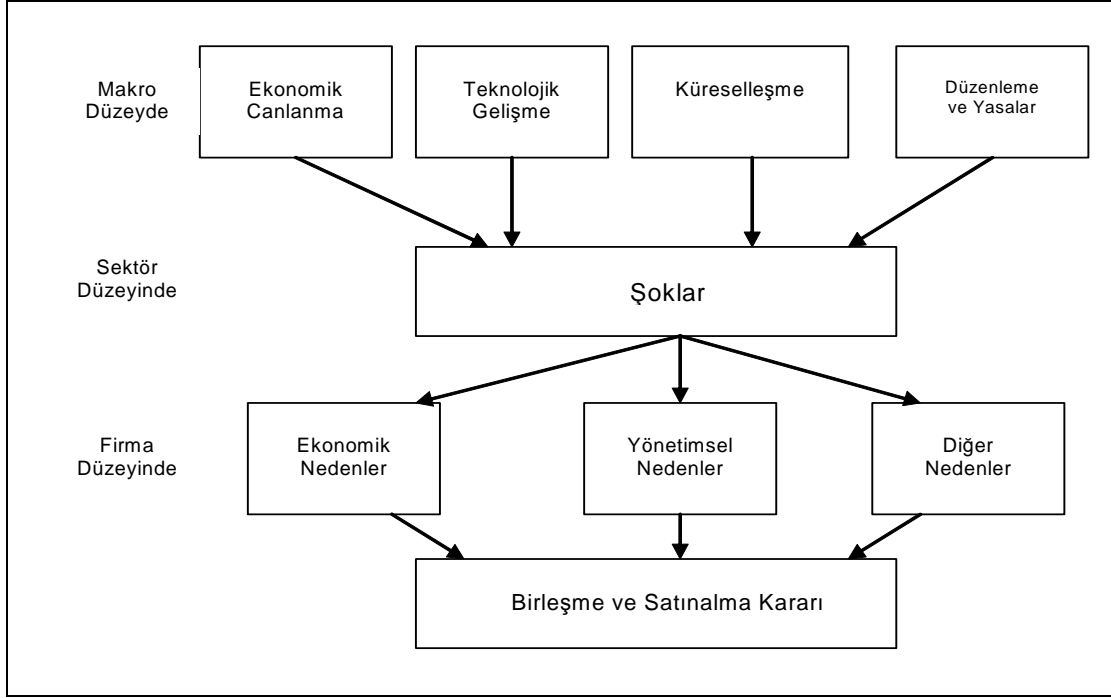
Birleşme ve satınalmaları teşvik eden unsurlar olduğu gibi, sınırlandıran değişkenler de mevcuttur. Bilgi asimetrisi bu anlamdaki en önemli sorun olarak görülmektedir. Bilgi asimetrisi durumu, piyasada büyük sorunlar yaratabilmektedir. Sorunun temelinde, firmanın değeri hakkında yöneticilerin, pay sahiplerinden daha fazla bilgiye sahip olmaları yatmaktadır. Potansiyel hedef firma hakkındaki bilgi, satınalan firmanın karar verme süreci için oldukça önemli olmaktadır. Gerekli bilgi sağlanamıyorsa, firma cazip olsa bile, satınalan firma planlarını durdurmak veya ertelemek zorunda kalabilecektir. Buna karşın, satınalan firma hedef firma hakkında piyasadaki diğer rakiplerinin elde edemeyeceği bilgilere ulaşabilme olanağına sahip olabilmektedir. Bu nedenle, bilgi faktörü mutlak zarar verici olarak görülmemelidir.¹⁶¹

Bilgi asimetrisi hipotezinde, alıcı ya da hedef firmalardan birinin gerek varlıklar gerekse fırsatlar konusunda diğerinden (ya da piyasadan) daha fazla bilgiye sahip olma durumu ifade edilmektedir. Bu durumun ödeme yöntemini de etkileyeceği ifade edilmektedir. Örneğin, hedef firmanın pay sahiplerinin kendi firma değerleri hakkında bilgi asimetrisine sahip olması halinde, alıcı firmanın birleşme faaliyetinde ödeme yöntemi olarak hisse senedi ile ödeme yapmayı tercih etmesi mümkün olabilecektir. Böylece doğabilecek herhangi bir olumsuzluk, sadece alıcı firma pay sahiplerine değil, aynı zamanda hedef firmayı pay sahiplerine de yansıtılabilecektir.¹⁶²

¹⁶⁰ Sylvia LARSSON, Charlotte WALLENBERG, "Motives for and Evaluation Criteria of Mergers and Acquisitions", 18.01.2002, <http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2002/fek/010/>, (14.10.2004), s.29 – 30.

¹⁶¹ G. M. VASCONCELLOS, R.J. KISH, a.g.m., s.435-436.

¹⁶² Micah S. OFFICER, "Collars and Renegotiation in Mergers and Acquisitions", **The Journal of Finance**, Vol. 59, No. 6, December 2004, s. 2722.



Şekil 2.4.

Birleşme ve Satınalmaların Nedenleri

Kaynak: Jyrki Ali-YRKKÖ, Mergers and Acquisitions – Reasons and Results, The Research Institute of Finnish Economy, ETLA, Discussion Papers, No:792, 2002, s.25.

Şekilde 2.4., bir hali ile bölümü özetler şekilde, birleşme ve satınalma kararında etkili olan temel makro ekonomik faktörleri göstermektedir. Belirtilen bu faktörler, firma düzeyinde doğrudan etkili olmakla beraber, sektörel şokların nedeni de olabilmektedirler. Ekonomik canlanmalar ya da daralmalar, sektörler arasında çeşitlilik göstermektedir. Bazı sektörler canlanmayı yaşarken bazıları için aynı dönemde aynı etki gerçekleşmemektedir. Canlanma boyunca, firmaların nakit akışları genellikle güçlü ve finansal durumları iyi bir performans sergilemektedir. Yine ekonomik yükseliş dönemlerinde, kapasitenin tamamı – ya da tamamına yakını- kullanılabilir. Tüm bu unsurlar yeni yatırım fırsatlarının çekiciliğini arttırmakta ve birleşme ve satınalmaların artırılması için bir yol olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer önemli makro değişken, teknolojik gelişimdir. Ulaşım ve iletişim alanında yaşanan teknolojik gelişmeler, sektörel şokların önemli nedenlerinden sayılmaktadır. Küreselleşme ile beraber, bazı sektörlerde uluslararası faaliyetler büyük faydalar yaratılırken, bazılarında ise yaratılan faydalar diğerlerine oranla daha küçük kalmaktadır. Son olarak, düzenleme ve yasalarda yaşanan değişimler, sektör düzeyinde yaşanan şoklara da büyük bir ivme kazandırmaktadır. Özellikle, yabancı sahiplikler ile ilgili

düzenlemelerden dolayı, sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetleri, oldukça etkileyici bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.¹⁶³

Birleşmenin tarafları açısından, bu faaliyetlerin genellikle firmaların hisse senetlerini ve/veya fiyat/kazanç oranlarını yükselttikleri görülmektedir. Dolayısıyla, alıcı olabilecek firmaları birleşme ve satınalma faaliyetine iten en önemli nedenlerden bir diğeri, firmalarının hisse senetlerinin değerinin yükselme beklentisi olmaktadır. Buna karşın, hedef firmaları birleşmeye yöneltecek unsur ise, bu kez, hedef firma hissedarlarının sahip oldukları değerlerinin artması beklentisi olacaktır. Alıcı firmalar, firmalarının büyüme hızını arttırmak istediklerinde de, birleşmeyi bir çözüm yolu olarak görebilmektedirler. Hedef firmanın bu anlamdaki düşüncesi ise, kimi zaman, alıcı olan firma sayesinde kendi firmasının büyüme hızını arttırmak olabilmektedir. Ayrıca, alıcı firma sahip olduğu nakit fazlasını etkin kullanmak amacı ile, uygun bulduğu bir firma ile gerçekleştireceği birleşme faaliyetini iyi bir yatırım olarak görebilmektedir. Yine, alıcı taraf için, kazançlar ve satışlarını belirli bir düzeyde tutma, diğer bir ifade ile, satışlarında ve kazançlarında tutarlı olma arzusu söz konusu olabilmektedir. Aynı şekilde, alıcı firmanın ürün hattında dengeye ulaşmak veya boşlukları doldurabilmek, önemli bir avantaj olarak görülmektedir. Alıcı firmanın, hedef olarak tespit ettiği firma doğru bir firma ise, onun sayesinde ihtiyacı olan kaynaklara gereken zamanda sahip olacak ve üretim sürecinde herhangi bir aksaklık ile karşılaşmayacaktır. Bir başka faktör, rekabet kavramında ortaya çıkmaktadır. Her ne kadar yasalar ve düzenlemeler bu amaç ile gerçekleştirilmeye çalışılan birleşme ve satınalma faaliyetin önüne engeller koymaya çalışsa da, birleşmelerin belki de firma yönetimince en çok dikkat çeken özelliği, rakipler ile olan ilişkilerinde kendini göstermektedir. Alıcı firmaların göz ardı edilemeyecek kadar büyük bir kısmı, özellikle rakiplerine yönelerek onları satın almak ve bu yolla rekabeti azaltmayı ummaktadır. Bunu yanında, her iki firma arasında doğacak sinerji sayesinde etkinliği ve kârlılığını arttırmak, alıcı firmanın olduğu kadar hedef firmanın da amacı olmaktadır. Alıcı firmada olduğu gibi, hedef firmanın da kendine özgü bazı farklı birleşme nedenleri mevcuttur. Örneğin, aile şirketi olmanın getirdiği bazı olumsuzlukların birleşme ve satınalma faaliyetleri sayesinde bertaraf edilebileceği düşünülmektedir. Yönetimsel anlamda yaşanan sorunların üstesinden gelebilmenin bir yolu olarak da, yine bu faaliyetlerin gündeme alındığı görülmektedir.¹⁶⁴

¹⁶³ Jyrki Ali-YRKKÖ, a.g.e., s. 25 – 26.

¹⁶⁴ Lawrence R. JAUCH, William F. GLUECK, a.g.e, s.229.

3. BİRLEŞME VE SATINALMALARIN FİNANSAL AÇIDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Firmaların rekabet dünyasında yerlerini sağlamlaştırmak hatta ön safları almak amacı ile başvurdukları birleşme ve satınalmalar hakkında bu noktaya kadar olan açıklamaların genel işletmecilik kapsamındaki birçok alt dalı ilgilendirdiği görülmektedir. Ancak açıklamaların bundan sonraki boyutunda, birleşme ve satınalmaların finansal özellikleri üzerinde durulacaktır. Bu bağlamda, ödenecek primin belirlenmesinden başlanıp değerlendirme yöntemleri, finansman şekilleri ve değer yaratma özellikleri ayrıntılıları ile ele alınıp incelenecektir.

3.1. BİRLEŞME VE SATINALMALARDA PRİM VE PRİME İLİŞKİN ÖZELLİKLER

Birleşmelerde primin oluşmasına temel oluşturan üç değer bulunmaktadır. Bunlar, karşı tarafın kabul edebileceği en düşük değer olan tasfiye değeri, pazarlığa taban oluşturacak objektif değer ve asıl farklılığın ortaya çıkacağı ve primi belirleyici olan son unsur, karşı tarafın subjektif ölçütleridir. Bu değer, her bir aday için farklılık göstermektedir. Subjektif değer doğru tahmini için, birleşmenin ardından doğacak hacim artışı, pazar genişlemesi, ürün çeşitlemesi ve değer artışı ile ilgili tahminlerde bulunulacaktır. Ayrıca, birleşme sonrasında beklenen toplam sinerji de, ödenecek prim için belirleyici olacaktır.¹⁶⁵

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde hedef firmaya ödenecek primin belirlenmesinin oldukça önemli olduğu görülmektedir. Zira, faaliyetlerden elde edilen sonucun başarılı olup olmamasında etkili olan en önemli unsurlardan biri de, ödenen primdir. Primi etkileyen çok sayıda faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerin başında sinerji gelmektedir. Bunun yanında firmanın geçmişteki performansı, yönetimin kalitesi, hedef firmanın piyasadaki konumu, piyasadaki rekabet ortamı, hedef firmaya yapılacak

¹⁶⁵ Handan SÜMER, "Banka Birleşmelerinde Prim ve Primi Etkileyen Unsurlar", **Active**, Haziran-Temmuz 2000, s.1

ödemenin çeşidi, vergi boyutu gibi pek çok unsur primin belirlenmesinde etkili olmaktadır.¹⁶⁶

Her bir unsur, çeşitli şekillerde fiyat oluşumunu sağlamaya etken olarak gösterilmektedir. Bu unsurlar arasında üzerinde en çok durulması gereken faktörün sinerji olduğu belirtilmektedir. O nedenle sinerji ile prim arasındaki ilişkinin daha derin analiz edilmesi gerekli görülmektedir.

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde hedef firmaya bir prim ödemesi yapılmaktadır. Sinerjik kazançlar ya da kayıplar ise, ancak gelecekte bir tarihte ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla prim ödemesinin yapılması, kazanç ya da kayıpların elde edilmesinden önce gerçekleşmektedir. Bu nedenle kazanç ya da kayıplar, ancak tahmin edilebilmekte ve prim bir anlamda bu tahmine dayandırılarak oluşturulmaktadır. Birleşme ve satınalma sonucunda alıcı firmanın hedef firmadan beklediği performansın değeri şu şekilde ifade edilebilmektedir.¹⁶⁷

$$\text{Net Bugünkü Değer} = \text{Sinerji} - \text{Prim}$$

Bu itibarla sinerji ile prim ilişkisinde üç potansiyel sonuç ile karşılaşılacağı açıktır:

- i. $\text{Sinerji} \geq \text{Prim}$: İskontolanmış pozitif sinerjinin prime eşit ya da primden büyük olması durumunu göstermektedir. Başarılı bir satınalma faaliyetinin yapıldığına işaret etmektedir. Pozitif sinerjinin parasal büyüklüğünün, hedef firmaya ödenen primin üzerinde olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla alıcı firma pay sahipleri için değer yarattığı görülmektedir.
- ii. $0 \leq \text{Sinerji} \leq \text{Prim}$: İskontolanmış sinerjinin pozitif olması ve fakat bu sinerjinin miktarının ödenen primden daha az olması durumunu göstermektedir. Satınalma faaliyetlerinde en sık rastlanan sonuç olduğu

¹⁶⁶ Robert F. AMTER, "Determining the Price of An Acquisition", **Management Review**, Vol. 59, Iss. 2, February 1970, s.29–32.

¹⁶⁷ Mark SIROWER, **The Synergy Trap, How Companies Lose the Acquisition Game**, The Free Press, New York, 1997, s.46, 50.

bilinmektedir. Aslında başarısızlık ile sonuçlanan bir faaliyettir. Zira pozitif sinerji mevcuttur ancak, alıcı firmanın hissedarları açısından bakıldığında, yöneticilerin fazla ödeme yaptığı ve bunun sonucunda servetlerinde azalma yaşandığı ifade edilmektedir.

- iii. Sinerji < 0: Faaliyetin sonucunun ekonomik olmaması (negatif sinerji) durumunu göstermektedir. Açıkça görüldüğü üzere bir değer azalması söz konusudur. Alıcı firma açısından bakıldığında, hedef firma pay sahiplerine bir servet transferi olduğu açıktır.

Prim miktarı konusunda bazı genellemelere ulaşılmaktadır. Şöyle ki, hedef firmanın nakit/varlık oranı yüksek olduğu nisbette, alıcı olan firmanın hedef firmaya ödeyeceği prim miktarının yüksek olması beklenmektedir. Ayrıca, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde alıcı firmanın yabancı olması halinde ödenecek primin, yerel işlemlerin primlerine oranla ortalama olarak % 5 daha yüksek gerçekleşiyor olması da önemli bir bulgudur. Yine, Amerikan dolarının nisbi olarak zayıf olduğu dönemlerde, birleşme ve satınalma faaliyetleri için ödenen primin, o nisbette yüksek gerçekleştiği gözlenmektedir. Mishra ve diğerlerinin çalışmalarında, Hong Kong firmaları ile ABD firmaları arasındaki ilişkiye bu yönden bakılmakta ve satınalma işlemleri düzeyinin, doların değeri ile negatif yönde ilişkili olduğu ortaya konmaktadır. Dolayısıyla doların değerindeki düşüş sonucunda, ABD firmalarınca Hong Kong firmalarına ödenecek olan primin, Hong Kong firmalarının lehine olacağı belirtilmektedir.¹⁶⁸

Gondhalekar ve diğerlerinin (2004), 1973 – 1999 dönemi için NASDAQ'a kote olan ve prim ödemelerinin tamamının nakitle yapıldığı birleşme ve satınalmaları analiz ettikleri çalışmalarından bu konuya ilişkin üç önemli sonuca ulaşılmaktadır:¹⁶⁹

- i. Düşük piyasa değeri/defter değeri ve yüksek serbest nakit akışına sahip alıcı firmalar, diğer firmalardan daha yüksek prim ödemektedirler. Buna

¹⁶⁸ Chandra S. MISHRA, Daniel L. McCONAUGHY, Alice CLEMENTS, "Capital Market and Political Factors Affecting Hong Kong: Mergers and Acquisitions in the US: 1975–1994", **Global Finance Journal**, Vol. 9, Iss.1, 1998, s. 96,102.

¹⁶⁹ Vijay B. GONDHALEKAR, R. Raymond SANT, Stephen P. FERRIS, "The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Cash Takeover Premia", **Applied Economics Letters**, 11, 2004, s. 737 – 738.

- karşın yüksek piyasa değeri/defter değeri ve daha az serbest nakit alışına sahip firmalar ise daha az prim ödemektedirler,
- ii. Yüksek büyüme oranı ve yatırım olanaklarına sahip firmalar, hedef firmalara daha az ödeme yapmaktadırlar,
 - iii. Alıcı firmaların borç/menkul değer oranı ile prim ödemeleri birbiri ile ters yönde ilişkilidir.

Primin hesaplanmasına yarayacak genel bir yöntemden söz edilememekle beraber, çeşitli kişisel ilişkilerin, muhasebe yöntem farklılıklarının ve pazarlık edebilme yeteneğinin ödenecek tutarın belirlenmesinde çok önemli yeri bulunduğu bilinmektedir. Primin belirlenmesine yardımcı olacak birçok faktörün bilanço ve vergi kanunları ile de ilgisi bulunmaktadır. Bu konudaki temel unsurlar şu şekilde belirtilebilmektedir:¹⁷⁰

- i. Fazla nakit ya da büyük oranlı sabit borç yükümlülükleri gibi bilançoya bağlı faktörler,
- ii. Hedef firmanın çalışma sermayesi ya da sermaye ihtiyacı,
- iii. Ödeme yöntemi ile ilişkili vergi yükümlülükleri.

Özellikle 1980'lerdeki satınalma duyurularında, satınalan firmanın değerinde azalmalar yaşandığı görülmektedir. Bu dönemde alıcılar açısından piyasadaki satınalma faaliyetlerinin yaklaşık üçte ikisinin, negatif sonuç verdiği ifade edilmektedir. Buna bağlı olarak, bu gibi hallerde yüksek prim ödeyen alıcıların değer kayıplarının daha çok gerçekleşeceğinin altı çizilmektedir. Bir değer yaratımının olması için, sinerjinin bugünkü değerinin, ödenen primden büyük olması gereklidir. Oldukça sert bir rekabet ortamında, primin belirlenmesi, subjektif faktörlere daha çok bağlı görülmektedir. Bu nedenle, beklenen sinerjik kazançların elde edilememesi sorunu ile karşılaşılması kuvvetle muhtemel olmaktadır.¹⁷¹

Birçok satınalma faaliyetinde, hedef firma pay sahipleri için piyasa değerlerinin üzerinde prim oluştuğu bilinmektedir. Ortalama prim aralığı ise, genellikle % 16 - % 69 olarak belirlenmektedir.¹⁷² Golberg'in (2000) çalışmasının sonuçlarına göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde hedef firmanın pay senedi sahipleri, dostça birleşmelerde

¹⁷⁰ Robert F. AMTER, a.g.m., s. 29.

¹⁷¹ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s.145-146.

¹⁷² Steven BISHOP, Robert FAFF, Barry OLIVER, Garry TWITE, a.g.e., s.296 – 297.

ortalama % 20, zorla ele geçirmelerde ise % 35 prim elde etmektedirler.¹⁷³ Sonuç olarak, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde primin genellikle hedef firma pay sahiplerinin servet artışlarına katkı yaptığı açıkça görülmektedir. Doğru ve tam olarak hesaplanabilen bir fiyata ulaşma, hesaplamaların içerisinde yer alan ve önemli olan sübjektif unsurlar nedeni ile, oldukça zor bir sonuç olarak değerlendirilmektedir.

3.2. BİRLEŞME VE SATINALMALARDA DEĞERLEME

Değerleme konusu ele alındığında bazı genellemelerin bilinmesinde fayda bulunmaktadır. İlk olarak değerlendirme modellerinin kantitatif olmalarından dolayı, değerlemenin nesnel olduğu ifade edilmektedir. Değerleme modeli ne kadar kantitatif ise, değerlendirme o kadar iyi sonuca ulaşmaktadır. Bunun yanında iyi araştırılan ve kurulan bir değerlemenin zamana bağlı olmadığı belirtilmektedir. İyi bir değerlemeden beklenti, kesin sonuca yakın bir değer elde edilebilir olması yönündedir. Son olarak pek çok değerlemenin piyasa fiyatına dayanmakta olmasından dolayı, bu unsurun çok iyi analiz edilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Birleşme kararında olan firmanın defter değeri, piyasa değeri, işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değeri, gerçek değeri, indirgenmiş nakit değerinin ve hisse başına kârlılığının da çok iyi analiz edilmesinde yarar bulunmaktadır.¹⁷⁴

Alıcı bir firma için birleşme ve satınalmalar, pozitif net bugünkü değere sahip projeler için caziptir. Net bugünkü değer hesaplamasının kolay olduğunu söylemek doğru olmayacaktır. Bunun nedeni, elde edilen faydaların açıkça ortada olmasının her zaman mümkün olmaması ve net bugünkü değer analizinin uygulanmasının farklı yollarının olmasıdır. Bir firmanın (A firması) satınalmak istediği bir firma (T firması) olması halinde, bu işlemde elde edilecek kazanç, biraraya getirilen yeni firmanın değeri ile her iki firmanın ayrı ayrı değerlerinin toplamının farkına eşit olacaktır ($Kazanç = V_{AT} - (V_A + V_T)$). Ödemenin nakit ile yapıldığı varsayılırsa, bu işlemin maliyeti, hedef firmaya nakit olarak ödenen miktardan hedef firmanın değerinin düşülmesi ile bulunacaktır ($Net\ Maliyet = Nakit - V_T$). Bu durumda satınalan firma için

¹⁷³ Stephen R. GOLDBERG, Joseph H. GODWIN, a.g.m., s.29.

¹⁷⁴ Kıymet Tunca ÇALIYURT, "Şirket Birleşmeleri ve Havacılık Sektöründeki Uygulamalar", **Trakya Üniversitesi Dergisi Sosyal Bilimler C Serisi**, Cilt 1, Sayı 1, Haziran 2000, s. 13 – 14.

net bugünkü değeri hesaplamak istersek, kazanç ile maliyet arasındaki fark bu sonucu verecektir.¹⁷⁵

$$NBD_A = \text{Kazanç} - \text{Net Maliyet} = \text{Kazanç} - \text{Nakit} + V_T .$$

A firmasının hissedarlarının pozitif net bugünkü değere ulaşabilmeleri ise kazancın, net maliyeti aşması ile mümkün olabilecektir. Değer sıfıra eşit olursa, A firmasının hedef firmaya ödeyebileceği maksimum fiyat, bulunmuş olacaktır. Görüldüğü üzere, iki önemli unsur öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, hedef firmanın değerinin tahmin edilmesi, ikincisi ise bu faaliyetten elde edilecek olan kazancın tahmin edilmesidir. Hedef firma borsada işlem gören bir firma ise, değerinin hesaplanması çok zor olmayacaktır. Hedef firmanın menkul değerlerinin piyasa kapitalizasyonu, değerinin bulunmasına yardımcı önemli bir anahtardır. Asıl önemli olan birleşme ya da satınalma faaliyetinin inkremental nakit akımı etkisinin hesaplanmasıdır. Bu etki, hem nakit girişlerinin hem de nakit çıkışlarının etkisini içerisinde barındırmaktadır. Ancak belirtmelidir ki, bazı durumlarda inkremental nakit akışlarının, farklı risk gruplarını içerisinde barındırması mümkün olacağından, kendi içerisinde gruplara ayrılıp farklı iskonto oranları ile bugünkü değere indirgenmesi gerekebilmektedir.¹⁷⁶

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde değerlemede, nakit akışlarının esas alındığı değerlendirme yöntemleri yanında diğer bazı yöntemlerde sıklıkla kullanılmaktadır. Ancak uygulama alanı bulan temel olarak üç yöntem görülmektedir. Aşağıda bu yöntemler ayrıntıları ile açıklanmaktadır.

3.2.1.İndirgenmiş Nakit Akımları

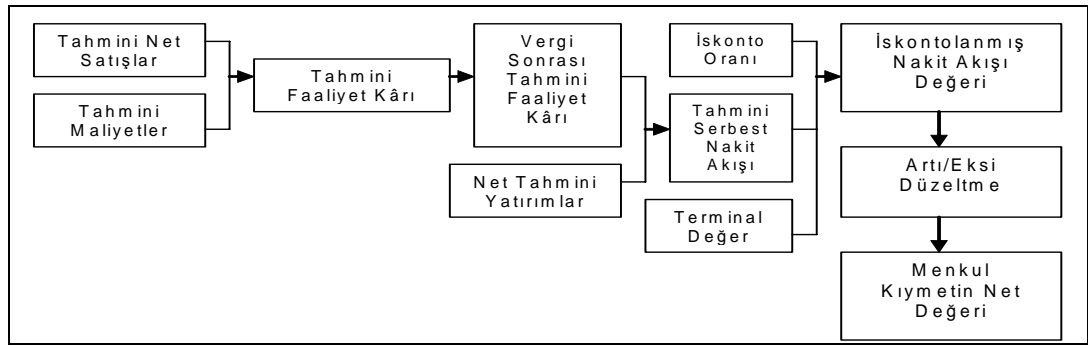
Yöntem, firma değerlendirilmede kullanılan “en bilimsel yöntem” olarak kabul edilmektedir. ABD’de 31 büyük Amerikan şirketi için yapılan çalışmada bu yönteme göre belirlenen değer ile, firmaların piyasa değerleri arasında oldukça yüksek sayılabilecek bir korelasyon olduğu belirtilmektedir.¹⁷⁷ Bu yöntem ile yapılan değerlemelerde, firmanın nakit akışının sürekli olduğu varsayımından hareket edilerek, iskonto oranının

¹⁷⁵ Graham PEIRSON, Rob BROWN, Steve EASTON, Peter HOWARD, a.g.e., s. 675 – 676.

¹⁷⁶ Graham PEIRSON, Rob BROWN, Steve EASTON, Peter HOWARD, a.g.e., s. 676.

¹⁷⁷ Hünkâr İVGEN, **Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, Borsa Dizisi:1, Nisan 2003, İstanbul, s.43.

da, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden etkilendiği ifade edilmektedir.¹⁷⁸ İndirgenmiş nakit akımları yöntemi - İNA (discounted cash flow – DCF), hedef firmanın piyasa değerinin belirlenmesi amacı ile kullanılan en önemli değerlendirme yöntemi olarak görülmektedir. İndirgenmiş nakit akımları iki unsurdan oluşmaktadır. Bunlardan birisi, belli bir dönem için nakit akışlarının tahmin edilmesi ve ikincisi ise firmanın tahmin edilen zaman diliminden sonraki dönem için oluşan nakit akımlarının değeridir. Hedef firmanın değeri ise bu iki unsurun bugünkü değerlerinin toplamına eşittir.¹⁷⁹ Şekil 3.1.'de indirgenmiş nakit akımları yöntemi görsel olarak ifade edilmektedir.



Şekil 3.1.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Kaynak: Robert KLUG, Valuing the Potential Acquisition, içinde Stephen L. KEY (ed.), The Ernst&Young Management Guide to Mergers and Acquisitions, John Wiley&Sons, 1989, s. 39.

Model dört aşamadan oluşmaktadır. İlk aşamada, gelecek t yıl (ki bu dönem uygulamada beş yıldan az değildir) için kazançlar tahmin edilmektedir. Daha sonra, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti esas alınarak belirlenen bir iskonto oranı ile her yılın kazançları bugünkü değere indirgenmektedir. Üçüncü adımda, t yıl sonraki kazançların değerini ortaya koyabilmek için, t+1'inci yıldaki kazançlar için bir F/K oranı uygulanmaktadır. Son olarak iskonto oranı kullanılarak t yıl için üçüncü adımdaki sonucun bugünkü değeri bulunmaktadır. Modelin avantajı; bugünkü değer faktörlerinin kullanılıyor olması sayesinde, finans teorisinin güvenilir kurallarını bünyesinde taşımasıdır. Bir başka deyişle paranın zaman değerini dikkate alıyor olmasıdır. Bunun yanında bazı olumsuz unsurlar da sözkonusudur. Bunlar unsurlar aşağıda belirtilmektedir.¹⁸⁰

¹⁷⁸ Nurdan AYDIN, "Birleşme ve Satınalmalarda İşletme Değerlemesi", Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, Alfa Yayınları:1420, İşletme-İktisat-Muhasebe:69, Ocak 2004, s.200.

¹⁷⁹ Joseph H. MARREN, **Mergers & Acquisitions a Valuation Handbook**, Business One Irwin,1993, s.195, 198.

¹⁸⁰ Hazel J., JOHNSON, a.g.e., s.13-14.

- i. Tek bir iskonto oranının kullanılması ile sabit sermaye maliyeti ve sabit sermaye yapısı varsayımı ortaya konmaktadır. Gerçekte, sermaye yapısı değişkenlik gösterebilmektedir. Ayrıca, sermaye maliyeti de sabit kalmamaktadır. Genel ekonomik durumda yaşanan değişiklikler sermaye maliyetini değişikliğe uğratmaktadır.
- ii. Kazançlar konusunda her yıl için aynı büyüme oranının kullanılması bir başka olumsuzluktur. Bu varsayımın temelinde, faaliyetlerin ele alınan dönem boyunca aynı kalacağı yatmaktadır ki aslında bu, gerçek dışı bir durumu yansıtmaktadır.
- iii. Ele alınan dönemden - genellikle beş yıl- sonra büyümenin olmadığı varsayımı da modelin diğer bir olumsuz yanıdır.

Serbest nakit akışı hesabı, firmanın vergiden sonraki net faaliyet kârına, amortismanın eklenmesi (nakit çıkışı gerektirmediği için) ile bulunan toplam tutardan sermaye harcamalarının ve çalışma sermayesindeki değişmelerin (artış ve azalışlar) dikkate alınarak bulunan değer düşülmesi ile yapılmaktadır. Diğer bir ifade ile, serbest nakit akışı, firmanın net gelirine vergi kalkanı ve amortismanın eklenmesi ve hesaplanan bu tutardan yatırım harcamalarının düşülmesi ile elde edilmektedir.¹⁸¹ Aşağıdaki tabloda serbest nakit akışlarının unsurları ve her bir unsurun değer belirleyicileri gösterilmektedir.¹⁸²

Tablo 3.1.

Serbest Nakit Akışının Unsurları ve Değer Belirleyicileri

Serbest Nakit Akışı	Değer Belirleyicileri
Gelirler	Satışların Büyüme Hızı
(-) Harcamalar	
= Faaliyet Kârı	Faaliyet Kâr Marjı
(-) Vergi	Nakit Vergi Oranı
= Net Faaliyet Kârı	
(-) Net Sabit Varlıklara Yatırım	Ek Sabit Varlık İhtiyacı
(-) Çalışma Sermayesine Yatırım	Ek Çalışma Sermayesi İhtiyacı
= Serbest Nakit Akışı	

Kaynak: Mark SIROWER, **The Synergy Trap, How Companies Lose the Acquisition Game**, The Free Press, New York, 1997, s.49.

¹⁸¹ J. Fred WESTON, Samuel. C. WEAVER, a.g.e., s.141.

¹⁸² Mark SIROWER, a.g.e., s. 49.

Denebilir ki, değerlendirme konusunun temelinde iskonto edilmiş nakit akışları teknikleri yatmaktadır. Bu yöntemle bağlantılı olmak üzere; Geri Ödeme Süresi, İç Verim Oranı, Net Bugünkü Değer ve Kârlılık İndeksi Yöntemleri'ne bakmak gerekmektedir. Geri Ödeme Süresi Yöntemi, bu konudaki en eski ve uygulaması en kolay yöntemdir. Yöntem, pozitif nakit akışlarının satınalma fiyatına eşit olduğu beklenen zaman uzunluğunu belirlemektedir. İç verim oranı (İVO); Satınalma fiyatının, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerine eşit olduğu iskonto oranıdır. Net bugünkü değer yönteminde (NBD), gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri (iskonto oranı -k- ile indirgenmiş) ile satınalma fiyatı arasındaki farkı vermektedir. Görülmektedir ki, net bugünkü değer belirlenmesindeki en önemli nokta, iskonto oranıdır. Bu oran, yatırımcıların bir sonraki en iyi yatırım alternatifinin getiri oranından etkilenmektedir. İskonto oranı, satınalma işleminden istenen minimum getiri oranıdır. Kârlılık endeksi (KI) ise; gelecekteki tahmini nakit akışlarının bugünkü değerinin (belirlenen iskonto oranı ile indirgenmiş) satınalma fiyatına oranı ile hesaplanmaktadır. Bu endeks de net bugünkü değerle ilgilidir. Net bugünkü değer, satınalmanın değeri ile maliyeti arasındaki farkı ifade etmektedir. Kârlılık endeksinde, üç durum söz konusudur. Birinci durumda, endeks birden büyük ise, satınalmanın değeri satınalmanın fiyatını aşmış demektir. Satınalmanın değeri ve fiyatı birbirine eşitse, kârlılık endeksi birdir. Son durum ise, kârlılık endeksinin birden küçük olmasıdır ki burada satınalmanın fiyatı değerini aşmaktadır. Tablo 3.2.'de adı geçen yöntemlerin formülasyonları gösterilmektedir.¹⁸³

Tablo 3.2.
İndirgenmiş Nakit Akımlarındaki Üç Değerleme Yaklaşımı

İç Verim Oranı Yöntemi	Net Bugünkü Değer Yöntemi	Kârlılık Endeksi Yöntemi
$\text{Satınalma fiyatı} = \sum_{t=1}^n \frac{(NA)_t}{(1 + İVO)^t}$	$\text{NBD} = \left(\sum_{t=1}^n \frac{(NA)_t}{(1 + k)^t} \right) - \text{satınalma fiyatı}$	$\text{Kârlılık Endeksi} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{(NA)_t}{(1 + k)^t}}{\text{Satınalma Fiyatı}}$

Kaynak: Hazel J., JOHNSON, **Corporate Finance Manual Mergers and Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision**, Pearson Education Limited, Financial Times, Prentice Hall, 1999, s. 112 – 113'den derlenmiştir.

¹⁸³ Hazel J., JOHNSON, a.g.e., s. 112-115.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi'nde, hedef firmanın nakit akışları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti esas alınarak iskontolanmaktadır. Hedef firmaya ödenecek olan fiyat, hedef firmanın tahmini gelirleri ve maliyetlerini içeren tahmini iskontolanmış nakit akımlarına göre belirlenmektedir. Satınalma fiyatı, değerlendirme sonucu elde edilen fiyatın altında kaldığı takdirde, değer yaratılmış olmaktadır. Satınalma fiyatı hesaplanan değer üzerinde ise, doğal olarak değer yaratılmasından söz edilememektedir.¹⁸⁴ İndirgenmiş nakit akımları uygulamasında ekonomik değer yaratılmasının, birleşme ve satınalma faaliyetleri için ortaya konan sermayenin getirisinin hedef firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini aşması halinde sağlanabileceği de göz önüne alınması gereken önemli bir unsurdur.¹⁸⁵

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımında kritik öneme sahip olan bir unsur olarak devam eden değer (terminal value) karşımıza çıkmaktadır. Bu değer, gelecekte ortaya çıkacak tüm serbest nakit akışlarının belirsiz kısımlarını ifade etmektedir. Bu tutarın serbest nakit akışlarına (SNA) eklenmesi ile beklenen serbest nakit akışları elde edilmektedir. Devam eden değer hesaplanması, sabit büyümeli dividant hesaplaması şeklindedir. İskonto oranı (k_{wacc} - ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) %10, gelecekteki serbest nakit akışlarının büyüme oranı (g) her yıl için %1 ve t yılındaki serbest nakit akışının 420,2 olduğu bir durumda devam eden değer;¹⁸⁶

$$\text{Devam Eden Değer} = \frac{SNA_t \times (1 + g)}{k_{wacc} - g} = \frac{420,2 \times (1 + 0,0100)}{0,1000 - 0,0100} = 4.715,57 \text{ olarak}$$

hesaplanmaktadır.

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin değerlendirilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nin uygulanmasında, birleşme sonrası nakit akımlarının tahmin edilmesi ve nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesini sağlayacak iskonto oranının belirlenmesi önemlidir. Ancak bu iki unsur içerisinde tartışma, analizde kullanılacak iskonto oranının belirlenmesinde çıkmaktadır. Yine de, hedef firmanın nakit akışları için uygun iskonto oranının hedef firmanın sermaye maliyeti olduğu konusunda

¹⁸⁴ Philippe VERY, David M. SCHWEIGER, "The Acquisition Process as a Learning Process: Evidence from a Study of Critical Problems and Solutions in Domestic and Cross-Border Deals", **Journal of World Business**, Vol. 36, Iss. 1, Spring 2001, s.13.

¹⁸⁵ David M. SCHWEIGER, Philippe VERY, a.g.m., s.2

¹⁸⁶ David K. EITEMAN, Arthur I. STONEHILL, Michael H. MOFFETT, **Multinational Business Finance**, Tenth Edition, Pearson Addison Wesley, 2004, s. 606 – 607.

anlaşmaya varıldığı söylenebilmektedir. Kıymaz ve diğerlerinin (2004) gerçekleştirdikleri çalışmaya katılan alıcı firmaların % 49,3'ü halka açık olan hedef firmanın değerini belirlemede İNA'yı kullandıklarını ifade etmektedirler. Bunun yanında halka açık olmayan hedef firmaların da değerlemesinin çoğunlukla bu yöntem ile gerçekleştirildiği belirtilmektedir. Çalışmadan elde edilen önemli bulgulardan bir diğeri, hedef firmaların yüksek değerlenme nedenlerinin belirlenmesi konusundadır. Ankete katılan alıcı firmalara iskonto oranı olarak hangi değeri kullandıkları sorulduğunda, yanıt % 61,3 gibi önemli bir oranda, alıcı firmanın kendi ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile hedef firmanın nakit akışlarının iskontolanması olmuştur. Hatalı olan bu uygulama sonucunda da, elbette ki hedef firmalar çoğu zaman oldukları değer üzerinde, bir başka ifade ile aşırı değerlendirilmiş olmaktadır. Yapılan bu saptama, oldukça önemlidir. Çalışmada ayrıca, ankete katılan firmaların yalnızca, % 8,1'inin iskonto oranı olarak, hedef firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ya da menkul kıymetlerinin maliyet oranını kullandıkları belirtilmektedir ki bu oranın azlığı dikkat çekicidir.¹⁸⁷

3.2.2. Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç oranı – F/K (P/E Valuation) kısaca, firmanın her bir liralık pay senedi başına net kârına karşılık, yatırımcının kaç lira ödemeye razı olduğunu göstermektedir. İNA yaklaşımının kısmi bir uygulaması sayılmaktadır. Hızlı hesaplanabilmesi itibari ile çok sık kullanılan bir yöntem olarak görülmektedir.¹⁸⁸

Fiyat/Kazanç oranı, hisse senedinin dönem başı ya da dönem sonunda sahip olunan fiyatının, o döneme ait hisse başına kazancı kaç kez karşıladığını göstermektedir. Formül yardımı ile bir hisse senedinin dönem başı ya da dönem sonu piyasa fiyatına ulaşılabilir.¹⁸⁹ Fiyat/kazanç oranı şu şekilde ifade edilmektedir.

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

¹⁸⁷ Tarun K. MUKHERJEE, Halil KIYMAZ, H. Kent BAKER, a.g.e., s.11, 17-18 .

¹⁸⁸ Terence E. COOKE, **Mergers and Acquisitions**, Basil Blackwell, 1986, s.135.

¹⁸⁹ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s.133.

Fiyat/Kazanç oranı kullanılarak firma değerinin hesaplanması oldukça kolaydır. Örneğin, özvarlığının piyasa değerinin hesaplanması istenen (X) firmasının faaliyette bulunduğu sektörde belirlenen Fiyat/Kazanç oranı 10 olsun. Bu firmanın hisse başına kazancı 1.500 TL. ise, firmanın piyasa değeri;

$$1.500 \times 10 = 15.000 \text{ TL. olacaktır.}$$

Firmanın 1.000 adet hisse karşılığında sermayesi temsil edildiği takdirde bahsedilen özvarlığın piyasa değeri;

$$1.000 \times 15.000 = 15.000.000 \text{ TL. olacaktır.}$$

Halka açık olan firmalar için Fiyat/Kazanç oranı, sadece tarihi kazançların parasal değerini tespit için değil aynı zamanda gelecek kazançların tahmin edilmesinde de kullanılmaktadır. Ancak, profesyonel bir alıcının, almayı düşündüğü firmanın değerini belirlerken sadece, geçmişteki kazançların kapitalizasyonu ya da Fiyat/Kazanç oranına güvenmesi söz konusu olmayacaktır. Bu tür alıcılar genellikle kabaca bir fikir sahibi olabilmek amacı ile bu yöntemlere başvurabilmektedirler. Ancak asıl değerlendirmelerini, gelecekteki kazançların iskontolanması ve nakit akışı yöntemleri gibi daha güvenilir ve anlamlı sonuçlar verecek olan yöntemler ile gerçekleştirmektedirler.¹⁹⁰

Bu yaklaşımda alıcı olan firma hedef firmanın gelecekteki hisse başına kârları ile ilgilenmektedir. İki önemli varsayımı bulunmaktadır. İlki, iskonto oranının, firmalar arasındaki risk farklılıklarını tamamen karşıladığıdır. İkincisi ise, firmanın gelecekteki nakit akışlarının, gelecekteki sürdürülebilir gelir/gider olarak adlandırılabilmesidir. Fiyat/Kazanç yaklaşımı şu aşamaları içermektedir:¹⁹¹

- i. Halka açık olan karşılaştırılabilir bir firma bulunması,
- ii. Halka açık firma için bir F/K oranı bulunması,
- iii. Halka açık olan firmanın F/K oranı ile, analiz edilen firmanın kazançlarının çarpılarak işlemin sonuçlandırılması.

¹⁹⁰ Charles A. SCHARF, Edward E. SHEA, George C. BECK, a.g.e., s. 80.

¹⁹¹ Graham PEIRSON, Rob BROWN, Steve EASTON, Peter HOWARD, a.g.e., s.680.

Bu yaklaşım oldukça basit olmakla beraber bazı dezavantajları bulunmaktadır:

- i. Yönteme göre, kazançlarda herhangi bir büyüme yoktur,
- ii. Halka açık olmayan bir firmanın analizi söz konusu olduğunda, bir aşırı değerlendirme sonucu ortaya çıkabilmektedir,
- iii. Doğru karşılaştırmanın yapılacağı, halka açık bir firmanın bulunmasında zorlukla karşılaşılmaktadır.

Özellikle 1960'larda ve 1970'lerde Fiyat/Kazanç oranı performansın ölçümü için hisse senedi piyasasında kullanılan önemli göstergelerden biri olmuştur. Ayrıca, alıcı firmanın, kendi Fiyat/Kazanç oranının altında başka bir firmayı satınması sonucu, kendi firmasının hisse başına kârlılığını arttırabilmesinin mümkün olabileceği de teoride ifade bulunmaktadır.¹⁹²

3.2.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Bu yaklaşım, menkul kıymetlerin defter değerleri ile piyasa değerleri arasında oluşan farklılığın telafisi için kullanılmaktadır. Defter değeri genellikle; maddi olmayan varlıkların (peştemallik, patent ve isim hakkı) değeri azaltılarak, sabit varlık, fabrika ve ekipmana ortalama bir değer eklenerek, şüpheli alacaklar düşülerek vb. gibi yöntemler ile düzeltilmektedir. Yöntemin faydalı olduğu söylenebilir. Ancak, forward kontratlar, swap anlaşmaları veya future pozisyonlar gibi finansal unsurların gözardı edilmesi ve firmanın kârlılık doğuran faaliyetlerinin (profit-generating activities) değerlemeye katılmaması gibi eksiklikleri vardır.¹⁹³

Bir firmanın defter değeri, temel olarak firmanın hissedarlarından sağladığı tüm nakdi ve hissedarlar adına elde ettiği tüm kazançların toplamını ifade etmektedir. Bu değer genellikle firmanın düşük değerlendirilip değerlendirilmediğini göstermede önemli bir anahtar olarak görülmektedir. Değerin formül ifadesi şu şekildedir.¹⁹⁴

¹⁹² Terence E. COOKE, a.g.e., s.135.

¹⁹³ Hazel J. JOHNSON, a.g.e., s.13-15.

¹⁹⁴ David K. EITEMAN, Arthur I. STONEHILL, Michael H. MOFFETT, a.g.e., s. 608.

$$\text{Piyasa Değeri/Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse senetlerinin cari fiyatı}}{\text{Her bir hissenin defter değeri}}$$

Temel olarak firma değeri iki türlü hesaplanmaktadır. Birinci yöntemde firma değeri, firmaya borç verenler ve imtiyazlı ve adi hisse senedi sahipleri gibi yatırımcıların talep haklarının defter değerleri toplamı ile hesaplanırken, diğer yönteme göre ise, firmanın net aktif toplamından yatırımcıların talep hakları haricindeki diğer yükümlülüklerin düşülmesi ile bulunmaktadır.¹⁹⁵

Birleşme ve satınalmaların değerlendirme yöntemlerinin açıklanmasının ardından, alıcı firmaların, hedef firmalara yapacakları ödemelerin yolları üzerinde durulacaktır. Alıcı firmanın, hedef firmaya yapacağı ödeme için birden çok alternatif bulunmaktadır. Alıcının bu alternatifler arasından ödeme gücüne en uygununu bulup tercih etmesi, kendisine yatırımı sonucunda beklediği değeri elde etme olanağı sağlayabilecektir. İzleyen bölümde birleşme ve satınalmalarda karşılaşılan ödeme yöntemleri üzerinde durulmaktadır.

3.3. BİRLEŞME VE SATINALMALARIN FİNANSMANI

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinde çok çeşitli ödeme yöntemlerinden bahsedilebilmektedir. Bunlar içinde en sık kullanılan yöntemler olarak¹⁹⁶,

- i. Hisse senedi karşılığı hisse elde edilmesi,
- ii. Nakit fazlası kullanarak hedef firmanın satın alınması,
- iii. Yeni borç olanakları yaratılarak hedef firma menkul kıymetlerinin satın alınması,
- iv. Farklı yöntemlerin kombinasyonu ile ödeme yapılması gösterilmektedir.

Ödeme yöntemi olarak hangi alternatifin seçilmesi gerektiğinin kararının alınması oldukça zordur. Anlaşma sonucunda yapılacak olan ödeme alıcı ve satıcılar arasında riskin nasıl dağıtılacağı ile ilgili bir karar olarak da kabul edilebilmektedir.

¹⁹⁵ Orhan ÇELİK, a.g.e., s. 85.

¹⁹⁶ Krishna G. PALEPU, Paul M. HEALY, Victor L. BERNARD, a.g.e., s.15-11

Buradaki en önemli tehlike, duyuru tarihi ile anlaşmanın tamamlanması arasındaki dönemde, alıcı firmanın hisse senetlerinin düşüş eğilimi içine girmesi olacaktır. Nakit ödeme seçeneğinde, riski üzerine alan taraf alıcı firma olurken, pay değişimi anlaşmasında her iki taraf da risk altındadır.¹⁹⁷

Ödeme yöntemi tercihinde en büyük etkiyi, vergi uygulamaları ve işlem maliyetleri oluşturmaktadır. Vergi etkisinde, hedef firma için önemli olan, pay senetlerinin vergi sonrası değerinin ne olacağıdır. Örneğin ABD’de hedef firma pay sahiplerine nakit ödeme yapıldığında sermaye kazancı oluşur ise, bunun vergisinin ödenmesi gerekmektedir. Oysa hisse senedi ile ödeme söz konusu ise, yeni paylar satılana kadar sermaye kazancından vergi alınmamaktadır. Bu koşullarda ABD’deki tercihin nakit ödeme yerine pay senedi ile ödeme alternatifi olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Hedef firma pay sahiplerinin finansman biçiminde bir diğer önemli unsur da işlem maliyetleridir. Alıcı olan firma hedef firma hissedarlarına ödemeyi nakit yaparsa işlem maliyetinden söz edilmediği görülmektedir.¹⁹⁸

Birleşme ve satınalma faaliyetlerdeki ödeme yönteminin belirlenmesinde alıcı olan firmanın karakteristik özellikleri de önemli yer tutmaktadır. Bu özelliklerin başında firmanın sermaye yapısı ve serbest nakit akışları gelmektedir. Firma, ödeme yöntemlerini bu özellikleri değerlendirerek seçmek durumundadır.¹⁹⁹

Finansman yönteminin seçimi çoğu zaman alıcı firmanın riskine bağlı olarak belirlenmektedir. Alıcı firma -iyi bir nedeni yoksa- uzun dönemli finansal stratejisini bozmamalıdır. Buna göre, hedef firma pay sahipleri kendilerine ait pay senetleri için nakit ödemeyi tercih ederlerse, bu durumda firma ile ilişkileri kesilecektir. Buna karşın, hedef firma pay sahiplerine ödeme hisse senedi yolu ile yapılacak olursa, firma ile bağlantıları devam edecek demektir. Önemli olan nokta, hedef firma pay sahiplerinin yeni durumda sahip oldukları payların değerlerinin belirlenmesi olmaktadır. Doğal olarak bu değer, satın alınacak firmanın değerinden doğrudan etkilenmektedir.²⁰⁰

¹⁹⁷ Business Insights,a.g.e., s. 35.

¹⁹⁸ Krishna G. PALEPU, Paul M. HEALY, Victor L. BERNARD, a.g.e., s.15-11,15-12.

¹⁹⁹ Raymond de SILVA ROSA, H. Y. IZAN, Adam STEINBECK, Terry WALTER, “The Method of Payment Decision in Australian Takeovers: An Investigation of Causes and Effects”, **Australian Journal of Management**, Vol. 25, Iss. 1, Jun 2000, s.68.

²⁰⁰ Ruth BENDER, Keith WARD, **Corporate Financial Strategy**, Second Edition, Butterworth/Heinemann, 2003, s. 191, 193.

Satınalma işlemlerinde, banka kaynaklı fonlarla yapılan ödemeler sık başvurulan bir başka yöntemdir. En önemli nedeni, bankalar ya da rating kuruluşları tarafından hedef firmaya ödenmesi düşünülen miktarın, meblağ ödenmeden önce oldukça iyi analiz ediyor olmasıdır. Bir başka ifade ile, hissedarların bu kuruluşlara olan güvenleri banka kaynaklı fonlara yönelmeye neden olmaktadır. Şayet banka, satın alınması düşünülen firmanın değer yaratmayacağına inanır ise, gerek verdiği kredinin gerekse bu kredinin faizinin geri dönmeyeceği olasılığı doğduğu için, fonu alıcıya vermekten vazgeçmektedir.²⁰¹

Ödeme yöntemi olarak çoklukla nakit ödemenin tercih edildiği Avusturya’da, hisse senedi ile ödeme yönteminin kullanılmasının önünde bazı engeller bulunduğu belirtilerek, en önemli sorunun bu piyasaların yeterli derinliğe sahip olmamasından kaynaklandığı ifade edilmektedir. Ayrıca, mevcut firmaların birçoğunun küçük ve orta ölçekli aile kuruluşları olması nedeni ile çalıştıkları bankaların bu firmalar için bir çeşit finansman kurumu olarak iş yapmaları da nakit ödemenin tercih edilmesinin bir nedeni olarak gösterilmektedir. Bu ülkede, peşin ödeme ile gerçekleştirilen faaliyetlerin hızlı ve etkili olduğu görülmektedir. Ancak yöntemin en önemli olumsuzluğunun geri ödemelerde ortaya çıkacak kredi faizlerde kendini gösterebileceğinin altı önemle çizilmektedir. Faizlerin, firmanın finansal dengesine zarar vermesinin engellenebilmesi için analizlerin oldukça ayrıntılı yapılmasının gerekliliği belirtilmektedir.²⁰²

1990 – 1999 dönemi için yapılan bir analizde, birleşme ve satınalma faaliyetleri için ödeme yöntemleri tercihinin en başında % 46 ile nakit ödemenin geldiği ve bunu %30 ile hisse senedi ile ödeme yönteminin izlediği ifade edilmektedir. Borçlanma ve buna benzer ödeme yöntemleri % 1’lik bir dilimi oluştururken ödeme yöntemlerinden birkaçı ile oluşturulan kombinasyonların ağırlığının % 23 olarak gerçekleştiği belirtilmektedir. Ancak, bu verilerin yanıltıcı olabileceğine de dikkat çekilmiştir. Şöyle ki, bu analize dahil edilen örnekler içerisinde, en büyük miktarlardaki işlemlerde ödemelerin (500 milyon doların üzerinde) hisse senedi ile yapıldığı görülmektedir. Nakit ödemenin ise daha çok, alıcı firmaların hedef firmalardan oldukça büyük olduğu

²⁰¹ Erik STERN, Mike HUTCHISON, **The Value Mindset, Returning to the First Principles of Capitalist Enterprise**, John Wiley & Sons Inc, 2004, s.181.

²⁰² Martin SCHÄDLE, Helmut PERNSTEINER, “Finansal Açıdan İşletme Birleşmeleri”, Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak 2004, s. 287 – 288.

zamanlarda kullanıldığı belirtilmektedir.²⁰³ Dahası birçok kez, birleşme ve satınalma duyurularının, firmanın menkul kıymet ihraç kararı konusundaki kararsızlığının bir çözümü olmasının önemli etkisi olduğu vurgulanarak, alıcıların kazançları ile birleşme ve satınalma duyurusu öncesindeki menkul kıymetle finansman tercihi arasında pozitif yönlü ilişki olduğu belirtilmektedir.²⁰⁴

Bir firmanın (A firması), B firması (hedef firma) ile bir satınalma işlemine girmeyi planladığını düşünelim. Bu kapsamda A firmasının ilk sorunu, bu faaliyetin firmasına ekonomik bir kazanç getirip getiremeyeceğinin belirlenmesidir. Özetle belirtildiğinde bir alıcı firmanın ekonomik kazançtan kasti, satınalma faaliyetinin, firmaların ayrı ayrı faaliyetlerinden daha çok değer ortaya koyabilmesidir. Biraraya gelen firmanın bugünkü değerine BD_{AB} ; alıcı firmanın değerine BD_A ve hedefteki firmanın değerine ise BD_B denirse kazanç, $Kazanç = BD_{AB} - (BD_A + BD_B) = \Delta BD_{AB}$ olacaktır. Bu değer pozitif sonuçlanırsa birleşme ekonomik olarak başarıya ulaşmıştır. Ancak tabidir ki, kazanç yanında değerlendirmeye alınması gereken bir diğer unsur da maliyettir. Nakit ödeme varsayımında B firmasını almanın maliyeti; $Maliyet = Nakit\ ödeme - BD_B$ 'dir. Net bugünkü değer ise kazanç ile maliyet arasındaki farktan oluşmaktadır.²⁰⁵

$$NBD = Kazanç - Maliyet$$
$$NBD = \Delta BD_{AB} - (Nakit - BD_B)$$

Bu değer pozitif olması istenen durumu ifade etmektedir. Varsayalım ki, A firmasının değeri 200 milyon TL. ve B firmasının değeri ise 50 milyon TL. dir. Birleşme sonucunda elde edilecek maliyet tasarrufunun bugünkü değeri – ki bu aynı zamanda birleşmeden kaynaklanan kazancı ifade etmektedir- ise 25 milyon TL. kabul edilsin. Buradan;²⁰⁶

$$BD_{AB} = Kazanç + (BD_A + BD_B)$$
$$BD_{AB} = 25 + (200 + 50)$$
$$BD_{AB} = 275 \text{ milyon TL. Olacaktır.}$$

²⁰³ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., 2001, s.73.

²⁰⁴ Frederik P. SCHLINGEMANN, "Financing Decisions and Bidder Gains", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 10, Iss. 5, 2004, s.684, 696.

²⁰⁵ Richard A. BREALEY, Stewart C. MYERS, **Capital Investment and Valuation**, The Brattle Group, McGraw Hill, 2003, s. 463.

²⁰⁶ Richard A. BREALEY, Stewart C. MYERS, a.g.e., s. 463 – 464.

B firması, nakit ödeme ile 65 milyon TL.ye alınsın. Bu birleşmenin maliyeti;

$$\text{Maliyet} = \text{Nakit ödeme} - BD_B$$

$$\text{Maliyet} = 65 - 50$$

$$\text{Maliyet} = 15 \text{ milyon TL.}$$

İşleme B firması tarafından bakıldığında, bu değer onlar için kazanç olarak nitelenecektir. A firması için ise, elde edilen 25 milyon TL.lik kazancın 15 milyon TL.si maliyet olarak ayrılmış ve 10 milyon TL.lik bir kısım kalmıştır. Net bugünkü değer (NBD) sıfırdan büyük olduğundan, birleşme faaliyeti değer yaratan bir işlem olacaktır. Bu sonuca şu yolla da ulaşmak mümkündür;

$$NBD = \text{Birleşmeden elde edilen servet} - \text{Birleşmeden elde edilmeyen servet}$$

$$NBD = (BD_{AB} - \text{Nakit}) - BD_A$$

$$NBD = (275 - 65) - 200$$

$$NBD = +10 \text{ milyon TL.}$$

Bir diğer alternatif ise pay senetleri ile satınalmaktır. Burada alıcı firmanın pay senetleri önceden belirlenmiş bir değişim oranından hedef firmanın pay senetleri ile değiştirilmektedir. Pay değişimini sağlayan önceden belirlenmiş değişim oranı saptanırken genellikle alıcı firma, hedef firmanın cari piyasa değerinden daha fazla pay önermektedir. Burada μ , B firması tarafından tutulan payların yüzdesel oranına karşılık gelmektedir. Maliyet ya da prim ise şu şekilde belirlenmektedir:²⁰⁷

$$\text{Maliyet / Prim} = \mu BD_{AB} - BD_B$$

Satınalan firma pay sahipleri için ise farklı finansman yöntemlerinin fayda ve maliyetleri genellikle firmanın sermaye yapısına, oluşacak asimetrik bilgi sorununa (alıcı firmanın almak istediği firmaya ödemeye hazır olduğu fiyatı etkilediği için) ve satınalma aşamasında uygulanacak olan muhasebe yöntemine bağlı olarak değişmektedir. Bu üç önemli unsur şu şekilde açıklanacaktır:²⁰⁸

²⁰⁷ Lawrence J. GITMAN, Roger JUCHAU, Jack FLANAGAN, Ken PEARSON, Michael CLEMENS, a.g.e., s. 819.

²⁰⁸ Randall HERON, Erik LIE, "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 37, No. 1, March 2002, s. 137, Krishna G. PALEPU, Paul M. HEALY, Victor L. BERNARD, a.g.e., s.15-11, 15-14.

- i. Finansman şeklinin sermaye yapısına etkisi: Satınalma işleminde, hedef firma payları için en çok kullanılan ödeme şekli, borçla ya da nakit fazlası ile finansmandır. Satınalma işlemi, alıcı firmanın finansal kaldıraç oranını arttırmaktadır. Bu yükseliş belki de satınalan firmanın, etkin olmayan firmasına değer eklemenin bir yolu olarak düşünülen, düşük vergi ödeme olanağı yaratılarak faizin vergi kalkını fırsatını doğuran, satınalma stratejisinin bir parçası olarak ortaya çıkmaktadır. Buna karşın, yükselen kaldıraç, finansal zorluk riskini de yükseltebileceği gibi, bağlı olarak satın alan firma pay senetlerinin değerinde olumsuz değişikliklere neden olabilecektir.
- ii. Bilgi Sorunu: Myers ve Majluf'un 1984 yılında yayınladıkları çalışmalarında, yöneticiler ile pay senedi sahipleri arasındaki asimetrik bilgi sorununa dikkat çekilmektedir. Bu durum yöneticilerin, firmalarının pay senetlerinin, değerlerinin üzerinde bir fiyatta bulduklarını düşündükleri zaman menkul kıymet ihraç kararı aldıklarını ifade edilmektedir. Bunu takiben yapılan birçok çalışmada* ise, menkul kıymet ihraç duyurusuna, piyasanın ortalama tepkisinin önemli ölçüde negatif belirlendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Yöneticiler ve dışarıdakiler arasında yaşanan bilgi asimetrisi, yeni projelerin finansmanı için yöneticilerin - istemeden de olsa- menkul kıymetlerin değerini arttırmalarına neden olabilmektedir. Bu durum, firmanın hisse senetlerinin yüksek değerlenmesi anlamına gelmektedir. Karşılaşılan etki, yöneticilerin uzun dönemli optimal borç ve menkul kıymet bileşiminin bozulması şeklinde ortaya çıkmaktadır.
- iii. Finansman yöntemi ve satınalma sonrası muhasebesi: Finansman yöntemi, işlemi izleyen dönem için satınalan firmanın finansal tablolarını etkilemektedir. Muhasebe açısından iki önemli yöntemden bahsedilmektedir. İlk yöntem olarak, "satınalma yöntemi (purchase method)" karşımıza çıkmaktadır. Burada satınalan firma, hedef firmanın varlıklarını piyasa değeri üzerinden kaydetmektedir. Ayrıca, hedef firmanın şerefiye gibi varlıklarının satınalma fiyatı ile piyasa değeri arasındaki fark da kayıtlara geçirilmektedir. Diğer yöntem ise, "çıkarların birleştirilmesi (pooling of interest)" yöntemidir. Yöntem, alıcı firmanın; hedef firmanın varlık, borç ve menkul kıymetlerini, kendi defter değerleri ile göstermesi esasına dayanmaktadır. Dolayısıyla şerefiye kayıt edilmediği için sonradan gelen kazançların itfa yolu ile azaltılması gerekli olmamaktadır.

* Asquith ve Mullins (1986), Masulis ve Korwar (1986) ve Mikkelson ve Partch'in çalışmaları.

Yukarıda bahsi geçen unsurlardan finansman şekli ve muhasebe yöntemlerinin, birleşme ve satınalma faaliyetinde bulunan bir firma için oldukça önemli olması itibarı ile daha ayrıntılı açıklanmasında fayda görülmektedir.

Belirtildiği üzere ilk yöntemde, hedef firmanın varlıkları, alıcı firma nezdindeki makul piyasa değerleri (fair market value*) ile raporlanmaktadır. Bu yöntemde şerefiye, muhasebe işlemleri sonucunda ortaya çıkarılmaktadır. Şerefiye, satınalınan varlıkların tahmini makul piyasa değerleri ile satınalma fiyatları arasındaki farktır. Bu yöntemin daha kolay anlaşılması için bir örnek yardımı ile açıklanması faydalı olacaktır. Varsayalım ki, A firması B firmasını 18 milyon \$ nakit ödeyerek almış olsun. İlk yöntemde göre değerlendirme yapılması halinde, B firmasının cari olmayan varlıklarına 14 milyon \$ makul piyasa fiyatı ile değer biçilmiş olsun. Çalışma sermayesi 2 milyon \$ ise, bilançodaki varlıkların toplam değeri 16 milyon \$ olacağından A firması 2 milyon \$'ı fazla ödemiştir. Bu fazla tutara şerefiye denmektedir. İkinci yöntem ise, çıkarların birleştirilmesi yöntemidir. Burada, alıcı ve hedef firmanın varlıkları bilançoda bir arada gösterilmektedir. Bu yöntem diğerine oranla uygulaması kolay bir yöntemdir. Tek yapılması gereken iki eski bilançodaki tutarların bir araya getirilmesidir. Dolayısı ile bu yöntemde şerefiye yer almamaktadır.²⁰⁹

Çıkarların birleştirilmesi yönteminde tarihsel maliyetlerin kullanıldığı buna karşın satınalma yönteminde ise gerçekleşen işlem maliyetlerinin esas alındığı görülmektedir. 2000 yılında, Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB) tarafından alınan bir karar sonucunda, çıkarların birleştirilmesi yöntemi, Ocak 2001 tarihinden itibaren ABD'de kullanılmamaktadır.²¹⁰

Uluslararası Muhasebe Standartları 22'nin (UMS 22 - IAS 22) 31.03.2004 tarihinde yürürlükten kalkmasını takiben, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları 3 (UFRS 3 - IFRS 3) yayınlanmıştır. UMS 22'ye göre, işletme birleşmeleri çıkarların birleştirilmesi ve satınalma yöntemlerinden birine göre muhasebeleştirilir iken, UFRS

* Makul Piyasa Değeri: Birleşme ve satınalma faaliyetinin yapılması sırasında herhangi bir zorlamanın olmadığı varsayımı ile gerek alıcı firmanın gerekse hedef firmanın ödenecek fiyat konusunda hemfikir olmalarıdır. Bknz. Charles A. SCHARF, Edward E. SHEA, George C. BECK, Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers, A Handbook with Forms, 4. Edition, Prentice Hall, 1991, s. 72.

²⁰⁹ Stephen A., ROSS, Spencer C., THOMPSON, Mark J., CHRISTENSEN, Randolph W., WESTERFIELD, Bradford D., JORDON, a.g.e., 2001, s. 739 – 740.

²¹⁰ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., 2001, s.61.

3'de tüm birleşmelerin, satınalma yöntemine göre muhasebeleştirilmesi gerektiği belirtilmektedir.²¹¹

Çıkarların birleştirilmesi yönteminin kaldırılması kararının alınmasında temelde üç önemli etken olduğu belirtilmektedir. Buna göre yöntemin olumsuz yönleri;²¹²

- i. Yatırımcılar daha az güncel bilgiye sahip olması,
- ii. Birleşme ve satınalma faaliyetlerindeki değer değişimlerinin dikkate alınmaması,
- iii. Reel ekonomik unsurlar üzerinden değil muhasebe verileri üzerinden işlemlerin yapılmasıdır.

Her iki yöntem için hisse senedi piyasalarının tepkisine bakıldığında, satınalma yönteminin kullanıldığı birleşme ve satınalma faaliyetlerinin hisse senedi fiyatları, çıkarların birleştirilmesi yönteminin kullanıldığı faaliyetlerin hisse senedi fiyatlarına kıyasla daha olumlu sonuçlar verdiği görülmektedir. Ancak istatistiksel olarak anlamlılığı test edildiğinde ise, sonuçların anlamlı çıkmadığı ifade edilmektedir.²¹³

Ödeme yöntemine ilişkin açıklamalara geri dönüldüğünde birleşme bedelinin ödenmesinde, hisse senedi ile ödeme yönteminin kullanılması halinde, birleşme teklifinin yapılmasından birleşme faaliyetinin sonuçlanacağı zamana kadar oluşacak fiyat riski önem taşımaktadır. Alıcı firma, sabit sayıda hisse senedinden ya da sabit bir birleşme değeri üzerinden teklifte bulunabilmektedir. Sabit sayıda hisse teklifi durumunda, alıcı firmanın hisselerinde yaşanan düşüşler hedef firma hissedarlarının, yükselişler ise alıcı firmanın hissedarlarının zararına neden olabilmektedir. Buna karşın sabit bir birleşme değerinin teklif edilmesi halinde ise, alıcı firmanın hisselerinin değer kaybı, hedef firmaya daha fazla hisse senedi verilmesine neden olabilmektedir. Hedef firmanın hissedarları açısından bakıldığında ise, işlem sonlanıncaya dek bir değer kaybı ile karşılaşmadıkları ifade edilmektedir.²¹⁴

²¹¹ Aydın KARAPINAR, "Uluslararası Finansal Raporlama Standardı Taslak 3'e göre İşletme Birleşmeleri", **Ankara Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu - V**, Antalya, 26 Şubat – 2 Mart 2006, s. 67.

²¹² J. Fred WESTON, Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, a.g.e., s. 73.

²¹³ J. Fred WESTON, Mark L. MITCHELL, J. Harold MULHERIN, a.g.e., s. 79.

²¹⁴ Ayşe Gül YILGÖR, "Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satınalma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi", Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak 2004, s. 399 – 400.

Heron ve Lie'nin çalışmalarında, hisse senedi ile finansman yönteminin kullanıldığı satınalma duyurusu yapıldığı dönemde, alıcı firmanın negatif aşırı hisse senedi getirileri; nakit satınalmalarda ise normal getiriler elde ettiği belirtilmektedir. Aynı çalışmada, gerek alan firma gerekse hedef firmanın toplam kazançları için, her iki yöntemde de, birleşmiş olan firma getirilerinin pozitif çıktığı, ancak nakit satınalmanın daha yüksek getiri sağladığı söylenmektedir. Yine, her üç yöntemin (nakit, karma ya da hisse senedi ile finansman) sektöre göre düzeltilmiş faaliyet performansında belirleyici olduğu konusunda bir sonuç elde edilmediği görülmektedir.²¹⁵

Hou ve diğerleri de (2000) çalışmalarında, ödeme yöntemlerine ilişkin benzer sonuçlara ulaşmaktadırlar. Şöyle ki, üç yıllık portföy dönemi içerisinde nakit olarak gerçekleşen ödemeler sonucunda, pozitif aşırı getiriler elde edilmesine karşın, hisse senedi ile yapılan ödemelerde kolayca yitirilebilen küçük pozitif getirilerin elde edildiği belirtilmektedir.²¹⁶

Literatürdeki çalışmalarda görüldüğü üzere, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde, ödemeleri hisse senedi ile yapan alıcı firmaların duyuru dönemindeki aşırı getirileri -% 2 ile -% 3 değerleri etrafında belirlenirken, nakit olarak yapılan ödemelerde zayıf da olsa pozitif getiriler ile karşılaşmaktadır. Genel bir kanı olarak, hisse senedi ile gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetlerindeki bu negatif hisse senedi fiyat tepkileri, ya firmanın aşırı değerlendirilmesinden ya da bu birleşme faaliyetini değer azaltıcı bir yatırım olarak görmesinden kaynaklanmakta olduğu söylenebilmektedir.²¹⁷

André ve diğerlerinin çalışmasında (2004), 1980 – 2000 döneminde değerlendirmeye aldıkları 267 vak'ada (176 firma) menkul kıymet ile gerçekleşen ödemeler sonucunda kısa dönemli olarak istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere, düşük performans ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Birleşme ve satınalma performansını uzun vadede (üç yıl) değerlendirdiklerinde, menkul kıymet ve nakit

²¹⁵Randall HERON, Erik LIE, a.g.m., s.139.

²¹⁶Kewei HOU, Per OLLSON, David T. ROBINSON, "Does Takeover Increase Stockholder Value", **European Finance Association Meetings**, University of Chicago Corporate Finance Brown Bag, 2000, s.27.

²¹⁷Mark MITCHELL, Todd PULVINO, Erik STAFFORD, "Price Pressure Around Mergers", **The Journal of Finance**, Vol. 59, No. 1, February 2004, s. 31.

ödemenin beraber kullanıldığı ödemelerde yine negatif ancak bu kez istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan getiriler elde edildiği görülmektedir.²¹⁸

1987'de sonuçları açıklanan bir çalışmada ise, birleşme ve satınalmaların performansına ödeme yönteminin etkisi analiz edilmekte ve İngiltere'deki 2.500 satınalma ile ABD'de 1955–1985 aralığına ait anlaşmalar değerlendirilmektedir. Buna göre, satın alınan firmaların menkul değerler ile ödeme yapılarının, nakit kullanımına oranla birleşme sonrası performansı, daha olumsuz etkilediği ifade edilmektedir.²¹⁹

Alıcı firmaların hisse senedi getirilerinde düşüşlerin meydana gelmesinin ardında yatan en önemli nedenlerden biri, "aşırı değerlendirme" olgusudur. Hisse senedi ihraçları, genellikle aşırı değerlemeye işaret etmektedir. Özel olarak banka birleşmelerine bakıldığında, ödemelerin çoğunlukla hisse senedi ihracı yolu ile yapıldığı görülmektedir. Dolayısıyla alıcı firmaların negatif duyuru getirilerinin bir kısmının, bu - negatif- durumdan kaynaklandığı kabul edilmektedir. Destekler şeklinde, Houston ve Ryngaert'in (1997) çalışmalarının sonuçlarına göre, banka birleşmelerinde alıcılar, hisse senedi yerine nakitle finansman gerçekleştirdiklerinde getirileri daha yüksek gerçekleştirmektedir. Lang, Stultz ve Walkling'e göre, alıcı ve hedef firmaların aşırı getirilerdeki en büyük artış; Tobin q değeri yüksek firmaların, düşük q değerine sahip firmaları satın alındığında oluşmaktadır.²²⁰

Piyasaya göre düzeltilmiş getiriler ile değerlendirilen çalışmalarda, nakit satınalmaların, devamlı olarak hisse senedi ile satınalmalardan daha iyi sonuçlar verdiği görülmektedir. Buna rağmen, alıcılar giderek artan oranda nakit yerine hisse senedi seçeneğini kullanmaktadırlar.²²¹ Bu konuda Linn ve Switzer'in (2001) çalışmalarına bakıldığında, analize dahil edilen 413 firmadan, 211 tanesi sadece nakit ile ödemeyi, 152 tanesi sadece hisse senedi ile ödemeyi ve geri kalan 50 tanesi de her ikisi ile birden ödemeyi tercih ettikleri görülmektedir. Analizde, bu ödeme yöntemlerinden hangisinin firmaların faaliyet performanslarına daha çok katkı yaptığı sorusunun yanıtı aranmaktadır. Elde ettikleri sonuca göre, nakit ile ödemenin gerek

²¹⁸ Paul ANDRÉ, Maher KOOLI, Jean-François L'HER, "The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from Canadian Stock Market", **Financial Management**, Winter 2004, s. 29, 39.

²¹⁹ Jyrki Ali-YRKKÖ, a.g.e., s. 8

²²⁰ Joel F. HOUSTON, Christopher M. JAMES, Michael D. RYNGAERT, "Where Do Merger Gains Come From? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", **Journal of Financial Economics**, Vol. 60, Iss. 2/3, May/June 2001, s. 279, 291.

²²¹ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s.149.

nakit/hisse senedi bileşimi ile ödemeye gerekse sadece hisse senedi ile ödemeye oranla, firmaların sektöre göre düzeltilmiş vergi öncesi faaliyet performanslarında oldukça büyük bir artışa neden olduğu ortaya konmaktadır. Ancak sonuçlar elde edilirken, teklifin büyüklüğü, alıcı ve hedef firmaların birbiri ile ilişkili sektörlerde yer alıp almadıkları ya da alıcı firmanın kaldıraç düzeyi ile duyarlılığı konusu üzerinde durulmadığı belirtilmektedir. Faaliyet performanslarındaki değişime bakıldığında, nakit ile yapılan ödemelerde bu unsurdan kaynaklanan getirinin % 3,14, hisse senedi ile yapılan ödemelerde ise %0,77 oranında bir değişime sebep olduğu belirtilirken, her ikisi ile birlikte gerçekleştirilen ödemelerde bu oranın % 2,03'de kaldığı ifade edilmektedir. Bahsedilen değişim, birleşme sonrasındaki performans ile birleşme öncesi performans arasındaki farkın bulunması ile hesaplanmaktadır.²²²

Sudarsanam ve Mahate (2003); firmaların finansal durumlarını esas alarak, alıcı olan firmaların göreceli performanslarını ve ödeme yönteminin bu firmaların performanslarını ne yönde etkilediğini değerlendirmektedirler. Buna göre anlaşmalarda, yüksek büyüme oranına sahip alıcıların, düşük büyüme oranına sahip alıcılara kıyasla daha fazla hisse senedi ile ödeme yaptıkları görülmektedir. Değerlendirmeye aldıkları firmalardan yüksek fiyat/kazanç oranına sahip olan firmaların % 6,9'unun menkul kıymet ile finansmanı tercih ettikleri belirtilmektedir. Buna karşın, nakit ödemeyi tercih edenlerin oranı ise, % 3,3'de kaldığı görülmektedir. Kıyaslama olması açısından, düşük fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların % 6,7'sinin menkul kıymet ile finansmanı tercih ettiği, buna karşın % 9,6'sının ise nakit ödemeyi tercih ettikleri de ifade edilmektedir.²²³

Bharadwaj ve Shivdasani'nin 1990–1996 dönemine ait çalışmalarında odaklandıkları nokta, teklif verme yönteminde içsel kaynaklarla yapılan ödemeler ile banka borcu ile yapılan ödemelerin getiriler üzerinde nasıl etki yarattığı olmuştur. Bulgularına göre, alıcı firmanın görece işlem büyüklüğü geniş ve nakit rezervleri daha düşük ise, işlemde birinci tercih ödeme yöntemi olarak banka borcu ile finansmanı tercih ettikleri görülmektedir. Banka borcu ile finanse edilen işlemde, nakit ödemeye

²²² Scott C. LINN, Jeannette A. SWITZER, "Are Cash Acquisitions Associated with Better Postcombination Operating Performance than Stock Acquisitions?", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 25, Iss. 6, 2001, s.1114–1115, 1117.

²²³ Sudi SUDARSANAM, Ashraf MAHATE, "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 30, Iss. 1 – 2, January 2003, s.324.

kıyasla, alıcının iki ve üç günlük kümülatif aşırı getirilerinin* önemli derecede yüksek çıktığı da belirtilmektedir (ilki için % 2,08; ikincisi için % 4). Buna karşın içsel fonlarla finansmanı tercih eden alıcıların kümülatif aşırı getirileri de sırasıyla, -% 0,32 ve % 0,54 olarak gerçekleşmektedir. Ancak bu sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır. Ayrıca, sonuçlara göre, banka finansmanını kullananlar içinde, nisbeten küçük cesamete sahip alıcı firmaların kümülatif aşırı getirileri, diğerlerine oranla daha pozitif sonuçlanmaktadır.²²⁴

Görüldüğü üzere literatürde yer alan birçok çalışmada, herhangi bir firma birleşmesinde ödeme aracı olarak nakit ile ödeme yönteminin kullanılması durumunda piyasanın menkul kıymet ile ödeme yöntemine kıyasla daha olumlu tepkiler verdiği ifade edilmektedir. Bu sonuca dayanarak, nakit ödemelerde alıcı olan firmanın hisse senetlerinin piyasada olumsuz fiyat dalgalanmalarına daha az maruz kaldığı belirtilmektedir. Hatta birleşmelerde alıcı firmanın eski hissedarlarının, ellerinde bulundurdukları hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesi ile pozitif etkilendikleri görülmektedir. Ödeme aracı olarak hisse senedinin kullanıldığı işlemlerde bu duruma çok sınırlı rastlandığı bir gerçek olarak belirtilmektedir. Seçilen ödeme yöntemi, aslında firmalar açısından bazı önemli ipuçlarını bünyelerinde barındırmaktadır. Örneğin bir birleşmede, alıcı firma nakit ödemeyi kullanıyor ise, bu durum, o firmanın kendi hissedarlarına birleşme işleminden doğacak olan kazancı dağıtacağı sinyalini verebilecektir. Aynı şekilde ödeme şekli, hissedar-yönetici açmazı konusunda da önemli bilgiler taşımaktadır. Satınalan firmanın yöneticileri, mevcut hisselerin büyük bölümünün sahibi ise, çok büyük bir olasılıkla, birleşmenin finansmanında hisse senedi kullanmayı tercih etmeyeceklerdir.²²⁵

* Kümülatif Aşırı Getiri: Piyasanın değerlendirmesi sonucu, birleşme ve satınalma faaliyetinde alıcı firmanın piyasa değeri üzerinde bu faaliyetin net etkisinin ölçülmesine yaramaktadır. Bu faaliyette alıcı firma hedef firmanın beklediği değerden daha az ödemiş ise, aşırı getiri pozitif olmaktadır. Pozitif bir aşırı getirinin elde edilmesi hedef firmanın mutlaka makul (fair) bir piyasa değerinin altında satıldığı anlamına gelmeyebilmektedir. Alıcı firmanın hedef firma aracılığı ile sinerji yaratması da bu etkiyi oluşturabilmektedir. Bknz. Andrew J. LEONE, R. Lawrence VAN HORN, Gerard J. WEDIG, Abnormal Returns and Regulation of Nonprofit Hospital Sales and Conversions, Journal of Health Economics, Vol. 24, Iss. 1, January 2005, s. 117.

²²⁴ Anu BHARADWAJ, Anil SHIVDASANI, "Valuation Effects of Bank Financing in Acquisition", Journal of Financial Economics, Vol. 67, Iss. 1, 2003, s. 115 -117.

²²⁵ Martin SCHÄDLE, Helmut PERNSTEINER, a.g.m., s.300.

Nakit ve hisse senedi ile ödeme yöntemlerinin literatürde çok araştırılmış olduğu görülmekle beraber, aynı durum borçlanma için geçerli değildir. Nayar ve Switzer (1998) bu boşluğu görerek borçlanma ile ödeme alternatifini değerlendirmektedir. Bu çalışmada, alıcı firmanın, hedef firma pay senetleri için borç kullanarak ödeme yapması sonucunda getiriler üzerinde nasıl bir tepki ile karşılaştığı araştırmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre, duyurunun yapıldığı dönem için, borç kullanımının getiriler üzerindeki etkisi pozitif belirlenmektedir. Ancak bu pozitiflik istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır.

Bulgulara göre, hedef firmaya yapılacak olan ödeme paketi içerisinde borçlanma alternatifinin olması hisse senedi ile ödemedeki beklenen olumsuz etkiyi hafifletmektedir. Ayrıca hisse senedi fiyat tepkileri, alıcı firmanın borçlarının risk düzeyi ile negatif yönlü ilişkili bulunurken, alıcı firmanın satınalma için kullanmak amacı ile aldığı yeni borçların ödemelerinin vergi indiriminden faydalanma yeteneği ile pozitif yönlü ilişkili bulunmaktadır. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, bir genelleme yapılması halinde, ödeme yöntemi olarak ilk tercihin nakitten yana olduğu, bunu takiben de borçlanmanın ve ancak onun ardından hisse senedi ile ödemenin geldiği belirtilmektedir.²²⁶

3.4. BİRLEŞME VE SATINALMALARIN DEĞER YARATMA ÖZELLİKLERİ

3.4.1 Birleşme ve Satınalmaların Değer Yaratımı ile İlgili Genel Özellikler

Günümüz ekonomik koşulları altında birçok firma, yalnız başına büyümenin sektörlerinde başarılı olabilmelerine sağlayacağı katkıyı sınırlı görmektedir. Geçmişte belirli dönemlerde firmalar satınalma faaliyetlerini, büyümenin önemli bir yolu olarak görmekte ise de, günümüzde azımsanmayacak sayıda yönetici, yönetim kurulu üyesi ve yatırımcı, birleşme ve satınalma faaliyetlerine biraz şüphe ile bakmaktadır. Bu yargıya varmalarındaki en önemli neden ise, çok sayıda araştırmadan elde edilen

²²⁶ Nandkumar NAYAR, Jeannette SWITZER, "Firm Characteristics, Stock Price Reactions, and Debt as a Method of Payment for Corporate Acquisitions", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 37, No.1, Winter 1998, s. 51 – 52, 63.

sonuçlara göre, birçok birleşme faaliyetinin - üçte ikiye yakın bir oran ile - alıcı firma pay sahipleri için değer azalmasına yol açtığına görülmektedir. Ancak, Boston Consulting Group (BCG), bu şüpheyi oldukça haksız bulmaktadır. Gerçekleştirdikleri çalışmadan çıkan en önemli sonuç, satınalmaya dayanan büyüme stratejilerinin oldukça büyük getiri sağlamakta olduğudur.²²⁷

Bugün yine birleşme ve satınalmalar, finans dünyası içerisinde vizyon ve stratejinin en etkileyici unsuru haline gelmektedir. Sadece bir hareketle, yöneticilerin konumlarına ve pay sahiplerinin servetlerine etkide bulunmak mümkün olabilmektedir. Birleşme faaliyetinin duyurulduğu ve tamamlandığı süreç dikkatle incelendiğinde, pay sahiplerinin servetlerinde meydana gelen artışlar veya azalışlar rahatlıkla ortaya konabilmektedir. Bu faaliyetlerin hissedarlara kazanç sağladığı yönünde bulgular olmasına rağmen, kaybedenlerin de küçümsenemeyecek bir oranda olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Bu değişimin azalış yönüne çarpıcı bir örnek olarak, Daimler-Chrysler'in 38 milyar \$'lık birleşme faaliyeti gösterilebilmektedir. Firmanın hisse senetlerinin değerinin, birleşme duyurusunun yapıldığı tarihten başlayarak (Mayıs 1998-Aralık 2000) yaklaşık % 40 oranında düşüş kaydettiği görülmektedir. Sektöründe liderler arasında yer alan böyle büyük bir firmanın karşı karşıya kaldığı olumsuz sonuç dikkate değer bulunmaktadır.²²⁸

Ancak yine de bu alanda yapılan çalışmalar bir bütün olarak irdelendiğinde, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin değer yarattıkları ifade edilmektedir. Ölçümü ise çoğunlukla, bu faaliyet dönemi boyunca firmaların pay senetlerinde yaşanan fiyat değişimlerini bulmaya yarayan aşırı getiri hesaplamaları ile yapılmaktadır. Bu türlü çalışmalarda iki temel varsayımdan bahsedilmelidir. İlk varsayım sermaye piyasalarının etkin olduğu, ikinci varsayım ise, aşırı fiyat değişimleri ölçümlerinin, fiyat – pazar temelli çalışmalar ile bağlantılı olduğudur.²²⁹

²²⁷ Kees COOLS, Kermit KING, Chris NEENAN, Miki TSUSAKA, a.g.e., s.6.

²²⁸ Peter J. BUCKLER, Perves N. GHOURI, "Introduction", Peter J. BUCKLER, Perves N. GHOURI (Ed.), **International Mergers and Acquisitions, A Reader** içinde, Thomson, 2002, s.1.

²²⁹ Steven BISHOP, Robert FAFF, Bary OLIVER, Gary TWITE, a.g.e., s.298.

Birleşme ve satınalmalar konusunda yapılan çalışmalar, genel olarak iki grupta toplanmaktadır. Bunlardan ilki ve en sık karşılaşılanı fiyat performansı analizleridir. Bu tür çalışmalara olay çalışmaları (event studies) adı verilmektedir. Yöntem, kısa ve uzun dönemli analizleri içermektedir. Kısa dönemli analizlerde, alıcı firma, hedef firma ve biraraya gelen firma için duyuru öncesi ve sonrasını kapsayan kısa dönemli hisse senedi fiyat performanslarının ölçümü yapılmaktadır. Bu yöntemin etkin piyasalar için oldukça güvenilir bir yöntem olduğu belirtilmektedir. Bilindiği üzere, etkin piyasalarda hisse senedi fiyatları, yeni bir bilginin piyasaya gelmesi ile ya da piyasada herhangi bir noktada herhangi bir değişimin yaşanması ile hemen düzeltilmektedir. Uzun dönemli analizlerde ise, satınalma duyurusunu izleyen üç ila beş yıl için bu kez uzun dönemli hisse senedi performansının ölçümü yapılmaktadır.²³⁰

Kısa dönemli hisse senedi performansının ölçülmesine dayanan çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde çoğu kez kazanan taraf, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif aşırı getiri elde eden hedef firmalar olmaktadır. Alıcı firma pay sahiplerinin ise, sıfır ya da negatif aşırı getirileri ile karşılaştıkları görülmektedir. Birleşme tamamlandıktan sonraki firmanın ise, görece olarak -az da olsa- değer yaratabildiği ifade edilmektedir. Uzun dönemli hisse senedi performanslarının ölçüldüğü çalışmalarda ise, alıcı firma pay sahiplerinin yine kaybettikleri görülmektedir. Bütün bu sonuçların genelleme olduğu bir kez daha vurgulanmalıdır. Bu tür çalışmaların dışında, muhasebe temelli çalışmaların yapıldığı görülmektedir. Burada da, elde edilen sonuçların bazılarında alıcı firma pay sahiplerinin performansları yüksek çıkarken diğer kısmında ise tersi sonuçlar ile karşılaşılabilmektedir.²³¹ Bu noktada Duso ve diğerlerinin (2006), tamamen hisse senedi verilerinden yola çıkarak elde ettikleri bir değer olan kümülatif aşırı getiriler ile firmanın kârlılığını içeren muhasebe temelli verilerin arasındaki ilişkinin irdelendiği çalışmalarından elde edilen sonuca değinilmesinde fayda bulunmaktadır. Çalışmada bahsi geçen iki değer arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu belirtilmektedir.²³²

²³⁰ Christa H. S. BOUWMAN, Kathleen FULLER, Amrita S. NAIN, "Stock Market Valuation and Mergers", Research Brief, **MIT Sloan Management Review**, Fall, 2003, s. 9.

²³¹ Christa H. S. BOUWMAN, Kathleen FULLER, Amrita S. NAIN, a.g.m., s.9.

²³² Tomaso DUSO, Klaus GUGLER, Burçin YURTOĞLU, **Is the Event Study Methodology Useful for Merger Analysis? A Comparison of Stock Market and Accounting Data**, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung - WZB, Social Science Research Center Berlin, SP II 2006 – 19, September 2006, s. 2.

Olay çalışmaları dışındaki diğer yöntem, bilançoya dayalı belirteçler veya stokastik sınır yöntemlerdir (ex-post studies). Burada, kontrol grupları ile birleşen firmaların performanslarının kıyaslaması yapılmaktadır.²³³ İlk yöntemde altı çizilmesi gereken unsur, firmaların hisse senetlerinin performanslarındaki değişimin belirlenmesi olurken, ikincisinde ise, özellikle kârlılıktaki değişimin belirlenmek istenmesidir. Doğru performans değişimlerine ulaşabilmekte kullanılabilecek en iyi anahtarlar ise, verimlilik ve etkinlikte meydana gelen değişimler ve/veya dinamik etkinlikteki değişimler (süreç ya da ürün yenilemeleri gibi) olarak ifade edilebilmektedir.²³⁴

Firma performansındaki birleşme öncesi ve birleşme sonrası değişimlerin değerlendirilmesi için kullanılan en önemli anahtarlardan birisi, kârlılık analizleridir. Aktiflerin kârlılığı (ROA) ve özsermaye kârlılığı (ROE) ile ölçülen kârlılıkla ilgili bulgulara göre; birleşme öncesinde birleşen firmalar, sektör ortalamasının üzerinde kârlılığa sahip bulunmaktadır. Birleşme sonrasında ise, yine birleşen firmaların sektöre kıyasla daha yüksek performans sergilediği, ancak birleşme öncesi durum ile kıyaslandığında kârlılığın azaldığı ifade edilmektedir. Diğer verimlilik ile ilgili yapılan değerlendirmelerdir. Bu uygulamalardan elde edilen sonuçlarda, birleşme sonrasında birleşen firmaların verimliliğinin, sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Üçüncü bir önemli anahtar büyüme olarak belirtilmektedir. Birleşme öncesi dönem ile kıyaslandığında, birleşme sonrası dönemdeki satışların, oldukça önemli oranda azalma gösterdiği belirtilmektedir. Dolayısıyla, birleşmenin satışlar üzerinde negatif etkiye sahip olduğu söylenebilmektedir.²³⁵

Hisse senedi fiyatlarındaki değişimler üzerine odaklanan analizlerde kullanılan olay çalışmalarındaki temel hedef, hisse senedi değerlerinde ortaya çıkan aşırı getirilerin etkilerinin ölçülmesi olmaktadır. Bunun için, önce birleşme ve satınalmaya ait ilk duyuru tarihinin belirlenmesi gerekmektedir. Daha sonra, her bir firma için belirlenecek olay penceresi içerisindeki her bir gün için tahmini getirinin ($\hat{R}_{i,t}$) hesaplanması gerekmektedir. Bu değer bir anlamda herhangi bir alım anlaşmasının

²³³ Dario FOCARELLI, Fabio PANETTA, Carmelo SALLES, "Why Do Banks Merge?", **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 34, Iss. 4, Nov. 2002, s.1049.

²³⁴ Hans SCHENK, "On the Performance of Banking Mergers Some Propositions and Policy Implications", **UNI Conference on Mergers and Take-Overs: Implications on Employment, Consumers and Shareholders**, London, 23–24 October 2000, s. 2–3.

²³⁵ Tsung-Ming YEH, Yasuo HOSHINO, "Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers", **Japan and the World Economy**, Vol. 14, Iss. 3, 2002, s.354, 356.

olmadığı durumdaki getiriyi ifade etmektedir. Tahmini getiriyi ölçmede kullanılan üç temel yöntem bulunmaktadır. Bunlar, ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi, piyasa modeli ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemidir. Birçok çalışmada her üç yöntemden de benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Ardından artık değer hesaplanmaktadır. Artık değer ($r_{i,t}$), her bir firma için ve olay penceresindeki her bir gün için hesaplanmaktadır. Bu değere ($r_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$), i firmasının t zamanındaki gerçekleşen getirisi ile tahmini getirisi arasındaki farktan ulaşılmaktadır. Artık değer, aslında “aşırı getiri”yi ifade etmektedir. Dördüncü adım olarak, elde edilen aşırı getirilerin ağırlıklı

ortalaması alınmaktadır ($AR_t = \frac{\sum r_{i,t}}{N}$). Buradaki “N” örnek kütledeki firma sayısını sembolize etmektedir. Son adım olarak da, kümülatif ortalama aşırı getirilerin ($CAR = \sum_{t=-40}^{40} AR_t$) hesaplanması yapılarak (formüldeki gösterimde olay penceresinin -40 ile +40 günleri arasını kapsadığı varsayılmıştır.) Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin hisse senedi değerleri üzerindeki etkilerinin analizi anlamlılık testleri ile son bulmaktadır.²³⁶

Tahmini getirinin hesaplanmasında temel olarak, üç yöntem kullanıldığı ifade edilmektedir. İlk yöntemde, bir tahmin dönemi seçilerek firmanın ortalama günlük getirileri bu döneme göre belirlenmektedir. Bahsedilen dönem, olay penceresinden (event period) önce ya da sonra olabilmekte ancak asla olay penceresini içermemektedir. Bu dönem, satınalmaya ilişkin herhangi bir bilginin yansımadağı dönemi ifade etmektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda tahmin dönemi olarak genellikle (-240 ile -41) aralığı alınmaktadır. İlk yöntem ile hesaplanan tahmini getiri, değerlendirmeye alınan firmanın tahmin dönemi içerisindeki ortalama günlük getirilerini elde etmeye yaramaktadır. İkincisinde, piyasa ve ortalama getiriler ile risk ilişkilendirilmektedir. Üçüncü yöntemde ise, t zamanında firmanın tahmini getirisinin aynı zamandaki piyasa endeksinin getirisine eşit olduğu varsayılmaktadır. Tablo 3.3.’de her üç yöntem için de tahmini değerlerin nasıl hesaplanabileceğini gösteren formüller bulunmaktadır.²³⁷

²³⁶ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A SIU, a.g.e., s. 93.

²³⁷ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, s. 218.

Tablo 3.3.
Tahmini Getiri Hesaplama Yöntemleri

Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	Piyasa Modeli	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi
$\hat{R}_{i,t} = \bar{R}_i = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{i,t}}{200}$	$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$ <p>α_i = Piyasa tarafından açıklanamayan ortalama getiriyi ölçen katsayı. $\alpha_i = E(R_{i,t}) - \beta \times E(R_{m,t})$ β_i = i firmasının piyasaya olan duyarlılığını belirten katsayı $\beta_i = \frac{Cov(R_{i,t}, R_{m,t})}{Var(R_{m,t})}$ ε_i = İstatistiksel hata terimi; $\sum \varepsilon_{i,t} = 0$ $R_{m,t}$ = t günü için piyasa endeksinin getirisi Regresyon sonucunda tahminlenen α_i ve β_i, $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ olarak tanımlanacaktır. Buradaki $R_{m,t}$ ise olay penceresinde ele alınan gün için piyasa endeksi getirisini ifade etmektedir. T zamanı için i firmasının beklenen getirisi: $\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$</p>	$\hat{R}_{i,t} = R_{m,t}$ <p>Varsayım: $\hat{\alpha}_i = 0$ $\hat{\beta}_i = 1$</p>

Kaynak: J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Susan E. HOAG, **Mergers, Restructuring, and Corporate Control**, Prentice Hall International Editions, 1990, s. 218 – 219'dan derlenmiştir.

Bu noktada $R_{i,t}$ (t zamanındaki gerçekleşen getiri) ve $R_{m,t}$ (piyasa getirisi)'nin formül olarak ifade edilmesi gerekmektedir. İlk olarak t zamanında gerçekleşen getirinin sermaye kazancı ile dividant ödemelerinden oluştuğunun belirtilmesi gerekmektedir

$$(R_{i,t} = \frac{d_{i,t} + (p_{i,t} - p_{i,t-1})}{p_{i,t-1}}).$$

Burada; $d_{i,t}$, t-1 zamanının sonundan t zamanının sonuna

dek, i firmasının hisse senetlerinin her birinden elde edilen dividantı, $p_{i,t}$, t zamanı sonunda i hisse senedinin piyasa fiyatını ve $p_{i,t-1}$ ise t-1 zamanı sonunda i hisse

senedinin piyasa fiyatını ifade etmektedir. Piyasa getirisi ise $(R_{m,t} = \sum_{i=1}^n x_{i,m} R_{i,t})$ tek tek hisse senetlerinin ağırlıklı ya da eşit ağırlıklı getirilerinden oluşmaktadır.²³⁸

Performans analizleri yapılırken, kazançların ölçülmesinde önemi ortaya çıkan bir başka sorun, hangi tarihin hesaplama esas alınacağı konusudur. Bir alternatif, firmaların borsada işlem görmesi halinde, duyuru gününün kabul edilmesidir. Firmanın hisse senetleri birleşmenin duyulmuş olmasından etkileneceğinden, bu tarih esas alındığında birleşmenin yaratacağı kazançlarının değerlerinin altında kalması söz konusudur. Bu nedenle, bazen duyuru tarihinden önce, birleşme faaliyetinin bilgisi henüz menkul kıymet fiyatlarını etkilemeden, birleşme fikrinin doğduğu zamanın seçilmesi uygun olabilmektedir.²³⁹

Birleşme ve satınalmaların alıcı firma hissedarları açısından değer yaratma potansiyelleri değerlendirmeye alındığında, değer yaratımının çerçevesini belirleyen en temel üç faktörün olduğu görülmektedir. Bunlar, alıcının tek başına sahip olduğu değer, satınalmadan beklenen faydanın değeri ve satınalma fiyatı olmak üzere sıralanabilmektedir. Bu üç unsurun aynı zamanda satınalmalar ile ilgili üç temel eşitliği oluşturduğu ifade edilmektedir. Bunlar aşağıda belirtilmektedir:²⁴⁰

Satınalmanın Değer Yaratımı = Biraraya Gelen Firmanın Değeri - (Alıcı Firmanın Değeri + Hedef Firmanın Değeri)
Kabul Edilebilir En Yüksek Satınalma Fiyatı = Alıcı Firmanın Değeri + Satınalmadan Kaynaklanan Sinerji Değeri
Alıcı için Değer Yaratımı = Kabul Edilebilir En Yüksek Satınalma Fiyatı - Hedef Firmaya Ödenen Fiyat

Firma birleşme ve satınalmaların değer artırımına katkıları beş ana noktada özetlenmektedir.²⁴¹

- i. Birleşme ve satınalmaların, faaliyet ekonomileri ya da etkin olmayan yönetimi disipline etme yolu ile etkinliği arttırabildiği görülmektedir.

²³⁸ Yanna WU, Subhash C. RAY, **Technical Efficiency and Stock Market Reaction to Horizontal Mergers**, University of Connecticut, Department of Economics Working Paper Series, Working Paper 2005 – 05, March 2005, <http://www.econ.uconn.edu/working/2005-05.pdf> , (12 Ekim 2006), s. 9.

²³⁹ Paul J. HALPERN, a.g.m., s:554.

²⁴⁰ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s. 139.

²⁴¹ M. Mark WALKER, "Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring – Firm Shareholder Wealth", **Financial Management**, Vol. 29, No. 1, Spring 2000, s.53.

- ii. Alıcı firmalar; alıcı firma hissedarları ve hedef firma hissedarları arasındaki asimetrik bilgiyi, birleşme ve satınalma faaliyetleri kapsamında kendi çıkarları doğrultusunda kullanması sonucunda, servet artışı sağlayabilmektedir.
- iii. Bu faaliyetler firmanın serbest nakit akışı ile bağlantılı olan temsil sorununu azaltma olanağına sahip bulunmaktadır.
- iv. Birleşme ve satınalma faaliyetleri, firmaların piyasa gücünü arttırması yolu ile servet artışına katkı sağlamaktadırlar.
- v. Vergi avantajlarını kullanılarak servette artışa neden olabilmektedirler.

Bild ve diğerleri (2002) çalışmalarında birleşme ve satınalma faaliyetlerinin değer yaratma özellikleri üzerinde durmaktadırlar. Buna göre, finans teorisi açısından asıl önemli olan konunun, birleşme ve satınalmalardan elde edilen finansal faydaların bugünkü değerlerinin, bu faaliyetlerin maliyetlerinin bugünkü değerlerinden büyük olup olmadığının belirlenebilmesidir. Bir başka ifade ile temel unsur, birleşme ve satınalmaların marjinal getirilerinin marjinal maliyetlerinden büyük olup olmadığının hesaplanmasının gerekliliğidir. Onlara göre, ne geleneksel muhasebe yaklaşımları ne de olay çalışmaları (event studies) bu durumu ifade etmeye yetmektedir. Çalışmalarında birleşme ve satınalmaların finansal performansını ölçmek için artık gelir (residual income)* yaklaşımını kullanarak geleneksel muhasebe yaklaşımı ile kıyaslama yapılmaktadır. Bu yöntem ile satınalma gerçekleşikten sonra ve gerçekleşmeden önceki değerlerin kıyaslanması sonucu alıcı firmanın değerinin artıp artmadığı belirlenmeye çalışılmaktadır. Önceki ve sonraki değerler arasındaki farklılığın, bir başka ifade ile değer yaratılmasının (VC), ise artık gelirdeki marjinal değişimlerden elde edilebileceği belirtilerek şu şekilde hesaplanmaktadır;²⁴²

* Bknz. Thomas PLENBORG, Firm Valuation: Comparing the Residual Income and Discounted Cash Flow Approaches, Scandinavian Journal of Management, 18, 2002, s. 306, Artık gelir esas olarak şu şekilde

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_t - k_e \times BV_{t-1}}{(1 + k_e)^t} \text{ ya da finansal oranlar ile ifade edildiğinde;}$$

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - k_e)BV_{t-1}}{(1 + k_e)^t}$$

hesaplanmaktadır: Burada, $NI = \text{Net Gelir}$,

$BV = \text{Defter Değeri}$,

$ROE = \text{Özsermaye Karlılığı}$ ve k_e , sermaye maliyeti'ni ifade etmektedir.

²⁴² Magnus BILD, Andy COSH, Paul GUEST, Mikhael RUNSTEN, **Do Takeovers Create Value? A Residual Income Approach on UK Data**, Working Paper No. 252, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, December 2002, s.1.

$$VC = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r_e)B_{t-1}}{(1 + r_e)^t} - \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t(ROE_t - r_e)B_{t-1}}{(1 + r_e)^t}$$

Burada, B_{t-1} , t-1 zamanındaki defter değeri; ROE_t , t zamanındaki menkul kıymetlerin özsermaye kârlılığı; r_e , menkul değer sermayesinin maliyetini ve E_t , t zamanında ulaşılabilen bilgilerden elde edilen beklentileri ifade etmektedir.

Bild ve diğerlerine göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin değerlendirilmesinde kullanılan muhasebe yöntemlerinin iki önemli eksikliği vardır. Birincisi, bu yöntem faaliyetin maliyetinin hesaplanmasında yeterince açık değildir. İkincisi ve finansal olarak daha önemlisi, bu yaklaşımda paranın zaman değerinin göz önüne alınmadığıdır. Çalışmalarında İngiltere’de 1986 – 1996 aralığında tamamlanan 386 halka açık şirketin değerlendirilmesi yapılmaktadır. Geleneksel muhasebe yöntemini kullanarak yaptıkları analiz sonucunda, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin alıcı firmaların özsermaye kârlılıklarında önemli pozitif etkilere sahip oldukları sonucuna ulaşılmaktadır. Artık gelir (residual income) yaklaşımı kullanılarak yapılan ve analizlerinin odak noktası olan ikinci kısmında ise, alıcı firmaların birleşme ve satınalma faaliyeti sonunda, bu faaliyetten önce sahip oldukları değerlerinden daha az değere sahip oldukları belirtilmektedir.²⁴³

Yukarıda da değinildiği gibi, satınalma sonrasında performans değerlendirilirken çeşitli belirleyiciler bulunmaktadır. Bunlar üç grupta toplanabilir. Birincisi, pay senetlerinin fiyatları temel alınarak yapılan hesaplamalardır. İkincisi, kârlılığı ilgilendiren muhasebe ölçütleri kullanılarak yapılan hesaplamalar ve sonuncusu ise, birleşme başarısını görmeye yarar diğer ölçütlerdir. Pay senetlerinin fiyatları üzerindeki etkileri ölçmede kullanılan çalışmaların amacı, birleşme veya satınalmaların hisse senedi değeri üzerindeki aşırı getirinin etkisinin ölçülmesi olmaktadır. İkinci grupta satınalma sonrasındaki kârlılık ölçüm yöntemlerinden, muhasebe ölçütlerinin kullanılması ile hesaplama yapılmaktadır. Burada çeşitli muhasebe ölçütleri kullanılarak birleşme veya satınalma öncesi ve sonrası değerler bulunmakta ve değerler sektör ortalaması ile kıyaslanmaktadır. Kârlılık ölçütlerini ise genellikle ya satışlar ya da aktiflerin kârlılığı (ROA) oluşturmaktadır.²⁴⁴

²⁴³ Magnus BILD, Andy COSH, Paul GUEST, Mikhael RUNSTEN, a.g.e., s. 19 – 20.

²⁴⁴ Jyrki Ali-YRKKÖ, a.g.e., s.2-3.

Fridolfsson ve Stennek'in (2000) olay çalışmalarının sonuçlarına göre, hisse senedi piyasası, birleşmenin gerçekleşeceğini anladığı takdirde, firmaların hisse senedi piyasasındaki değer değişimleri, gerçek değerindeki değişimleri etkilemektedir. Buna karşın, birleşme bir sürpriz ise, firmanın hisse senedi piyasalarındaki değer değişimleri, kârlılığındaki değişimleri etkilediği görülmektedir.²⁴⁵

Birleşmelerin kârlılığı arttırması da azaltması da muhtemel durumlar arasında yer almaktadır. Oligopol teorisinin tahminlerine dayanarak yapılan açıklamalarda birleşme sonucunda, bir taraftan -yatay birleşmelerde- firmaların piyasa gücünde artış beklenmekte iken diğer yandan birleşme sayesinde ürün hatlarını genişleterek elde etmeyi düşündükleri faydaları elde edemedikleri görülmektedir. Bu durumda net etki değerlendirilecek olursa, katkı payı oranının yüksek, ancak satışların düşük olacağı ifade edilebilmektedir.²⁴⁶Aslında Birleşik Devletler literatüründe, birleşme faaliyetlerine ait performans değerlendirmelerinin yapıldığı çalışmalarda, yine birbirinden farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bazılarında birleşmeyi izleyen dönemde kârlılıklarda bir düşüş gözlenmiş olmasına rağmen; bazılarında ise, birleşmeden sonra kârlılıkta iyileşme olduğu ifade edilmektedir.²⁴⁷

Literatürde çoğunlukla birbiri ile ilişkili firmalar arasındaki satınalmaların, birbirleri ile ilişkisi olmayan firmaların satınalma faaliyetlerinden daha fazla getiri sağladığı görülmektedir. Burada birbiri ile ilişkili firmalardan kasıt, hedef ve alıcı firmaların teknolojik olarak ya da ürün piyasaları açısından aralarında ilişkilerinin olmasıdır. Bu tür bir satınalmada değer yaratma, ölçek ekonomileri, faaliyet ekonomileri ve pazar gücü olmak üzere üç kaynaktan ortaya çıkmaktadır. Şöyle ki, ölçek ekonomileri, belirli bir ürünün artan üretiminden kaynaklanan etkinlikler ile ortaya çıkmaktadır. Ölçek ekonomileri özellikle, araştırma ve geliştirme, üretim, satış ve dağıtım gibi fonksiyonlar içerisinde meydana gelmektedir. Faaliyet ekonomileri ise, birbiri ile ilintili iki ya da daha fazla ürünün üretimi için, eldeki kaynakların ortak kullanımının mümkün olduğu durumlarda ortaya çıkabilmektedir. Faaliyet ekonomilerindeki önemli nokta, üretim alanı dışında da meydana gelebilmesidir.

²⁴⁵ Sven-Olof FRIDOLFSSON, Johan STENNEK, **Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices**, The Research Institute of Industrial Economics, IUI Working Paper Series, No.0511, March 1999, s. 25-26.

²⁴⁶ Lars – Hendrik RÖLLER, Johan STENNEK, Frank VERBOVEN, a.g.e., s. 36.

²⁴⁷ Tsung-Ming YEH, Yasuo HOSHINO, a.g.m., s.349.

Dağıtım sistemleri, know-how ya da marka adı gibi unsurlar faaliyet ekonomilerinin kaynaklarından sayılmaktadır. Son kaynak ise, pazar gücüdür. Bu tür satınalmalarda pazar gücü, aşırı getiri elde etmeye olanak sağlayabilmektedir. Bunların dışında kalan firmalar ise ikinci grup firmaları oluşturmaktadır. İkinci grupta yer alan firmalar arasında ise, satınalma faaliyetlerinden elde edilen gelirler, birbiri ile ilişkili firmalar arasında meydana gelen satınalmalara kıyasla daha düşük kalmaktadır. Ancak bilinmelidir ki, bu tür satınalmalarda değer değişmelerinin pozitif yönde gerçekleşeceği beklentisi her zaman bulunmaktadır.²⁴⁸

Araştırmalardan elde edilen bilgiler, birleşme ve satınalmaların önemli bir kısmının başarı ile sonuçlanmadığını göstermektedir. Bu durumda akla neden bu faaliyetlere girildiği sorusu gelmektedir. Yine yapılan çalışmalarda bu konu iyi nedenler ve kötü nedenler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İyi nedenlerin başında (başarı ile sonuçlanma nedenleri), birleşme ve satınalmaların pay sahipleri için değer yaratma gücüne sahip olduğu gelmektedir. Bunun yanında ürün çeşitliliği, piyasa segmenti, coğrafi unsurlar, teknolojik know-how ve bunlar gibi konularda boşlukların doldurulmasına yardımcı olarak firma stratejisinin tamamlanmasına destek olmaktadır. Satınalma sayesinde rakiplerin oluşmasının önüne geçmek de bir başka olumlu unsur olarak görülmektedir. Diğer taraftan, bu tür faaliyetlerin, yöneticilerin çıkarlarına kullanılmaya açık oldukları gözden kaçırılmamalıdır. Bahsedilen bu unsur, kötü nedenler (başarısızlıkla sonuçlanma nedenleri) arasında yer alan önemli bir faktördür.²⁴⁹

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin olumsuz sonuçlarından bir diğeri de, alıcı firmaların hedef firmaları almak için değerlerinden fazla ödeme yapmalarıdır. Yapılan fazla ödemenin temel olarak dört nedeni vardır. Bunlardan ilki firmanın piyasa potansiyeline olduğundan fazla değer biçilmesidir. Bir diğeri, bu firma ile beraber elde edilecek sinerji beklentilerinin yüksek tutulmuş olmasıdır. Bunun yanında yapılan faaliyetten iyi bir sonuç alabilmek için, detaylı incelemenin (due diligence) oldukça önemli olduğunun gözden kaçırılmaması gereklidir. Bu rapor hem oldukça yoğun yasal

²⁴⁸ Harbir SINGH, Cynthia A. MONTGOMERY, "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", içinde, **International Mergers and Acquisitions, A Reader**, Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHOURI (Ed.), Thomson, 2002, s.261-262.

²⁴⁹Ruth BENDER, Keith WARD, a.g.e., s.186 – 187.

ve hesaplanması gereken unsurları bünyesinde barındırmaktadır hem de büyük bir hız ve gizlilik içerisinde yürütülmelidir. Dolayısıyla gereken önemin verilmemiş olması bu faaliyetten elde edilecek sonucun olumsuzluğuna etki yapacaktır. Sonucu unsur ise rakipleri elimine etmek amacı ile hedefe daha yüksek ödeme yapılması durumunu açıklamaktadır. Tüm bu yanılgıların ortaya çıkmasının önüne geçmek için, önce her adımın oldukça iyi analiz edilip doğru değerlendirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde birleşme ve satınalma faaliyeti değer yaratamayacak bir başka ifade ile pay senedi sahiplerinin servetlerinde artış elde edilemeyecektir.²⁵⁰

Tablo 3.4.

Birleşme ve Satınalma'da Başarı ve Başarısızlık Nedenleri ve Önem Dereceleri

Başarısızlık Nedenleri (%)	Başarının Nedenleri (%)
<ul style="list-style-type: none"> Hedef firma yönetiminin tavrı ve kültürel farklılıklar (85) Satınalma sonrasına dair bir entegrasyon planlamasının yapılmamış olması (80) Sektör/hedef firmaya yönelik bilgi eksikliği (45) Hedef firmanın yönetim zaafiyeti (45) Satınalma tecrübesi olmama (30) 	<ul style="list-style-type: none"> Oldukça ayrıntılı bir entegrasyon planının varolması (76) Satınalma amacındaki netlik (76) Firma kültürlerindeki uyum (59) Hedef firma yönetimin işbirliğindeki uyumu (47) Firma ve içinde bulunduğu sektör hakkında bilgi sahibi olma (41)

Kaynak: Ilkka Tomperi, **M&A Case Theory of Investments**, University of Vaasa, 2006, <http://lipas.uvasa.fi/~jja/macase2006.pdf> , s. 47.

Tomperi'nin çalışmasında, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde firmaları başarıya yönelten ve başarısızlığa iten nedenler sıralanmaktadır. Buna göre, başarısızlıktaki en büyük payın, hedef firma yönetiminin bu faaliyetten hoşnut olmaması durumunda gösterdiği olumsuz tavra ve hedef firma kültürünün alıcı firma ile uyuşmamasına ait olduğu ifade edilmektedir. Diğer bir önemli unsur da, birleşme ve satınalma faaliyetini takiben hayata geçirilecek bir bütünleşme planının olmayışıdır. Oysa böyle bir planın varlığı, dahası işlem sonrasında bire bir uygulamaya konulması halinde, Tablo 3.4.'ün ikinci sütununda görüldüğü üzere, işlem büyük olasılıkla (% 76) başarılı olacaktır.²⁵¹

²⁵⁰ Tom COPLAND, Tim KOLLER, Jack MURRIN, **Valuation Measuring and Managing the Value of Companies**, Third Edition, University Edition, McKinsey & Company Inc., John Wiley & Sons Inc., 2000, s.115 – 116.

²⁵¹ Ilkka TOMPERI, **M&A Case Theory of Investments**, University of Vaasa, 2006, <http://lipas.uvasa.fi/~jja/MACase2006.pdf> , (2 Kasım 2006), s. 47.

Birleşme ve satınalmaların başarı ile sonuçlanmasında firmaların büyüklüklerinin etkisi önemlilik arz etmektedir. Konu üzerinde uzlaşmış bir görüş bulunmamaktadır. Buna karşın, ele geçirilen firmanın küçük olması (satınalma tutarının, alıcı firmanın piyasa değerinin %10'undan küçük olma durumu) ve firmaların benzer faaliyetler içerisinde bulunması durumunda başarı oranını %45'e çıkıttığı; yine ele geçirilen firmanın büyük olması ve benzer faaliyet içerisinde bulunulmaması halinde ise başarı oranının %14'e düştüğü konusunda bilimsel bulgulara rastlanmaktadır.²⁵²

Kode ve diğerleri (2003), birleşme ve satınalmaların başarısız sonuçlanmasına neden olan unsurlar ile literatürde yapılan hangi çalışmaların bu unsurlardan hangilerini desteklediğini belirten özetleyici bir tablo hazırlayarak önemli bir katkı sağlamaktadırlar. Tablo 3.5. Bu verileri sunmaktadır.

Tablo 3.5.
Birleşme ve Satınalmaların Başarısızlık Nedenleri

	Entegrasyon Sorunlarına Yönelik Planların Olmaması	B&S'lerin Esasına Ait Eksiklik	Sinerji ve Sonuçlarının Değerlendirilmesinde Mesinde Önyargılar	Entegrasyon-yondaki Ağır Adımlar	Hazırlık Safhasında Yetersizlik	Mevcut Stratejik Plan Başarısızlarının Değer Kayıpları	Yüksek ödeme ve Yüksek Satınalma Primi
Bijlsma-Frankema (2001)	•						
Campbell-Gould (1998)	•		•				
Copeland-Koller-Murrin (1990)	•		•	•	•		•
Galpin-Herndon (1999)	•				•	•	
Haunschild (1994)							•
Haspeslagh-Jemison (1991)	•			•	•		•
Horwitz vd. (2002)	•						
Howel (1970)	•					•	
Jemison-Sitkin (1986)	•				•		
Lajoux (1997)	•			•	•		•
Marks-Mirvis (1997)	•				•		•
Rappaport (1998)		•		•			•
Seyhun (1990)							•
Srower (1997)		•		•		•	•
Toplam	10	2	2	5	6	3	8

Kaynak: G. V. M. Kode, J. C. Ford, M. M. Sutherland, **A Conceptual Model for Evaluation of Synergies in Mergers and Acquisitions: A Critical Review of the Literature**, South African Journal of Business Management, Vol. 34, No.1, 2003, s. 29.

²⁵² Nevzat TETİK, İbrahim AKSU, Şirket Birleşmelerinin Sonuçları: Başarı ve Başarısızlık Göstergeleri, Değerlendirilmesi, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl. 6, Sayı. 20, Ekim 2006, s. 110.

Bu tabloda da açıkça görüldüğü üzere, birleşme ve satınalmaların başarısızlıkla sonuçlanmasında özellikle entegrasyonun ayrıntılı olarak planlanmasındaki eksiklikler ve satınalma fiyatının oldukça yüksek olmasının büyük bir ağırlığı bulunmaktadır. Bahsedilen bu iki faktörün gerçekçi olarak belirlenememiş sinerji ile bağlantısı bulunmaktadır. Sinerjinin, satınalma amacı ile ödenen prim konusunda ve birleşme sonrası entegrasyonun gerek insan gerekse süreç kapsamındaki başarısına bağlı bulunduğu göz önünde tutulmalıdır. Yapılan bütün bu hataların mümkün olduğunca azaltılması veya aslında tamamen ortadan kaldırılması sonucunda birleşme ve satınalmaların başarıya ulaşması kaçınılmaz olacaktır.

3.4.2. Birleşme ve Satınalmaların Alıcı Firma ve Hedef Firma Açısından Değer Yaratma Özellikleri

Birleşme ve satınalmalarda, alıcı olan bir firmanın getiri analizinde kullanılan faktörlerden bazıları; pazar gücü, faaliyetlerinden ve/veya finansal sinerji, vergisel kazançlar, etkin olmayan yönetim, aşırı ödeme, işlem maliyetleri olarak sıralanmaktadır. Strateji ve finansman alanında yapılan çok sayıda çalışmaya göre; sinerjinin yarattığı faydaya bağlı olarak hedef firma pay sahiplerinin getirilerinde ortalama olarak % 30 oranında bir artış ortaya çıkarken, alıcı firmaların getirilerindeki değişim ise önemsiz kalmaktadır. Bazı birleşme veya satınalma faaliyetleri, satınalan firmanın pay sahipleri için büyük kayıplara neden olurken (IBM/Lotus, Novell/Word Perfect, HP/Compaq, ATT/NCR, Viacom/Paramount gibi) bazı başarılı alıcılar ise büyük kazançlar elde edebilmektedir (Cisco, General Electric, Intel, Nationsbank, Lloyds TSB, Vodafone, Electrolux gibi).²⁵³

Alıcı ve hedef firma pay sahiplerinin getirilerinin, birleşme ve satınalma faaliyetleri öncesinde, sırasında ve sonrasındaki durum değişimini değerlendiren çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu çalışmaların sonuçlarının çoğunlukla birbirleri ile örtüşükleri görülmektedir. Birçok çalışmanın birbirinden ayrıldığı esas nokta genellikle, aşırı getirilerin büyüklüğü konusunda olmaktadır. Genel olarak, hedef firma pay sahiplerinin devamlı bir kazanç elde etmelerine karşın (o nedenle çalışmalarda bu kazancın ne kadar büyük olduğu ile ilgilenilmektedir), alıcı firma pay sahiplerinin ise

²⁵³Laurence CAPRON, Nathalie PISTRE, "When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?", **Strategic Management Journal**, Vol. 23, Iss. 9, September 2002, s.781.

devamlı bir kazanç ya da kayıp durumunun olmadığı görülmektedir. Bir başka ifade ile, alıcı firmaların getirilerinin vaka'dan vak'aya farklı sonuçlar verdiği belirtilmektedir.²⁵⁴ Alıcı firma pay sahiplerinin sıfır ya da negatif kazanç sahibi olmalarının nedenlerinden olan ve yöneticilerin bu sonuca ulaşmalarında etken olan iki önemli faktör ortaya konmaktadır. Bunlardan ilki, firmalarının aktiflerini hızla arttırma yolu olarak birleşme faaliyetlerini seçmek, diğeri ise düşük değerlendirildiğini düşündükleri (hedef) firmayı elde edebilmek için rekabete girmektir. Böyle bir durum sonucunda, kazançlı çıkacak tarafın büyük olasılıkla hedef firma olması beklenmektedir.²⁵⁵

30 yıllık bir süre içerisinde gerçekleştirilen çalışmaların değerlendirilmesi sonucunda, birleşme faaliyetleri hakkında önemli sonuçlar elde edilmiştir. Tichy'e (2001) göre, belki de en önemli sonuç, birleşmelerin otomatik olarak verimliliği arttırıp değer yaratmamasıdır. Bilinmesi gereken gerçek, birleşmelerin en fazla dörtte birinin hissedarların servetlerinde artış yaratmakta olduğudur.²⁵⁶

Birleşme ve satınalmaların karakteristik özelliklerinin belirlenmesini amaçlayan çalışmaların çoğunun ortak noktası, hedef firma pay sahiplerinin aşırı getirilerinin, alıcı firma pay sahiplerine kıyasla genellikle daha fazla olduğudur. Morellec ve Zhdanov (2005), yapılan çalışmalara katkı sağlamak üzere, ilk olarak bir birleşme ya da satınalma faaliyetinden negatif aşırı elde etme olasılığının yüksek olmasının, bu faaliyet sonucunda ortaya çıkacak olan sinerjinin geniş bir kitleye dağıtılacağı beklentisi ile doğru orantılı olduğunu ifade etmektedirler. Diğer bir önemli bulguları, rekabet boyutundadır. Rekabet, satınalma prosedürlerinin hızlanmasına ve alıcı firmaların pay sahiplerinin getirilerinde azalmaya neden olabilmektedir. Bir başka önemli sonuç ise, piyasada hisse senedi fiyatları konusunda yaşanan dalgalanmaların etkilerinin değerlendirilmesi ile ortaya çıkmaktadır. Buna göre, pay sahiplerinin aşırı getirilerinin, piyasada hisse senetlerinin getirilerindeki dalgalanmaya bağlı olarak yükselmesi muhtemel görülmektedir.²⁵⁷

²⁵⁴ Aigbe AKHIGBE, Jeff MADURA, Anna D. MARTIN, "Are Competitive Industry Signals Greater When Acquiring Privately-Held Firms?", **American Business Review**, Vol. 21, Iss. 2, June 2003, s.30.

²⁵⁵ Troy CRANDALL, "Mergers and the Market for Corporate Control in Canada", (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, University of New Brunswick), September 1998, s. 45.

²⁵⁶ Gunther TICHY, "What Do We Know About Success and Failure of Mergers?", **Journal of Industry, Competition and Trade**, Vol. 1, Iss. 4, Dec 2001, s. 385.

²⁵⁷ Erwan MORELLEC, Alexei ZHDANOV, "The Dynamics of Mergers and Acquisitions", **Journal of Financial Economics**, 77, 2005, s. 650 -651.

Birleşme ve satınalma faaliyetleri değerlendirildiğinde ve hedef ve satınalan firmalara toplu olarak bakıldığında, duyurunun net etkisinin genellikle pozitif olduğu görülmektedir. Çok çeşitli çalışmalar ile, birleşme faaliyetlerinin kazanç kaynaklarının neler olduğu araştırılmış ve sonuçta verimlilikteki artış, sinerji yaratılması ve vergilerdeki azalmalar gibi unsurların, birleşmeler için değer yaratmaya neden olan önemli faktörler olduğu belirlenmiştir.²⁵⁸

Birleşme ve satınalmaların hissedar servetleri üzerine etkilerini belirleyen en önemli unsurlardan biri de, alıcı firmaların iş alanları dışından seçtikleri hedef firmalar ile aynı iş alanına sahip olan hedef firmalar arasında gerçekleşen faaliyetlerdir. Uzun dönemde ilk grubun hisse senedi sahipleri için %18'den fazla kayıplar ile karşılaştıkları görülmektedir. Bu kaybın dağılımında en büyük pay, % 9 ile firma değerinde gerçekleşmektedir. Buna karşın ikinci grubun ise, uzun dönemde firma performansını olumlu etkilediği görülmektedir. Ortalama olarak odaklanmadaki her % 10'luk azalışın hissedarların servetlerinde % 9'luk, firma değerinde % 4'lük ve özellikle de birleşmeden sonraki üçüncü yıldan itibaren faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı getirilerinde % 1,2'lik azalışlara neden olduğunun altı çizilmektedir.²⁵⁹ Doukas ve Kan (2004)'ın analizlerinde de, 1991- 1997 aralığında ABD'de gerçekleşen yerel birleşme ve satınalma faaliyetleri değerlendirmeye alınmakta ve aynı şekilde, kendi sektörleri içerisinde bulunmayan bir hedef firmaya talip olan alıcı firmaların, aşırı getirilerinde büyük düşüşler ile karşılaştıkları ifade bulunmaktadır.²⁶⁰

Birleşme sonrası kısa dönemli çalışmaların sonuçları değerlendirildiğinde, oldukça büyük bir oranda -finans ve telekomünikasyon sektörleri dışında- düşük performans sorunu ile karşılaşıldığı görülmektedir. Özellikle alınan (hedef) şirketin hisse senetleri için, değerlerinin üzerinde ödeme yapılmış olabileceği, bunun bir nedeni olarak gösterilmektedir. Bir diğer önemli neden olarak, nakit akım tabloları üzerindeki uygulamalar gösterilmektedir. Bu anlamda şerefiye üzerinde dikkatle durulması gereken kalem olarak görülmektedir. Çalışmalarda şirketlerin, birleşmenin ardından ilk

²⁵⁸ Matej BLAŠKO, Jeffrey M. NETTER, Joseph F. SINKEY Jr., "Value Creation and Challenges of an International Transaction The DaimlerChrysler Merger", **International Review of Financial Analysis**, Vol. 9, No. 1, 2000, s.79-80.

²⁵⁹ William L. MEGGINSON, Angela MORGAN, Lance NAIL, "The Determinants of Positive Long-Term Performance in Strategic Mergers: Corporate Focus and Cash", **Journal of Banking & Finance**, 28, 2004, s. 525 – 526.

²⁶⁰ John A. DOUKAS, Özgür B. KAN, "Excess Cash Flows and Diversification Discount", **Financial Management**, Summer 2004, s. 72.

üç aylık kârlarının açıklanması ile, hisse senedi fiyatlarında olağan olarak kabul edilemeyecek düşüşler belirlenmekte ve bu negatiflik ile ödenen şerefiye arasında ters bir ilişki ortaya çıkmaktadır. ABD’de mevcut uygulamalara bağlı olarak, alıcı firma satınalma yolu ile şerefiye artışı sağlamış ise, birleşmenin ardından gelen ilk kâr açıklama zamanında, negatif getiriler ile karşılaşılmaktadır. Şerefiye itfası uygulayan ülkelere kıyasla, Amerikan sermaye piyasalarında ilk kâr açıklamalarının ardından birleşmiş olan şirketlerin hisse fiyatlarındaki düşüşlerin en önemli nedenlerinden biri olarak, bu faktör öne çıkmaktadır.²⁶¹

Hedef firmanın kazanç elde etmesinde birçok kaynaktan sözedilmektedir. Bu kaynakların en önemlileri olarak, hedef firmanın piyasadaki rekabet gücüne yaptıkları önemli katkılar ve hedef firmanın birleşme sonucunda elde ettiği sinerji kazançları sayılmaktadır.²⁶² Sinerjiye ek olarak, birleşmeden elde edilen kazançlar, ölçek ekonomilerini, etkinlik artışını, vergi kalkanından yararlanma sonucunda elde edilen faydaları ve buna benzer birçok unsuru kapsamaktadır. Aksi durumda iki ya da daha fazla firmanın biraraya gelmesinin herhangi bir avantaj yaratacağı düşünülmemelidir. Özellikle de, birleşme ve satınalma faaliyetleri sonucunda oluşturulan daha etkin olacağı varsayılan yönetimin, tüm bu amaçları gerçekleştirmesi beklenmektedir.²⁶³

Birleşme ve satınalmaların pay sahiplerine etkileri açısından teoride temel olarak iki farklı görüş ortaya çıkmaktadır. Neoklasik teoride, birleşme ve satınalmalar (ki bu görüşün temsilcisi olarak Manne (1965) adı öne çıkmaktadır), yöneticiler tarafından pay sahiplerinin servetlerini ençoklamak amacı ile girişilen değer arttırıcı faaliyetler olarak görülmektedir. Değer artışının; maliyet tasarrufu, monopol gücü oluşturma ya da etkin olmayan yönetimin elimine edilmesi gibi birçok kaynağının olduğu vurgulanmaktadır. Buna karşın diğer bir görüş olan yönetsel teoriye katılanlar ise [temsilcisi Mueller (1969)], bu türlü faaliyetlerin, kendilerine prestij sağlamak amacı ile giriştikleri faaliyetler olarak görmektedirler. Bu bağlamda ABD’de yapılan bir kısım çalışmada [Halpern (1973), Mandelker (1974), Asquith (1983), Bradley, Desai ve Kim (1988)] satınalmaların pay sahipleri için değer yarattığı ortaya konurken, Malatesta

²⁶¹ Ceyda ÖZTÜRK, “Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi”, içinde: **Şirket Birleşmeleri**, Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak 2004, s.274.

²⁶² Linda ALLEN, Julapa JAGTIANI, Stavros PERISTIANI, Anthony SAUNDERS, “The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 36, No.2, April 2004, s.203.

²⁶³ Richard A. BREALEY, Stewart C. MYERS, a.g.e., s. 481.

(1983), Roll, Jensen ve Ruback (1983) gibi bilim adamlarının çalışmalarının ise ilk yaklaşımı destekler sonuçlar verildiği görülmektedir.²⁶⁴ Bu ayırımı Zhao ve Lehn'in de değindiği görülmektedir. Onlara göre, firmaların birleşme ve satınalma faaliyetleri büyük, izlenebilir ve isteğe bağlı yatırımlardır ve literatürde firmaların satınalma faaliyetleri hakkında iki rakip tartışma yer almaktadır. İlkine göre, firma yöneticileri ile hissedarlarının çıkarları sıralandığında, hissedarların çıkarlarının ön planda olduğu ifade edilirken, diğer bakış açısına göre ise, firma yöneticilerinin diğer firmaları satınalmalarındaki amaçları, kişisel çıkarları olmaktadır.²⁶⁵

Birleşme ve satınalmaların performans değerlendirmesi amacı ile yapılan çalışmaların, bu faaliyetleri genel olarak duyurunun yapıldığı zaman, bu tarihin öncesi ve sonrası halinde ele alınıp incelediği görülmektedir. Konuya ait literatürde bulunan çok sayıda analizin, yukarıda belirtilen iki teorik yaklaşım ve bu zaman dilimleri çerçevesinde değerlendirilmesinin yapıldığı görülmektedir. Performans değerlendirmesi yapılırken üç temel durum söz konusu olmaktadır. Yatırım ya değerini korumaktadır ya değerini yitirilmesine neden olmaktadır veya değer yaratmaktadır. Birincisinde, yatırımın getirisi, olması gereken (ya da beklenen) getiriye eşdeğerdir. Dolayısıyla, yatırımın net bugünkü değerinin sıfır olduğu açıktır. Ekonomik anlamda ise, yatırımcının normal getiriye sahip olduğu belirtilmektedir. Değer yitirilmesi durumunda, yatırımdan elde edilen getirinin, olması beklenen getirinin altında kalması kastedilmektedir. Son unsur olan değer yaratılması ise, yatırımın getirisinin, olması gereken getiriye aşması halinde elde edilmiş olacaktır. Bu durumda yatırımın net bugünkü değeri pozitif gerçekleşecektir. Tüm yatırımlarda olduğu gibi birleşme ve satınalma faaliyetlerinde de elde edilmek istenen, net bugünkü değeri pozitif olan, bir başka ifade ile değer yaratan, projelere ulaşabilmektir.²⁶⁶

Mandelker'in (1974) 1941 – 1962 dönemini kapsayan uzun dönemli analizi, 241 adet birleşme faaliyetini kapsamaktadır. Yöntem olarak, aşırı getiri analizi kullanılmaktadır. Buna göre j firması için t zamanındaki aşırı getiri ($\epsilon_{j,t}$) şu şekilde hesaplanmaktadır.

²⁶⁴ Julian R. FRANKS, Robert S. HARRIS, "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers The UK Experience 1955 – 1985", **Journal of Financial Economics**, Vol. 23, Iss. 2, August 1989, s. 226.

²⁶⁵ Mengxin ZHAO, Kenneth LEHN, "Acquisition Decisions, Corporate Governance, and CEO Turnover: Do Bad Bidders Get Fired?", January 2003, http://www.afajof.org/pdfs/2004program/UPDF/P336_Corporation_Finance.pdf, (6 Nisan 2005), s.1.

²⁶⁶ Robert F. BRUNER, Does M&A Pay? **A Survey of Evidence for the Decision – Maker**, Darden, Batten Institute, October, 2001, s.2.

$$\varepsilon_{j,t} = R_{j,t} - \hat{\gamma}_{o,t} - \hat{\gamma}_{1,t} \times \beta_{j,t}$$

$R_{j,t}$: j hisse senedinin t ayındaki getirisi
 $\hat{\gamma}_{o,t}$ ve $\hat{\gamma}_{1,t}$: t zamanı için risk ve getiri arasındaki ex-post katsayı
 $\beta_{j,t}$: t ayı için i hisse senedinin betası

Çalışmasında bu faaliyetlerden elde edilen kazancın büyük kısmına, hedef firma pay sahiplerinin sahip olduğu belirtilmektedir. Ancak bu durum her zaman alıcı firmaların hedef firmalara aşırı ödeme yaptıkları ve sonuçta birleşme ve satınalmada kaybeden taraf oldukları anlamına gelmemektedir. Bu yönüyle Mandelker'in çalışması, birleşme ve satınalma faaliyetleri sonrasında alıcı firmaların negatif performansını en az destekleyen sonuçlara sahiptir.²⁶⁷

Dodd ve Ruback (1977), NYSE'de 1958 – 1976 dönemine ait birleşme ve satınalma ile teklif verme faaliyetlerini birarada değerlendirmektedirler. Çalışmalarında (ki burada aşırı getirinin hesaplanmasında yöntem olarak piyasa modeli kullanılmıştır), bu faaliyetlerin duyurularının yapıldığı ay içerisinde gerek alıcı gerekse hedef firma pay sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiri elde ettikleri belirtilmektedir. Ancak hedef firma pay sahiplerinin aşırı getirilerinin oldukça büyük (başarılı teklif vermeler için % 20,58, başarısız olanlar için % 18,96) olduğu vurgulanmaktadır. Alıcıların getirilerinin ise, bu oranlardan daha küçük olduğu ifade edilmektedir.²⁶⁸

Langetieg'in (1978), 1929 – 1969 dönemini kapsayan NYSE'deki birleşme ve satınalma faaliyetleri için uzun dönemli kümülatif aşırı getirilerinin hesapladığı çalışmasında, taraflar için kümülatif aşırı getirilerin yükselişe geçtiği ayların birleşme ve satınalma faaliyetinden onsekiz ay kadar önce başladığına ve yine bu faaliyetlerden sekiz ay kadar önce ise en üst noktaya ulaştığına işaret edilmektedir. Birleşme ve satınalma faaliyeti öncesinde alıcı firmaların ortalama aşırı getirileri en iyi olasılıkla %6,11 bulunurken, hedef firmaların ortalama aşırı getirileri ise % 12,9 olarak belirlenmektedir.²⁶⁹

²⁶⁷ Gershon MANDELKER, "Risk and Return: The Case of Merging Firms", **Journal of Financial Management**, Vol. 1, December 1974, s. 310, 329 – 330.

²⁶⁸ Peter DODD, Richard RUBACK, "Tender Offers and Stockholder Returns An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, Iss. 3, December 1977, s. 372.

²⁶⁹ Terence C. LANGETIEG, "An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger", **Journal of Financial Economics**, Vol. 6, Iss.4, December 1978, s.381 – 382.

Malatesta (1983) çalışmasında, aşırı getiri analizi yaparak, alıcı firmalar için birleşme ve satınalma sonrasında uzun dönemde negatif aşırı getiri ile karşılaşıldığı sonucuna ulaşmaktadır. Önemli bir diğer sonuç ise, alıcı firmaların birleşme ve satınalma sonrasında karşı karşıya kaldıkları negatif aşırı getirilerin büyüklüğünün, firma büyüklüğü ile doğrudan ilgisinin olmasıdır. Bir başka ifade ile, görece olarak daha küçük firmalar, daha önemli kayıplar ile karşılaşabilmektedir.²⁷⁰

Asquith'in (1983) birleşme ve satınalma faaliyetleri için yayınlanma günü ve sonuçlanma günü olmak üzere ikili bir ayırıma gittiği görülmektedir. Yayınlanma gününü, The Wall Street Journal'da birleşme anlaşmasının haberinin verdiği gün olarak, sonuçlanma gününü ise bu anlaşmanın sonuçlandığı ve raporlandığı gün olarak tanımlamaktadır. Burada, 1962 – 1976 dönemi için NYSE ve AMEX'de gerçekleştirilen faaliyetlere ait günlük veriler kullanarak getiriler değerlendirilmektedir. Alıcı firmaların birleşme anlaşmasının haber olarak basında yer almasından önceki dönem için (-480,-40) pozitif aşırı getirilere (% 13,4) sahip olduğu belirtilmektedir. Buna karşın birleşme anlaşmasının sonuçlanmasından (outcome date) 240 gün sonraki kümülatif aşırı getirilerinin ise, negatif (-% 7,2) hesaplandığı görülmektedir. Asquith'e göre, birbirinden bağımsız iki firmanın birleşmesi ile birbirinden farklı iki beta ortaya çıkmakta, bu da aşırı getirilerin hesaplanmasında büyük problem yaratmaktadır. Böylece ortaya bu beklenmedik sonuçlar çıkmaktadır.²⁷¹

Lubatkin (1987) uzun dönemli (1948 – 1979 arasında gerçekleşen birleşmelerin (-67,+64) aylık analizi) çalışmasında, birleşme öncesinde alıcı firmanın aşırı getirilerinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlandığını ifade edilmektedir. Özellikle ürün merkezli birleşmelerde* bu anlamlılığın en yüksek değere ulaştığı görülmektedir. Hedef firmalar için yapılan analizde ise, yine birleşme öncesinde pay sahiplerinin anlamlı kazançlara sahip oldukları ortaya çıkmaktadır. Çalışmada piyasa modeli temel alınarak değerlendirme yapılmaktadır. Değerlendirmeye alınan getiriler, aylık getirilerdir. Pay sahiplerinin getirileri şu şekilde hesaplanmaktadır:²⁷²

²⁷⁰ Paul H. MALATESTA, "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, Iss. 1–4, April 1983, s. 156.

²⁷¹ Paul ASQUITH, "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, Iss.1–4, 1983, s. 53, 74 – 75.

* Lubatkin'in birleşme sınıflamasının ürün merkezli, yatay ve piyasa merkezli, karma ve dikey birleşmelerden oluştuğu hatırlanmalıdır. Bknz. Michael LUBATKIN, Merger Strategies and Stockholder Value, Strategic Management Journal, Vol. 8, Iss. 1, s. 41.

²⁷² Michael LUBATKIN, a.g.m., s. 42, 46, 47.

$$r_{i,t} - r_{f,t} = a_i + b_i(r_{m,t} - r_{f,t}) + e_{i,t}, t, t = 1, \dots, T \text{ ve } i = 1, \dots, N$$

$r_{i,t}$ = t ayında i firmasının aylık getiri oranı

(aylık kapanış fiyatlarının dividant ve yeni hisse senedine göre düzeltilmiş şekli)

$r_{m,t}$ = t ayında piyasa portföyünün aylık getiri oranı

$r_{f,t}$ = t ayında risksiz getiri oranı

a_i, b_i = firmaya özgü unsurlar (α_i, β_i)

$e_{i,t}$ = stokastik hata terimi

Franks ve diğerlerinin (1991) değerlendirmelerinde, hedef firmaların duyuru zamanındaki getirileri ortalama olarak % 28 oranında belirlenirken, alıcı firmaların bu dönem boyunca herhangi bir kazanç elde edemedikleri ancak kayıp ile de karşılaşmadıkları ifade edilmektedir. Alıcı ve hedef firmaların getirileri piyasa kapitalizasyonuna göre ağırlıklandırıldığında ise, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin duyuru dönemi içerisinde ortalama % 3,9 oranında değer yarattığı belirtilmektedir. Birleşme ve satınalma sonrası dönem için eşit ağırlıklı endeks kullanılarak yapılan değerlendirmelerde alıcı firmalar için negatif performans saptanmaktadır. Ancak, değer ağırlıklı analizde, birleşme ve satınalma sonrasında pozitif sonuçlanan getiriler elde edildiği belirtilmektedir. Alıcı firmalar için, birleşme ve satınalma sonrası pay senetlerinin performansında saptanan negatif değerler, duyuru zamanındaki yanlış fiyatlama olgusuna bağlanmaktadır.²⁷³ Sirower'in 1997 yılında gerçekleştirdiği çalışmasının sonuçlarına göre, satınalma stratejisinin, değerlendirmeye aldığı alıcı firmaların % 33'ü için değer yarattığı, buna karşın % 66'sı için değer artırıcı etkiye sahip olmadığı belirtilmektedir.²⁷⁴

Agrawal ve diğerlerinin (1992) birleşme ve satınalma sonrasında alıcı firmaların uzun dönemli performanslarının değerlendirildiği çalışmaları, 1955 – 1987 döneminde NYSE'deki alıcı firmalar ve NYSE/AMEX'deki hedef firmalardan oluşan grubu kapsamaktadır. Sonuçlar, beta riski ve büyüklük etkisinden arındırıldıktan sonra, bu faaliyetlerde alıcı olan tarafların pay sahiplerinin, birleşme ve satınalma faaliyetinin tamamlanmasını izleyen beş yıl içerisinde istatistiksel olarak anlamlı ve % 10 değer kaybı ile karşılaştıklarını göstermektedir. Değer kaybının bu derece büyük olmasını ise,

²⁷³ Julian FRANKS, Robert HARRIS, Sheridan TITMAN, "The Post Merger Share-Price Performance of Acquiring Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol. 29, Iss. 1, 1991, s. 85, 94 – 95.

²⁷⁴ Mark SIROWER, a.g.e., s. 123.

piyasanın birleşme sonrasındaki durumu düzeltmede ağır kalmasına bağlamaktadırlar. Aynı çalışmada teklif vermelerin ise, pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan aşırı getirilere sahip oldukları sonucuna ulaşılmaktadır.²⁷⁵

Çalışmalarında, uzun dönemli aşırı getirilerin ölçülmesi için iki yaklaşım kullandıkları görülmektedir. İki ayaklı analizin ilk yaklaşımında, t ayında i hisse senedinin aşırı getirisini, $\varepsilon_{i,t}$, şu şekilde hesaplamaktadırlar:²⁷⁶

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

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

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

β_i ve β_s = i firması ile kontrol portföyündeki firmalarının betaları

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

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

İkinci olarak ise, RATS (Returns Across Time and Securities) yaklaşımı ile firma büyüklüğünün düzeltilmesinin bir kombinasyonu olan regresyon analizi yapılmaktadır. Buna göre uzun dönemli aşırı getiri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

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

Healy ve diğerleri (1992) ise, alıcı ve hedef firmaların birleşme sonrasındaki nakit akışı performansını incelemektedir. Çalışmaları 1979 yılından 1984 yılının ortalarına kadar olan dönemde birleşme faaliyetini tamamlamış elli adet büyük firmayı kapsamaktadır. Temel olarak, muhasebe verilerini kullanarak yaptıkları analizlere, bu verilerin ekonomik performansın açıklanmasında yeterli olmadığı gerekçesi ile diğer piyasa değerlendirme ölçütleri ile destek sağladıkları görülmektedir. Sonuç olarak, birleşen firmaların, sektörlerindeki diğer firmalara kıyasla, birleşme sonrasında faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışında artış elde ettikleri belirtilmektedir. Bunun yanında duyuru zamanındaki aşırı hisse senedi getirileri ile birleşme sonrasında faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışındaki artış arasında da pozitif yönde ilişki olduğu ifade

²⁷⁵ Anup AGRAWAL, Jeffrey F. JAFFE, Gershon N. MANDELKER, "The Post – Merger Performance of Acquiring Firms: A Re – Examination of an Anomaly", **The Journal of Finance**, Vol. 47, No. 4, September 1992, s. 1606 – 1607.

²⁷⁶ Anup AGRAWAL, Jeffrey F. JAFFE, Gershon N. MANDELKER, a.g.m., s. 1608.

edilmektedir.²⁷⁷ Fee ve Thomas (2004)'da, 1980 – 1997 döneminde yatay birleşmeler için aynı konuda değerlendirme yapmaktadırlar. Ele aldıkları firmaların birleşme sonrasındaki nakit akışlarında bir artış yaşandığını belirtmektedirler. Böylelikle, birleşmelerin, birleşen firmalar için değer yaratıcı olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar.²⁷⁸

Pautler'a göre, satın alınan firmaların kazançları, hedef firmalara oranla daha az kesinlik göstermektedir. 1960 ve 1970'lere ait çalışmaların sonuçlarına göre, bu tür firma pay sahipleri ya oldukça küçük miktarlarda aşırı getiri elde etmekte ya hiç aşırı getiri elde edememekte ya da negatif getirilere sahip olmaktadır. Taraf olan tüm pay sahipleri için toplam olarak değerlendirildiğinde ise, net kazancın, pozitif ama oldukça küçük olduğu da ortaya konan bir başka sonuçtur. Oransal olarak bakıldığında, alıcı firma pay sahiplerinin satınalmalarda ortalama % 4 civarında, birleşmelerde ise, neredeyse sifıra yakın kazanç elde etmekte oldukları görülmektedir. 60'lı yıllar için yapılan çalışmaların sonuçları, % 5 civarında istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiri elde edildiği yönündedir. 1970'lerde bu oranın % 2,2'lerde, 1980'lerde ise, istatistiksel olarak anlamsız bulunan negatif getiriler ortaya konmaktadır. 1990–1998 dönemine ait çalışmaların çoğu da yine aynı sonuçlara işaret etmektedir.²⁷⁹

Loughran ve Vijh'in (1997) analizleri ise, teklif verme ve birleşme ayırımı üzerine olmuştur. Bu işlemler sonrasında, alıcı firmaların hisse senetlerinin getirilerinin gerek işlemin türüne gerekse ödeme yöntemine göre farklılık gösterdiği ifade edilmektedir. Faaliyetlerin tamamlanmasını izleyen beş yıllık süre boyunca, birleşme yöntemini tercih eden alıcı firmalar, kıyaslanan diğer firmalara (NYSE, AMEX ve NASDAQ'da işlem gören bu faaliyetlerde bulunmamış firmalar) oranla ortalama olarak % 15,9 daha az kazanç elde etmektedir. Buna karşın, teklif verme (tender offer) yöntemini tercih eden alıcılar ise karşılaştırılan firmalara kıyasla, % 43 daha fazla kazanç sağlamaktadır. Bunun yanında, dostça olmayan satınalmaların, dostça satınalmalara kıyasla istatistiksel olarak anlamlı ve daha iyi performans gösterdiğinin de altı çizilmektedir. Analizlerinin diğer boyutunda, hisse senedi ile ödeme yöntemini tercih eden alıcıların, karşılaştıran gruba kıyasla % 24,2 daha az, nakit ile finansmanı tercih eden alıcıların ise yine karşılaştırılan gruba kıyasla % 18,5 daha fazla kazanç elde ettikleri

²⁷⁷ Paul M. HEALY, Krishna G. PALEPU, Richard S. RUBACK, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", **Journal of Financial Economics**, Vol. 31, Iss. 2, April 1992, s. 135 – 136, 165.

²⁷⁸ C. Edward FEE, Shawn THOMAS, "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms", **Journal of Financial Economics**, 74, 2004, s. 455.

²⁷⁹ Paul PAUTLER, Evidence on Mergers and Acquisitions, s.135.

görülmektedir. Her iki karşılaştırmayı biraraya getirerek yapılan analizde ise, birleşmeyi ve hisse senedi ile ödemeyi tercih eden alıcılar istatistiksel olarak anlamlı ve -% 25 aşırı getiriye sahip olurken, nakit ödemeyi ve teklif vermeyi tercih eden alıcıların yine istatistiksel olarak anlamlı ancak bu kez pozitif ve % 61,7 kazanç sağladıkları görülmektedir. Diğer alternatiflere baktığında nakit ödeme ile birleşmeyi tercih eden alıcıların getirileri karşılaştırılan firmalardan çok büyük farklılık göstermezken, hisse senedi ile ödenen teklif vermelerden anlamlı sonuçlar alınamamaktadır.²⁸⁰

Teklif verme faaliyetlerine piyasanın tepkisinin ve ortaya çıkacak değer artış ya da azalışlarının ölçüldüğü bir başka çalışma, 1962 – 2001 dönemini kapsamaktadır. Bu çalışmada elde edilen sonuçlar literatürdeki diğer çalışmalardan daha iyimser bulgulara işaret etmektedir. Burada değerlendirmeye alınan firmaların % 71'inin yatırımcılar için pozitif aşırı getiri sağladığı belirtilmektedir. Kullanılan iki farklı değerlendirme sonucunda da, hedef ve alıcı firmaların biraraya gelmesinden sonra değer artışları yaşandığı ve bu artışın, yöntemlerden birinde ortalama % 13,1 olurken diğerinde ortalama % 14,7 olarak gerçekleştiği belirtilmektedir.²⁸¹ Bu konuda yapılan diğer bir analizde ise, başarılı bir teklif verme işleminde alıcı firmanın aşırı getirisi ancak +% 4 oranında sonuçlanırken, birleşmelerde bu oranın sıfır olduğu görülmektedir.²⁸² Bir başka çalışmada ise, 1956–1981 dönemi için değerlendirilen 13 örnek üzerinden, birleşmelerin hedef firmanın hisse senedi fiyatlarına ortalama % 30; teklif vermelerin ise ortalama % 20 kazanç sağladığı saptanmıştır. Ayrıca, hedef firma pay sahiplerinin önemli pozitif aşırı getirilere sahip olduğu ve ABD verilerinden hareket eden çalışmalarda, 1975–1991 döneminde yine teklif vermeler için % 36, birleşmelerde ise % 17'lik bir ortalama kazancın hedef firmaların olduğu belirtilmektedir.²⁸³

Firmaların büyüme stratejilerinden satınalma faaliyetlerinin, hala en çok tercih edilen yöntem olduğunu savunan Sirower ve O'Byrne'nin (1998) çalışmalarında, satınalma sonrasındaki faaliyet performansının tahmin edilmesi ve değerlendirilmesi amacı ile bir yöntem geliştirip uygulanmaktadır. Buna göre, satınalmaların gelecekteki ekonomik getirisinin tahmini açısından, hisse senedi piyasasının yeterliliği ölçülmeye

²⁸⁰ Tim LOUGHRAN, Anand M. VIJH, "Do Long – Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?", **The Journal of Finance**, Vol. 52, No.5, December 1997, s.1767.

²⁸¹ Sanjai BHAGAT, Ming DONG, David HIRSHLEIFER, Robert NOAH, "Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence", **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, s. 5.

²⁸² Michael C. JENSEN, Richard S. RUBAK, "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, Iss. 1 – 4, April 1983, s.48,49.

²⁸³ Jyrki Ali-YRKKÖ, a.g.e., s. 5-6.

çalışılmaktadır. Büyük satınalma işlemlerinin duyurularına hisse senedi piyasalarının tepkisi, işlem sonrasındaki beş yıllık faaliyet performansı ile ilişkilendirilmektedir. Burada, yöntem olarak, performans değerlendirme için yararlı buldukları Ekonomik Katma Değer (EKD) analizi kullanılmaktadır. Çünkü EKD, firmaların piyasa değerlerini bilinen ve beklenen olmak üzere iki parçaya ayırabilme özelliğine sahip bir yaklaşımdır. Bu yönü ile EKD'in, Serbest Nakit Akışları Yaklaşımı'na üstünlük sağladığı düşünülmektedir. Araştırmaya konu, toplam 41 firma mevcuttur. Bu 41 firmadan 26'sında, piyasa tepkisinin yönünün (pozitif ya da negatif), EKD performans ölçüsü ile tutarlı çıktığı görülmektedir. Çalışmadan üç temel ve önemli bulgu elde edilmektedir. Birincisi, geçmiş çalışmalar ile tutarlı olmak üzere, bugünkü değer üzerinden değerlendirildiğinde, birincil getiriler ve uzun dönemli hisse senedi getirileri arasında oldukça yüksek bir korelasyon bulunmaktadır. İkincisi, satınalma faaliyetinin primi, pay sahiplerinin getirileri ile önemli derecede negatif yönlü ilişkilidir. Üçüncüsü ve belki de en önemlisi ise, birincil piyasa tepkisi ile hissedarların performansı arasındaki ilişki, Sirower ve O'Byrne'nin çalışmalarında kullandıkları performans ölçümü yöntemini kuvvetle desteklemektedir. Birincil hisse senedi piyasası getirisi, EKD ölçüm yöntemini %46'nın üzerinde bir oran ile açıklamaktadır.²⁸⁴

Sudarsanam'a göre, birleşme ve satınalma konusunda, kısa dönemde yapılan çalışmalarda, hedef firmaların pay sahiplerinin bu faaliyetlerden önemli kazançlar elde etme olanağını yakaladıkları görülmektedir. Hatta teklif vermelerde bu kazançlar birleşme ve satınalmalara kıyasla daha da büyük gerçekleşmektedir. Aynı dönem için alıcı firmalara bakıldığında, ya değer yitirdikleri ya başabaş noktasında kaldıkları ya da oldukça önemsiz sayılabilecek kazançlar elde ettikleri görülmektedir. Ancak her halükârda, hedef firma pay sahiplerinin oldukça altında getiri elde ettikleri açıktır.²⁸⁵

Hedef firmaların getirilerini belirlemeye çalışan araştırmaların sonuçları, alıcı firmalar için yapılan çalışmalara kıyasla daha açıktır. Bir birleşme faaliyetinde, hedef firma pay sahiplerinin elde edeceği ortalama kazanç % 20 ile % 35 aralığındadır. Dahası, teklif vermelerde, bu oran birleşmelere kıyasla daha yüksek çıkmaktadır. İşlemlerde

²⁸⁴Mark L. SIROWER, Stephen F. O'BYRNE, "The Measurement of Post-Acquisition Performance: Towards a Value-Based Benchmarking Methodology", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 11, Iss. 2, 1998, s. 107,117 – 119.

²⁸⁵Sudi SUDARSANAM, 2000, a.g.m., s. 143.

birden fazla alıcı varsa, kazançların daha da yüksek gerçekleşmesi de mümkündür. Tüm bu değerlendirmeler yapılırken, yasal ve düzenleyici çerçevenin etkileri gözden kaçırılmaması gereken önemli bir faktördür. Bu açıdan değerlendirildiğinde, birleşme faaliyetinin diğer tarafında bulunan alıcı firmalar, birbirinden farklı sonuçlar ile karşılaşabilmektedir. Buna rağmen denilebilir ki, birleşme faaliyetlerinde alıcı firma pay sahipleri ya başabaş noktasında kalmaktadırlar veya pay sahiplerinin getirilerinde oldukça düşük bir iyileşme görülmektedir.²⁸⁶ Nitekim Song ve Walking'in 1982–1991 aralığı için yaptıkları çalışmalarında, gerek hedef firmalar gerekse rakip firmaların, satınalma faaliyeti ile önemli aşırı pozitif getiriler kazandıkları ifade edilmektedir.²⁸⁷

Hou ve diğerlerinin (2000) sonuçlarına göre ise, birleşme ve satınalma faaliyetleri pay sahiplerinin servetleri üzerinde değer arttırıcı etkiye sahiptir. Birleşme ve satınalma faaliyeti öncesinde, tipik olarak, hedef firmanın uzun süreli fiyat düşüşleri gerçekleşmektedir. Duyurudan bir ay önceki dönemde ise, hedef firmanın fiyatlarında bu durumun tersi söz konusu olmaktadır. Bu arada alıcı firmalarda ise, ılımlı sayılabilecek fiyat yükselişleri yaşanmaktadır. Duyuru tarihi çevresindeki günlerde, birleşme ve satınalma faaliyetlerine taraf olan hedef firmaların hisse senedi fiyat performansları pozitif seyretmektedir.²⁸⁸ Bu çalışmada genel olarak, duyuru gününün etrafındaki üç günlük dönem itibari ile hedef firmanın ortalama olarak % 6 getiri kazandığı görülmektedir. Yine, başarılı birleşme ve satınalma faaliyetlerinde, hedef firmaların, duyuru öncesindeki on gün ve sonraki on gün içerisinde ise, yaklaşık olarak % 18 kadar bir getiriye sahip oldukları belirtilmektedir. Buna karşın, genel olarak, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin tamamlanmasını izleyen bir yıl içerisinde, aşağı doğru bir eğilimin oluştuğu ve bu durumun istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu belirtilmektedir.²⁸⁹

Andrade, Mitchell ve Stafford (2001), NYSE, AMEX ve NASDAQ verilerine dayanarak, 1973 – 1998 için birleşme ve satınalma faaliyetlerinin aşırı getirilerini, on yıllık üç dönem halinde analiz etmektedirler. Buna göre, duyuru dönemine ait ortalama aşırı getirilerin hedef firma, alıcı firma ve biraraya gelen yeni firma için, üç günlük olay

²⁸⁶ Lars – Hendrik RÖLLER, Johan STENNEK, Frank VERBOVEN, a.g.e., s.39-40.

²⁸⁷ Moon H. SONG, Ralph A. WALKLING, "Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets: A Test of the "Acquisition Probability Hypothesis", **Journal of Financial Economics**, Vol. 55, Iss. 2, February 2000, s.170.

²⁸⁸ Kewei HOU, Per OLSSON, David T. ROBINSON, a.g.e., s. 2,

²⁸⁹ Kewei HOU, Per OLSSON, David T. ROBINSON, a.g.e., s. 4 – 5.

pencereleri dahilinde, her üç on yıllık dönem için de birbirleri ile benzerlikler taşıdığı görülmektedir. Toplam olarak değerlendirildiğinde 3.688 adet vak'anın aşırı getirileri, en düşük % 1,4, en yüksek % 2,6 gerçekleşirken ortalama olarak % 1,8 olduğu görülmektedir. Bu durumda, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin bu dönemde değer yarattığı söylenebilmektedir. Ayrıca, ikinci bir değerlendirme dönemi olan, birleşme ve satınalma öncesindeki yirmi günlük dönem ile birleşmenin sonucundaki kapanış günü esas alındığında, yine ortalama olarak % 1,9'luk bir pozitif aşırı getiri ile karşılaşıldığı görülmektedir. Dolayısıyla yine bir değer yaratımından söz edilebilmektedir. Analizlerinin ayrıntılı sonuçları Tablo 3.6.'da verilmektedir.²⁹⁰

Tablo 3.6.

1973 – 1998 için On Yıllık Zaman Dilimlerinin Duyuru Dönemindeki Aşırı Getirileri

	1973 – 79 (%)	1980 – 89 (%)	1990 – 98 (%)	1973- 98 (%)
Birleşen				
(-1,+1)	1,5	2,6*	1,4	1,8
(-20, Kapanış)	0,1	3,2	1,6	1,9
Hedef				
(-1,+1)	16,0	16,0	15,9	16,0
(-20, Kapanış)	24,8	23,9	23,3	23,8
Alıcı				
(-1,+1)	-0,3	-0,4	-1,0	-0,7
(-20, Kapanış)	-4,5	-3,1	-3,9	-3,8
Gözlem Sayısı	598	1.226	1.864	3.688
*%5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı				

Kaynak: Gregor Andrade, Mark Mitchell, Erik Stafford, **New Evidence and Perspectives on Mergers**, Journal of Economic Perspective, Vol. 15, No. 2, Spring 2001, s. 110.

Paul Halpern (2001) birleşen firmaları, değerlendirmeye esas alınan tarihte menkul kıymetlerin sahip oldukları değerlerinin büyüklüklerine göre sınıflamaktadır. Elde ettiği sonuçlara göre, ortalama kazanç açısından bakıldığında, daha büyük firmaların küçük firmalara oranla yaklaşık dört kat daha fazla kazançla sahip olduğu, medyan olarak düzeltilmemiş şekilde yapılan hesaplamalarda ise, yine büyük firmaların 1,5 kat daha fazla kazançla sahip oldukları ortaya konmaktadır. Oysa hesaplamaları piyasaya göre düzelttikten sonra sonuçların oldukça farklılaştığı görülmektedir. Burada, gerek daha büyük gerek daha küçük firmaların ortalama ve medyan kazançlarının oldukça azaldığı sonucu ile karşılaşılmaktadır. Görüldüğü üzere, düzeltilmemiş kazançlar pozitif iken, gerek daha büyük gerek daha küçük firmalar için düzeltme işlemi sonucunda kazançlarda azalma yaşanmaktadır. Halpern'nin birleşme ve satınalmalar

²⁹⁰ Gregor ANDRADE, Mark MITCHELL, Erik STAFFORD, "New Evidence and Perspectives on Mergers", **Journal of Economic Perspective**, Vol. 15, No. 2, Spring 2001, s. 109 – 110.

konusunda bir diğ er önemli saptaması ise, birleş me iş leminin genellikle yükselen piyasalarda ve firmaların sistematik riskinin pozitif oldu ğ u zamanlarda gerç ekleş iyor olmas ıdır.²⁹¹

Avustralya için yapılan bir değ erlendirmede, küçük ve büyük hedef firmaların birleş me ve satın alınma duyurusunun yapıld ıđ ı dönemdeki getirileri değ erlendirilmekte ve yukarıdaki bulgu ile ters yönde olmak üzere, küçük firmaların büyük hedef firmalara kıyasla daha fazla getiri elde ettikleri belirtilmektedir. Oran olarak bakıld ıđ ında, küçük hedef firmaların elde ettikleri aş ırı getiriler % 24 olarak hesaplanırken, büyük hedeflerin aş ırı getirilerinin % 16'da kald ıđ ı görülmektedir. Buradan hareketle, hedef firmanın büyüklüğü ile elde edilen aş ırı getiriler arasında ters yönlü iliş ki oldu ğ u genellemesine ulaşılabilmektedir.²⁹²

Birleş me ve satın almaların değ er yaratma özelliklerine bir analiz de Delong'un (2003) birleş me sonrasındaki uzun dönemli performans değ erlendirmesinde yer bulmaktadır. Ele ald ıđ ı elli dört banka birleş mesinde, alıcı olan tarafın istatistiksel olarak anlamlı ve % 2,5 değ er yitirdiğ i, buna karş ın hedef firmanın ise yine istatistiksel olarak anlamlı ama bu kez % 14,7 değ er kazandığ ı ifade edilmektedir. Topyekün değ erlendirildiğ inde ise, birleş melerin ne değ er kazandırd ıđ ı ne de değ er kaybettirdiğ i sonucuna ulaşılmaktadır.²⁹³

Birleş me ve satın alma faaliyetlerinin ayrı ayrı deę erlendirildiğ i ç alış malarında ise, André ve diğ erleri (2004), birleş me faaliyetlerinin uzun vadede istatistiksel olarak anlamlı ve düşük performans gösterdiğ i sonucuna ulaş maktadır. Satın almaların ise, yine düşük performansla sahip oldu ğ u, ancak bu sonucunun istatistiksel olarak deę erlendirmesi yapıld ıđ ında anlamlı bulunmadığ ı belirtilmektedir.²⁹⁴

Kohers'in (2004) değ erlendirmesinde, yine birleş me ve satın alma faaliyetlerinde alıcı firma pay sahiplerinin getirilerinin hedef firmanın halka açık olup olmamasına göre değ iş iklik gösterdiğ i ifade edilmektedir. Birleş me ve satın alma faaliyetlerinde, alıcı firmanın hedefi halka açık bir firma ise, elde edeceğ i getiri halka açık olmayan hedeften

²⁹¹ Paul J. HALPERN, a.g.m., s.568-570.

²⁹² Don ANDERSON, Andrea HAYNES, Richard HEANEY, "Company Takeovers and Equity Returns: The Target Size Effect", **Australian Journal of Management**, Vol. 19, Iss. 1, June 1994, s. 2, 26.

²⁹³ Gayle DELONG, a.g.m., Summer 2003, s.15.

²⁹⁴ Paul ANDRÉ, Maher KOOLI, Jean-François L'HER, a.g.m., s. 41.

elde edilecek getiriden daha düşük olmaktadır. Bu grupta içerisinde doğrudan değer yaratımı ile ilgili olmasa da, farklılığı vurgulamak amacı ile belirtilmelidir ki, halka açık olmayan hedef firmaların ellerine belli bir miktar nakit geçecekse, karşılaştırılan firmalara kıyasla daha az prime razı olduklarının ortaya konmasıdır.²⁹⁵

Moeller ve diğerleri (2005), ABD’de yaşanan son birleşme dalgasının ülke tarihinin en yüksek tutarlara sahip dalgası olduğunu belirtmektedirler. Bunun yanında alıcı firmaların satınalma anlaşmalarında karşı karşıya kaldıkları büyük kayıpları, yüksek hisse senedi değerleri, hisse senedi ile ödeme yönteminin kullanılmasındaki oransal artış ve firma ele geçirmelerine karşı kullanılan savunma yöntemleri kullanım oranlarındaki artışa bağlamaktadırlar. Alıcı firma pay sahiplerinin 1990’lardaki (1991 – 2001) kayıplarının, 1980’ler (1980 – 1990) ile kıyaslandığında 50 kez daha fazla (ortalama 216 milyar \$) olduğu belirtilmektedir. En büyük kayıpların ise, 1998 – 2001 döneminde gerçekleştiği ifade edilmektedir. 1980’li yıllarda ortaya çıkan 4 milyar \$’lık kaybın, 1998 – 2001 döneminde 240 milyar \$ olarak sonuçlandığı dikkatlere sunulmaktadır. Özellikle de, 1998 – 2001 döneminde gerçekleşen tüm satınalma işlemleri içerisinde 87 adetinin oldukça büyük değer kayıplarına neden olduğu vurgulanarak, bu işlemlerin toplam değer kaybının 397 milyar \$ civarında gerçekleştiği ve geri kalan anlaşmalardan elde edilen toplam kazancın ise 157 milyar \$ civarında olduğunun altı çizilmektedir.²⁹⁶

Shahrur’un (2005) analizinde de, hedef firmaların birleşme ve satınalma duyurusu sırasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif aşırı getiriler elde ettikleri, tekrarlanmaktadır. (-1,0) olay penceresi için bu değer, % 15,98 olarak hesaplanmaktadır. Aynı dönem için, alıcı firmaların kümülatif aşırı getirileri ise -% 0,61 olarak belirlenmektedir. Bununla beraber, biraraya gelen yeni firma olarak değerlendirildiğinde, (-1,0) döneminde % 2,25 ve (-10,+10) döneminde ise, % 3,52 kümülatif aşırı getiriler ile karşılaşıldığı görülmektedir.²⁹⁷

²⁹⁵ Ninon KOHERS, “Acquisitions of Private Targets: The Unique Shareholder Wealth Implications, **Applied Financial Economics**, Vol. 14, Iss. 16, November 2004, s.1152.

²⁹⁶ Sara B. MOELLER, Frederik P. SCHLINGEMANN, René M. STULZ, “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring – Firm Returns in the Recent Meger Wave”, **The Journal of Finance**, Vol. 60, No.2, April 2005, s. 757 – 759.

²⁹⁷ Husayn SHAHRUR, “Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers”, **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, s. 74 – 75.

Moeller'in (2005) 1990'ların ikinci yarısı için yaptığı analiz, 388 adet birleşme ve satınalma anlaşmasını hedef almaktadır. Özetle, alıcı firma açısından duyuru dönemi getirisi -%2,9 olarak hesaplanırken, hedef firmanın getirisi %21,3 olarak ortaya konmaktadır. Alıcı ve hedef firmanın biraraya gelmiş haldeki piyasa değerinin de ise %2 civarında bir artış ile karşılaştığı ifade edilmektedir.²⁹⁸

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM)'nin kullanıldığı, hisse senedi piyasası hakkında yapılan çalışmalarda genel olarak, hedef firmaların pay senedi sahiplerinin önemli aşırı kazançlar elde ettikleri ortaya konmaktadır. 1962–1985 dönemindeki 663 başarılı teklif verme örneği için (tender offer), yapılan analizlerde özellikle 1980 öncesi hisse senedi piyasası verilerine dayanarak, hedef firmaların getirilerinin % 16–30 aralığında gerçekleştiği sonucuna ulaşılmaktadır. Buna ek olarak, hedef firma pay sahiplerinin, satınalma haberinin duyurulması ile beraber, satınalma gerçekleşmemiş olsa da, önemli pozitif aşırı getiri elde ettikleri ifade edilmektedir. Yine, hedef firma kazançlarının, satınalmanın gelecekteki başarısının hisse senedi piyasasında önceden sezilmesine bağlı olabileceği görüşünün de genel olarak destek bulunduğu belirtilmektedir.²⁹⁹

Literatürdeki birçok çalışmada, birleşme veya satınalma faaliyetlerinde, alıcı ve hedef firmaların getirilerinin açıklanmasında piyasa değeri/defter değeri oranına oldukça sık başvurulduğu görülmektedir*. 1980–1991 arasında, ABD'de 987 birleşme ve satınalma faaliyeti için yapılan değerlendirmede, yüksek piyasa değeri/defter değeri olan alıcı firmaların, bu faaliyet tamamlandıktan sonraki birleşme kazançlarının ilk yıl için -% 5,6, ikinci yıl için -% 5,4 ve üçüncü yıl için % 0,1 olarak gerçekleştiği belirtilmektedir. Buna karşın düşük defter değeri/piyasa değeri olan alıcıların, işlem tamamlandıktan sonraki kazançları ise, ilk yıl için % 5,6, ikinci ve üçüncü yıllar için sırasıyla; -% 1,1 ve % 9,9 olarak ifade edilmektedir (ilk yıl ve üçüncü yıllarda % 1 ve 2.

²⁹⁸ Thomas MOELLER, "Let's Make a Deal! How Shareholder Control Impacts Merger Payoffs", **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, s. 174.

²⁹⁹ Paul PAUTLER, Evidence on Mergers and Acquisitions, s.134.

* Megginson ve diğerleri (2004), uzun dönemli birleşme ve satınalmalarda pozitif değer ile sonuçlanan anlaşmaların, nakit ödeme ile finanse edilen, yüksek piyasa değeri/defter değerine sahip düşmanca satınalmalar olduğunu, negatif değer ile sonuçlanan çalışmaların ise, hisse senedi ile finanse edilen düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip dostça satınalmalar olduğunu ifade etmektedirler. Bknz. William L. MEGGINSON, Angela MORGAN, Lance NAIL, The Determinants of Positive Long-Term Performance in Strategic Mergers: Corporate Focus and Cash, *Journal of Banking & Finance*, 28, 2004, s. 524.

Yılda % 10'da test edilmiş ve anlamlı bulunmuştur). Fiyat/kazanç oranına göre yapılan değerlendirmelerde ise, alıcı firmaların alım duyurusunun yapıldığı dönemde (-1,+1), düşük fiyat/kazanç oranına sahip alıcılardan oluşan portföyün, yüksek fiyat/kazanç oranına sahip alıcılardan oluşan portföyün aşırı getirilerinden daha düşük getirilere sahip olduğu görülmektedir. Yüksek fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların aşırı getirileri bu dönem için -% 0,47 ile -% 0,79 aralığında belirlenirken, düşük fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların aşırı getirileri -% 1,76 ile -% 1,81 aralığında belirlenmektedir. Yine, yüksek fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların, ortalama değerdeki bir fiyat/kazanç oranına sahip firmaların aşırı getirilerine kıyasla daha iyi bir performans sergilediği de ifade edilmektedir. İkinci dönem için (+2,+40), düşük fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların yine daha iyi performansla sahip olduğu sonucu ile karşılaşılmaktadır. Üçüncü ve son dönemde ise, (+41,+750) yüksek fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların satınalma ve elde tutma verimleri -% 10 ile -% 46 aralığında gerçekleşirken, düşük fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların ise, % 4 ile -% 10 aralığında gerçekleştiği ifade edilmektedir. Bu sonuçlara göre, düşük fiyat/kazanç oranına sahip alıcıların pahasahiplerinin, yüksek fiyat/kazanç oranına sahip alıcılara kıyasla daha büyük aşırı getirilere sahip oldukları ortaya konmaktadır.³⁰⁰

Aynı çalışmada, piyasa değeri/defter değeri oranına göre yapılan değerlendirmelerde ise, (-1+1) dönemi için, yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip alıcı firmaların aşırı getirilerinin -% 1,7 ile -% 1,9 aralığında, buna karşın düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip alıcıların ise -% 1,1 ile -% 1,3 aralığında değişen aşırı getirilere sahip oldukları görülmektedir. (+2,+40) ve (+41,+750) için, yine yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip alıcıların, düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip alıcılara kıyasla daha kötü performans sergiledikleri görülmektedir. Sonuç olarak performans açısından değerlendirildiğinde, düşük piyasa değeri/defter değeri oranına sahip alıcıların, yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip alıcılardan daha iyi sonuçlara sahip oldukları ifade edilmektedir. Bununla beraber, piyasa değeri/defter değeri oranı açısından ortalama bir değere sahip olan

³⁰⁰ Sudi SUDARSANAM, Ashraf MAHATE, Alan FREEMAN, "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence", **Annual Meeting of the European Financial Management Association**, Lugano, Switzerland, June 27 – 30, 2001, s. 6, 16 – 17.

firmaların ise, gerek yüksek gerekse düşük oranlara sahip firmalara kıyasla çok daha iyi performanslara ulaştıkları da belirtilmektedir.³⁰¹

Yapılan çalışmaların bir kısmında ise, araştırmaların özellikle sinerji üzerine odaklandığı göze çarpmaktadır. Bu bağlamda, Capron ve Pistre'nin yapmış oldukları analizde, Amerika ve Avrupa'da faaliyet gösteren 101 firmanın değer yaratma sürecindeki sinerji ile prim etkileşimi değerlendirilmektedir. Seçilen firmaların, yatay birleşmeye konu oldukları ifade edilmektedir. Elde ettikleri sonuçlara göre, hedef firma ile satın alınan firma arasında iyi bir kaynak dengesi olması ve birleşmenin değer yaratmış olması halinde dahi, piyasa sinerji kazancını, alıcı firma pay sahipleri yerine, hedef firma pay sahiplerine dağıtmaktadır. Bahsedilen sinerji kavramı, birleşen firmalardaki rekabet gücü ve nakit akımları etkenlerini içermektedir. Firmaların aşırı getiri elde edebilmesinin ancak piyasada eksik rekabet olmasından kaynaklandığını belirtmektedirler. Capron ve Pistre'nin yapmış oldukları çalışmanın sonuçlarının özeti Tablo 3.7.'de daha açık şekli ile ifade edilmektedir:³⁰²

Tablo 3.7.
Alıcı Firma Açısından Değer Yaratımı Tahminleri

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

Kaynak: Laurence Capron, Nathalie Pistre, **When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?**, Strategic Management Journal, Vol:23, 2002, s.783.

Mueller ve Sirower (1998) çalışmalarında, birleşme sonucu yaratılan sinerji kazançlarının, her iki –hedef ve alıcı firma- taraf arasında paylaşıldığına dair yapılan tahmin reddedilmektedir. Bu konuda sadece birbirine çok yakın olan sektörler arasında gerçekleştirilen birleşme faaliyetlerinin sonucunda bu tahmini destekler bulgular ile karşılaştıkları söylenerek, bu oranın da oldukça küçük olduğunu ifade edilmektedir. Çalışmanın prim ile ilgili kısmında ise, alıcı firma pay sahiplerinin kazançlarının, hedef

³⁰¹ Sudi SUDARSANAM, Ashraf MAHATE, Alan FREEMAN, a.g.e., s. 17 – 18.

³⁰² Laurence CAPRON, Nathalie PISTRE, a.g.m., s.781-783.

firmaya ödenen primden bağımsız olmadığına işaret edilerek, her altı vak'adan dördü için bu sonucun bulunduğu belirtilmektedir.³⁰³

Satınalma duyurusu sırasında alıcıların hisse senedi fiyatlarında azalma yaşanması, yatırımcıların, sinerjinin beklenen bugünkü değerinin, ödenen primden daha düşük olduğu beklentisinin bir işareti olarak yorumlanmaktadır. Bilinmesi gereken şudur ki, birleşmenin değer yaratıyor olması durumunda dahi, ödenen primin, eklenen değeri aşması halinde, alıcı firmalar için değer yaratımı gerçekleşmiş olamamaktadır. Bu durumda, yaratılan bütün değer, satın alınan (hedef) firma pay sahiplerine gidebilecektir.³⁰⁴

Alıcı olan firmaların yöneticilerinin sıklıkla tartıştıkları nokta şudur: Birleşmeler, finansal fayda sağlamaktadırlar ve böylece alıcı firmalar net ekonomik sinerjiden kaynaklanan bir kazanç elde edebilmektedirler. Bu fayda varsa, firmanın pay sahiplerinin getiri oranında etkisinin görülmesi gerekmektedir. Bir başka ifade ile birleşme, satın alınan firmaya net fayda sağlamış ise, o firmanın pay senetleri, duyuru tarihinde yüksek fiyattan alınıyor olmalıdır. Gerçek şudur ki, hedef firma pay sahipleri bu durumdan ek bir prim elde edebilecek iken, alıcı firma için kazançlarında bu kadar net bir değerlendirme ortaya konulamayabilecektir. Michel ve Shaked'in aylık veriler kullanılarak yapılan analizlerinde, birleşme başlamadan yedi ay önce, alıcı firmaların pay senetlerinin performanslarında azalma gözlenmektedir. Birleşme sonrasında da, yine satın alınan firmanın pay senetlerinin performansındaki gerileme devam etmektedir. Günlük veriler ile yapılan analizlere bakıldığında, duyuru öncesindeki iki güne kadar kümülatif ortalama değerlerde (burada cumulative average residual - CAR) bir yükseliş gözlenmektedir. İşlemin gerçekleşmesinin ardından otuz dördüncü güne kadar kümülatif ortalama değerler sıfırdan önemli derecede farklı çıkmamaktadır. Buna karşın, hedef firmaların pay sahiplerinin birleşme sonucunda kümülatif ortalama değerlerinin pozitif olduğu görülmektedir. Birleşme ve satınalma faaliyetinin duyurusundan önceki sekiz ay için kümülatif ortalama değerlerin % 30,4, birleşme ve satınalma öncesindeki iki ay için ise, % 22,2 olduğu belirtilmektedir. Birleşme faaliyetini

³⁰³ Dennis MUELLER, Mark SIROWER, **The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia**, Working Paper Series, Working Paper No. 109, University of Cambridge, ESRC Centre for Business Research, Dec 1998, s.29.

³⁰⁴ Alfred RAPPAPORT, a.g.e., s.146.

tamamlamış olan firmaların performansları değerlendirildiğinde ise, ortalama bir performans olduğu ortaya konmaktadır.³⁰⁵

Küresel anlamda birleşme ve satınalma faaliyetlerinde hissedarların performans değerlendirmesi konusuna ilgi ise, Amerikan piyasalarına paralel olarak sürmektedir. Eckbo (1986), 1964 – 1983 döneminde Toronto Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 1.930 adet birleşme ve satınalma faaliyetini yine, alıcı ve hedef firma açısından değerlendirmekte ve bu alandaki analizinin ampirik sonuçlarını şu şekilde özetlemektedir:³⁰⁶

- i. Gerek alıcı gerekse hedef firmalar, duyuru öncesindeki dönem içerisinde, birleşme ve satınalma faaliyetlerinden ortalama olarak büyük ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler elde etmektedir. Bu sonuç, ABD'de yapılan çalışmalardan farklılık göstermektedir,
- ii. Birleşmelerden elde edilen kazançlar, yatay birleşme ile yatay olmayan diğer türlere göre anlamlı farklılıklar sergilememektedir,
- iii. Alıcı firmanın coğrafi konumu, hedef firmanın kazançlarının bir belirleyicisi olarak görülmemektedir.

Analizin rakamsal sonuçlarına bakıldığı takdirde, değerlendirmeye alınan 413 adet hedef firmanın duyurunun yapıldığı ay ile bu dönemin on iki ay öncesindeki (-12,0) döneme ait kümülatif aşırı getirilerinin % 10,02 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Özellikle de, duyurudan önceki üç, iki ve bir aylık kümülatif aşırı getirilerin giderek artan oranda pozitif değerlerde sonuçlandığı dikkati çekmektedir. (-1,0) döneminin kümülatif değeri % 6,95 olarak gerçekleşmektedir. Hedef firma için, duyuruyu izleyen ay ve bundan sonraki on iki ay için kümülatif aşırı getirilere bakıldığında ise (1,12), negatif getiri (-% 0,96) ile karşılaşıldığı ancak bu değer istatistiksel olarak anlamlı bulunmadığı belirtilmektedir. Alıcı firma için değerlendirme yapıldığında, bu firmalarında duyuru öncesindeki dönemde istatistiksel olarak anlamlı aşırı getirilere sahip oldukları görülmektedir. Sıfırıncı (duyurunun yapıldığı) ay için alıcı firma pay sahiplerinin % 4,31 oranında bir kümülatif aşırı getiri elde ettikleri görülmektedir. Duyurunun ardından gelen

³⁰⁵Allen MICHEL, Israel SHAKED, a.g.m., s.111–113.

³⁰⁶B. Espen ECKBO, "Mergers and the Market for Corporate Control: the Canadian Evidence", **Canadian Journal of Economics**, Vol. 19, No. 2, May 1986, s. 258.

on iki aylık dönemde de, az da olsa (% 0,62) pozitif değerlerde kaldığı ifade edilmektedir.³⁰⁷

Franks ve Harris'in (1989) İngiltere için yaptıkları analizlerinde, sıfırinci ayda (duyurunun yapıldığı ay) hedef firma pay sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı bulunan ortalama pozitif aşırı getirileri % 23, altı aylık dönem için ise (-4, +1) değer ağırlıklı ve eşit ağırlıklı olmak üzere sırası ile % 25,8 ve % 29,7 olarak hesaplanmaktadır. Öte yandan, alıcı firmanın aşırı getirileri değerlendirildiğinde, birleşme ve satınalma öncesinde yine pozitif aşırı getiriler ile karşılaşıldığı, ancak bu pozitif getirilerin oldukça küçük oranda kaldığı belirtilmektedir. Söz gelimi, alıcı firmalar sıfırinci ay için % 1 civarında aşırı getiri elde ederlerken, altıncı ay için yine değer ağırlıklı ve eşit ağırlıklı olmak üzere sırası ile % 2,4 ve % 7,9'luk aşırı getirilere sahip oldukları ifade edilmektedir. Sonuç olarak, birleşme öncesi dönem için, gerek hedef gerekse alıcı firmanın değer ağırlıklı getirilerinin pozitif olması halinde, bu birleşmenin pay senedi sahiplerinin getirileri üzerinde pozitif etki yaratacağı ifade edilmektedir. Buna karşın birleşme ve satınalma sonrasındaki uzun dönemli değerlendirmelerde sonuçların biraz farklılaştığı görülmektedir. Alıcı firmaların birleşme sonrasındaki performansının piyasa modeli ile ölçülmesi sonucunda, yirmi dört aylık zaman dilimi içerisinde % 13'lük bir kayıpla karşılaşıldığı ifade edilmektedir.³⁰⁸

Jakobsen ve Voetmann (1999), Kopenhag Menkul Kıymetler Borsası verilerine dayanarak yaptıkları çalışmalarında, hem satınalma duyurusu olduğu sıralardaki kısa dönemli fiyat düzeltmeleri hem de satınalmayı izleyen dönem için uzun dönemli menkul kıymet performansındaki değişimleri analiz etmektedirler. Çalışmanın kısa dönemli analiz boyutunda, (-15,-1) günleri (duyuru öncesi dönem) için kümülatif ortalama aşırı getiri değeri istatistiksel olarak (t testi kullanılarak anlamlılığı belirlenmiş) anlamlı ve pozitif (% 1,5) bulunurken; (+1,+15) günleri (duyuru sonrası dönem) için kümülatif ortalama aşırı getiri anlamlı ve fakat -% 1,2 olarak hesaplanmaktadır. Toplam olarak (-15,+15) dönemi için ise, kümülatif ortalama aşırı getiriler anlamlı bir sonuç ortaya koyamamaktadır. Uzun dönemli analizde ise, işlemten üç yıl sonra, satınalan firmaların piyasaya göre % 9,4 daha düşük performansla sahip oldukları sonucuna varılmaktadır.

³⁰⁷ B. Espen ECKBO, a.g.m., s. 249, 251.

³⁰⁸ Julian R. FRANKS, Robert S. HARRIS, a.g.m., s. 232–233, 244.

Ancak, değişkenlik etkisi göz önüne alındığında ve sonuçlar buna göre düzeltildiğinde, satınalan firmaların getirilerinin piyasa ile kıyaslanması halinde, istatistiksel olarak anlamlı bir düşük performans ortaya çıkmadığı belirtilmektedir.³⁰⁹ Finlandiya’da ise, 1985–1996 döneminde gerçekleştirilen bir çalışmada, birleşme sonucunda, hedef firma pay sahipleri lehine % 7 aşırı getiri elde edildiği sonucuna varılmaktadır. Buna karşın, alıcılar için kümülatif aşırı getirilerin ise % 5,4 çıktığı görülmektedir. 1998’de yayınlanan bir çalışmada ise, hedef firmaların sahip oldukları üç yıllık pozitif aşırı getirilerin istatistiksel olarak anlamlı ve % 8 olarak hesaplandığı görülmektedir.³¹⁰

Constantinou ve diğerlerinin (2003), İngiltere’de 1990 – 1997 döneminde alıcı firmaların getirilerini değerlendirdikleri çalışmalarında çok da farklı olmayan sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bu dönem içerisinde toplam 185 adet yerel satınalma faaliyeti incelenmektedir. Analizleri dahilinde bulunan yerel satınalma faaliyetlerinin, duyuru gününde (t=0) istatistiksel olarak anlamlı ve negatif aşırı getiri (-% 1,1036) elde ettikleri görülmektedir. Dolayısıyla, elde edilen bu değerlere bağlı olarak, piyasada bilgi eksikliğinin varlığına işaret edilmektedir. Analizin gerçekleştiği -1, -6, -10, +1 ve +40. Günlerinde hesaplanan aşırı getirilerin hem negatif hem de istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bunun yanında kümülatif aşırı getiri dönemlerinde ise, tüm olay pencereleri için hesaplanan değerlerin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu ifade edilmektedir. Örneğin, analiz dönemlerinde en sık değerlendirmeye alınan olay penceresi olan (-1,+1) döneminde kümülatif aşırı getirilerin, hem istatistiksel olarak anlamlı hem de negatif (-%1,54) sonuçlandığı görülmektedir. Bunun yanında tüm analiz dönemini ifade eden (-40,+40) olay penceresi için de kümülatif aşırı getirilerin -% 0,67 olarak hesaplandığı görülmektedir.³¹¹

Kirchmaier’in (2003) anket çalışmasında, 52 adet İngiliz firması ve 31 adet Alman firması değerlendirmeye alınmaktadır. Buna göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde, İngiltere’deki firmaların % 60’ı, Almanya’dakilerin ise % 40’ının, hedef firmaların pay senetleri üzerinde pozitif etkiye sahip oldukları belirtilmektedir. Yine

³⁰⁹ Jan JAKOBSEN, Torben VOETMANN, “Post-Acquisition Performance in the Short and Long Run, Evidence from the Copenhagen Stock Exchange 1993–1997”, **Financial Management Association European Meeting**, Barcelona, 1999, <http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/8790705343.pdf> , (6 Nisan 2005), s.2, 22.

³¹⁰ Jyrki Ali-YRKKÖ, a.g.e., s.6.

³¹¹ Charalambos Th. CONSTANTINOU, Costas Th. CONSTANTINOU, **The Effect of Board Structure on Bidder – Shareholders’ Wealth: Further Evidence from the UK Bidding Firms**, Working Paper No: 261, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, June 2003, s. 9, 15 – 16.

katılımcılardan, İngiltere’de % 11 ve Almanya’da % 27 kadarı için, bu etkinin negatif yönlü olduğunu ifade edilmektedir. Bu sonuçlara ulaşılmasında, birleşme veya satınalma faaliyetinin türü veya çeşitlendirme etkisinin değil ama büyüklük faktörünün performans üzerinde etkili olduğu ortaya konmaktadır. Buna kanıt olarak, İngiltere’deki küçük firmaların yarıya yakınının, birleşme veya satınalma faaliyetlerinin, firma performansları üzerinde olumlu etkide bulunduğu belirtilmektedir. Büyükler için bakıldığında ise, yine İngiltere için % 70’in üzerinde bir oranın, birleşme ve satınalmaların performanslarına pozitif katkıda buldukları belirlenmişken; Almanya için net bir etkinin olmadığı görülmektedir.³¹²

Shekhar ve Torbey (2004), 1 Temmuz 1994 ile 31 Aralık 2001 döneminde Avustralya Menkul Kıymetler Borsası’ndaki 118 adet alıcı firmayı kısa dönemli analiz ile değerlendirmektedirler. Buna göre, alıcı firmalar için üç günlük kümülatif aşırı getiriler % 10 anlamlılık düzeyinde, % 1,02 olarak hesaplanmaktadır. Beş günün üzerindeki değerlerin ise istatistiksel olarak bir anlam ifade etmediği belirtilmektedir.³¹³

Da Silva Rosa ve diğerlerinin (2004) Avustralya Menkul Kıymetler Borsası için yaptıkları değerlendirme, halka açık olan ve olmayan hedef firmalara talip olan alıcıların duyuru dönemindeki performanslarını kapsamaktadır. Sonuçların, yukarıdaki çalışmalar ile örtüştüğü görülmektedir. Halka açık olmayan hedef firmalara yönelen alıcı firmaların istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif aşırı getiriler elde ettikleri, buna karşın halka açık firmaların ise, bu getirileri elde edemedikleri ifade edilmektedir. Rakamsal olarak, duyuru gününden bir gün önce ile elli gün öncesini içeren pencerede, halka açık olmayan alıcı firmaların ortalama aşırı getirileri % 5,57 (Z-değeri=1,84) olarak gerçekleşirken, halka açık firmaların ortalama aşırı getirilerinin ise % 3,50 (Z-değeri=1,55)’de kaldığı görülmektedir. Daha önemli farklılık, duyuru gününden on gün öncesi ile gerçekleşme gününden on gün sonrası için yapılan ortalama aşırı getiri analizinde ortaya çıkmaktadır. Buna göre, belirtilen dönem için, halka açık olmayan alıcı firmaların ortalama aşırı getirileri % 5,34 (Z-değeri=3,46) olarak gerçekleşirken,

³¹² Thomas KIRCHMAIER, “Corporate Restructuring of British and German Non-Financial Firms in the Late 1990’s”, **European Management Journal**, Vol. 21, No. 4, August 2003, s.414–415.

³¹³ Chander SHEKHAR, Violet TORBEY, **Takeovers, Ownership, and Shareholder Wealth – The Australian Evidence**, Working Paper, September 2004, http://www.ecom.uwa.edu.au/data/page/69849/Shekhar_Governance.pdf, (15 Kasım 2005), s. 5, 10.

halka açık alıcı firmaların ortalama aşırı getirileri ise -% 0,16 (Z-değeri=1,10)'da kaldığı görülmektedir.³¹⁴

Da Silva ve Diz ise Portekiz Menkul Kıymetler Borsası'nda bu değerlendirmeyi gerçekleştirmektedir. Çalışmalarında Ocak 1985 – Eylül 2003 arasında, bankacılık sektöründe meydana gelen birleşme ve satınalma faaliyetleri sonucunda pay sahipleri için herhangi bir değer yaratımının gerçekleşip gerçekleşmediği analiz edilmektedir. Değerlendirmede 20 adet hedef, 22 adet alıcı firma bulunmaktadır. Elde edilen sonuçlara göre, hedef firma pay sahiplerinin standardize edilmiş aşırı getirileri, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif belirlenmektedir. Bir başka ifade ile, hedef firma pay sahipleri bu faaliyetlerden fayda elde etmektedir. Buna karşın alıcı firmaların, negatif getirilerden kaçamadıkları belirtilmektedir. Birleşme ve satınalma faaliyetini tamamlayıp biraraya gelen yeni firma için yapılan değerlendirmede ise, yine pay sahipleri için herhangi bir değer yaratılmadığı ifade edilmektedir.³¹⁵

Cheng ve Leung'un (2005), 1986 -1996 döneminde Hong Kong Borsası'da işlem gören hedef ve alıcı firmalar için gerçekleştirdikleri analizler sonucunda da farklı sonuçlar ile karşılaşılmamaktadır. Ancak, belirtilmesinde fayda olduğunu düşündüğümüz ve gelişmekte olan piyasalara özgü olabileceği vurgulanan bir gerçek de yine bu çalışma ile ortaya çıkmaktadır. Bu piyasalarda satınalma faaliyetlerinin % 65'inin borsada listelenmiş hedef firmalar ile listelenmemiş alıcı firmalar arasında gerçekleştiği görülmektedir. Bu da göstermektedir ki, Hong Kong piyasasında, alıcı firmalar birleşme ve satınalma faaliyetlerini borsaya kote olmak için bir araç olarak kullanabilmektedirler. Hedef ve alıcı firmalar için değer yaratma özellikleri değerlendirilen çalışmalarında, tarafların birleşme ve satınalma faaliyeti duyurularına piyasanın tepkisini ölçmek amacı ile, olay çalışmasına yer verilmektedir. Bu analizde aşırı getiriler tek endeks modeli ile ölçülmektedir. Kısa dönemli analiz sonuçlarına göre, değerlendirmeye aldıkları hedef firmaların kümülatif aşırı getirilerinin % 77,7'sinin (-20,-2) aralığında gerçekleştiği görülmektedir. Bu veriye dayanarak, Hong Kong Borsası için oldukça yüksek oranda içerden öğrenenlerin ticareti ile karşılaşıldığı ifade

³¹⁴ Raymond da SILVA ROSA, Robin LIMMACK, SUPRIADI, David WOODLIFF, "The Equity Wealth Effects of Method of Payment in Takeover Bids for Privately Held Firms", **Australian Journal of Management**, Vol. 29, Special Issue, 2004, s.102 – 103.

³¹⁵ Jacinto António Setúbal Vidigal Da SILVA, Miguel Coelho Rodrigues DIZ, **Mergers and Acquisitions in the Portuguese Banking Industry: Is it There a Process of Value Creation**, 2005, <http://129.3.20.41/eps/fin/papers/0503/0503002.pdf> , (22 Haziran 2006), s. 9, 11.

edilmektedir. Rakamlar ile ifade edildiği takdirde, duyuru gününde hedef firmaların aşırı getirileri %1 anlamlılık düzeyinde % 2,33 ve (-2,+1) döneminde ise kümülatif aşırı getirilerin, % 6,35 olarak hesaplanmaktadır. Buna karşın, alıcı firmalar için bu değerlerin sırası ile -% 1,65 ve % 1,55 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Yine (-20,+20) döneminde hedef firmaların kümülatif aşırı getirileri %24,8 iken, alıcı firmaların ise % 2,46 olarak sonuçlanmaktadır. Uzun dönemli yapılan ve muhasebe esaslı performans analizlerinde ise, (-2,+2) yılları boyunca, alıcı ve hedef firmaların nakit akışları değerlendirmeye alınarak, alıcı firmaların nakit akışı getirilerinde gelişme kaydettikleri ifade edilmektedir. Özellikle alıcı firmanın (+2). Yıldaki nakit akışı getirilerinde 0. ve 1. Yıllara kıyasla, yaklaşık % 4'lük bir artış yaşandığı belirtilmektedir. Ancak, hedef firma için bu konuda yapılan değerlendirmelerde anlamlı sonuçlara ulaşamadıkları görülmektedir.³¹⁶

Bu aşamaya kadar yapılan açıklamaları destekler şekilde, genel olarak, hedef ve alıcı firmaların hissedarlarının performans değerlendirmelerine ait bulguları özetleyen çalışmalara da yer vermek oldukça faydalı olacaktır. Zira bu bilgiler, konuya ait çok sayıda analizin sentezine ulaşmada ve bu sonuçları yorumlamada önemli bir bakış açısı oluşturacaktır.

Jensen (1984), makalesinde birleşme ve satınalmalar konusunda bilimsel olarak kanıtlanmış oldukça önemli olan bazı gerçekleri şu şekilde özetlenmektedir:³¹⁷

- i. Firmaların dışarıdan kişiler tarafından alınması, hedef firma hisse senedi sahiplerine zarar vermemektedir, aslında bu kişilerin servetlerine ek kazanç taşımaktadır. Birçok çalışmaya göre, bu faaliyetlerin ilk duyurusunun ortalama bir aylık döneminde, taraf firmaların hisse senedi fiyatlarında aşırı yükselişler belirlenmektedir. Genel olarak, hedef firma pay sahiplerinin teklif vermelerde % 30, birleşmelerde ise % 20 kazançlı çıktıkları görülmektedir.
- ii. Firmaların alınması, kaynakların harcanması anlamına gelmemektedir. Aksine, bu kaynakların verimli kullanılmasını sağlamaktadır. Satınalma fiyatı,

³¹⁶ Louis T. W. CHENG, T. Y. LEUNG, "A Comparative Analysis of the Market-Based and Accounting-Based Performance of Diversifying and Non-Diversifying Acquisitions in Hong Kong", **International Business Review**, 13, 2004, s.764, 774, 780.

³¹⁷ Michael C. JENSEN, "Takeovers: Folklore and Science", içinde, **International Mergers and Acquisitions, A Reader**, Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHOURI (Ed.), Thomson, 2002, s.69-76.

servetin tüketilmesi değil servetin, alan firma hissedarlarından hedef firmaya transferi anlamına gelmektedir.

- iii. Satınalmalar, ticari kredilerin kullanımına zarar vermemektedir. Ticari krediler, yeni fabrika ve donanım için kullanılmaktadır. Jensen'e göre, bu faaliyetler verimli yatırımlardır. Bunun için krediler boşa harcanmış olmamaktadır. İkincisi, firmalar satınalma işlemini hisse senetleri veya diğer menkul kıymetler aracılığı ile ya da serbest nakitlerini kullanarak veya sermaye satarak gerçekleştirebilmektedirler. Genellikle banka kredisi kullanmamaya özen göstermektedirler.
- iv. Birleşme ve satınalmalar, monopol gücünün oluşumu sürecinde, hisse senedi sahipleri için kazanç yaratmamaktadır. Bu konuya ait olmak üzere analiz sonuçlarına göre, bu faaliyetler sonucunda elde edilen kazançlar, birleşmenin ortaya çıkardığı monopolistik piyasa gücünden değil, ölçek ve faaliyet ekonomileri ve sinerji sayesinde elde edilmektedir.
- v. Bu faaliyetleri izleyen dönemde fabrika kapatılması ve işten çıkarma gibi unsurların yasaklanması, piyasa etkinliğinin azalmasına ve daha düşük toplam yaşam standardına neden olabilecek unsurlardan sayılmaktadır.
- vi. Üst düzey yöneticilerin başvurduğu altın paraşütler yöntemi, hisse senedi sahiplerini de etkilemektedir. Uygulamada suiistimaller olsa da, çalışmalar hissedarların kazançlı çıktığını göstermektedir.
- vii. Yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiğine dair oluşan kanı hakkında, alıcı firma yöneticilerinin hissedarların zararına olacak türde bir hakimiyet kurduklarına ait sistematik bir kanıtla karşılaşılmadığını belirtmektedir. Bulgulara göre, hedef firma hissedarları, elde edilen kazancın büyük bir bölümüne sahip olabilmektedir. Dupont-Seagram-Mobil arasındaki benzer alım amaçlı savaşlar, Conoco gibi hedef firmaların kazançları üzerinde olumlu etki oluşturmaktadır.

Wu ve Ray (2005), 1990 – 1999 dönemine ait yatay birleşmeleri değerlendirmeye alarak, alıcı ve hedef firmaların kazanç özellikleri üzerinde durmaktadırlar. Buna göre, yine alıcı firmaların duyuru günündeki ($t=0$) aşırı getirileri, istatistiksel olarak anlamlı ve sıfırın altında bir değer ile belirlenirken, hedef firma pay sahiplerinin aşırı getirileri ise, istatistiksel olarak anlamlı ve fakat sıfırın üzerinde

değerlerde belirlenmektedir. Analizlerine konu olan firmalar için bir takım genel özellikler ortaya çıkmakta ve bu özellikler şu şekilde özetlenmektedir:³¹⁸

- i. Piyasa, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde –genel olarak- nakit ödemeyi tercih etmektedir,
- ii. Hedef firmanın büyüklüğü arttıkça, alıcı firmanın aşırı getirilerinin olumsuz etkilenme düzeyi artmaktadır,
- iii. Yatay birleşmelerdeki piyasa konsantrasyonu, üretim sektörü için önemli sayılabilecek bir etkiye sahip değildir,
- iv. Alıcı firmanın düşük etkinlik düzeyi, anlaşmaya taraf firmaların aşırı getirileri üzerinde pozitif etkiye sahiptir,
- v. Hedef firmanın düşük etkinlik düzeyi, sadece hedef firmanın değeri üzerinde pozitif etkiye sahiptir.

Pautler (2003), bazı önde gelen danışmanlık firmalarının birleşme ve birleşme sonrasındaki bütünleşme süreçlerini içeren araştırmalarını derleyerek elde ettikleri sonuçlar üzerinden bir değerlendirme yapmaktadır. Buradan hareket ile, ele aldığı danışmanlık firmalarının bulguları ile akademik literatürü karşılaştırarak aralarındaki benzerlikler ve farklılıkları tespit etmeye çalışmaktadır. Tablo 3.8.'den, danışmanlık firmaların yaptıkları çalışmaların sonuçlarının, akademik literatürün tersine sonuçlar vermediği anlaşılmaktadır. Akademik anlamda gerçekleştirilen çalışmalarda hisse senedi piyasasına dönük beklentiler genel olarak, yapılan bir birleşme duyurusunun, piyasada küçük oranlı bir anormal hisse senedi getirisini ortaya çıkardığı (% 0 ile % 1 aralığında) ve bunun da hemen hemen tamamının hedef firma pay sahiplerinin servetlerine katkı şeklinde olduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla her iki kesimin de aynı yönde bulgular elde ettikleri ortaya konulduğu görülmektedir³¹⁹

³¹⁸ Yanna WU, Subhash C. RAY, a.g.e., s. 24, 29.

³¹⁹ Paul A. PAUTLER, **The Effects of Mergers and Post-Merger Intergation: A Review of Business Consulting Literature**, Bureau of Economics Federal Trade Commission, January 2003, s.13.

Tablo 3.8. Danışmanlık Firmalarının Birleşme ve Birleşme Sonrası Entegrasyon Sürecine İlişkin Sonuçları – 1		
Sponsor	Sonuçlar	Örnek Kütle, Yöntem, Karşılaştırma Grubu
KPMG 2001	Çalışmada yer alan örnek kütlenin %30'u değer eklemiş, %39'unda bir değişim olmamış ve %31'i ise değer düşüşü ile karşılaşmıştır.	1997–1999 aralığında toplam 700 sınır ötesi anlaşma gerçekleştirilen 118 firmayı kapsamaktadır. Anlaşmadan bir yıl önce ve bir yıl sonraki dönem için menkul kıymet fiyatlarının karşılaştırması yapılmıştır.
KPMG 1999	%17'si değer eklemiş, %30'unda değişiklik olmamış ve %53'ü değer yitirmiştir.	1996–1997 aralığında 107 adet firmanın gerçekleştirdiği sınır ötesi anlaşma esas alınmıştır. Yukarıdaki karşılaştırmanın benzeri gerçekleştirilmiştir.
Booz-Allen&Hamilton 2001	Anlaşmaların %53'ü beklentileri karşılamamıştır. Aynı sektörde gerçekleştirilen anlaşmaların %55'i beklentiler ile aynı yönlü çıkmıştır. Sektörler arasında gerçekleştirilen anlaşmaların %32'i beklentiler ile aynı yönlü çıkmıştır. İcra Kurulu Üyelerinin %42'si hayal kırıklığı yaratan işlemler sonucunda iki yıl içerisinde gitmelerine karşın ancak %16'sı başarılı olabilmıştır.	Kullandıkları yöntem tam olarak açıklanmamıştır.
Business Week/Mercer 1995, Sirower BCG 2002	Mercer Mgt'nin 1995 sonuçları: %27'si değer artışı sağlamış, %33'ünde değişim olmamış ve %50'si değer azalması ile sonuçlanmıştır. Sirower/BCG 2002 sonuçları: Anlaşmanın ardından ilk bir yıl için pay sahipleri %61 değer yitirmiştir. 1995–2001 aralığındaki 302 büyük anlaşma değerlendirilmiştir.	1990–1995 aralığındaki 150 büyük anlaşma esas alınmıştır. Hisselerin değeri için, anlaşmadan önceki üç ay ve sonraki üç aylık dönemlerin S&P 500'e göre kıyaslaması yapılmıştır.
Mercer Consulting 2001	Yarısından fazlası trans-Atlantik birleşmeleri kapsamaktadır. Başarılı anlaşmaların yöneticileri, satılan taraf ile hedef firmanın tamamlayıcılığına, özellikle dikkatli planlama ve hızlı davranmaya önem vermektedir.	1994–1999 aralığındaki 159 trans-Atlantik anlaşma esas alınmıştır. S&P hisse senedi fiyat endeksinde göre anlaşmadan iki sonraki durum kıyaslanmıştır.

Tablo 3.8. Danışmanlık Firmalarının Birleşme ve Birleşme Sonrası Entegrasyon Sürecine İlişkin Sonuçları - 2		
Sponsor	Sonuçlar	Örnek Kütile, Yöntem, Karşılaştırma Grubu
Mckinsey 2000, 2001	Anlaşmaların %65-70'i pay sahiplerinin değerini artırma konusunda başarılı olamamıştır. Hedef firmaların %36'sı birleşme sonrası birinci çeyreği içerisinde gelir artışını sürdürmüştür. Yalnızca %11'i birleşme sonrasında üçüncü çeyrekte sektörün %12 altında kalmıştır. Birleşmelerin %40'i maliyet sinerjisi yaratma konusunda başarı elde edememiştir. Birleşmeyi izleyen üç yıl için alan firmaların %42'si sektör ortalamasının altında büyümüştür.	1990-1997 aralığındaki toplam 193 anlaşma değerlendirilmiştir. Sektör odaklı kıyaslama kullanılmıştır.
Pricewaterhouse Coopers 2000	Alıcı olan firmanın hisselerinin değişimi anlaşmadan bir yıl sonra emsal gruba göre %3.7 daha düşük gerçekleşmiştir. Firmaların %39'u maliyet azaltımı hedefine ulaşabilirken %60-70'i piyasanın içine işleme hedefini başarmıştır.	1999 yılı baz alınmıştır. Sektörü büyük çapta temsil eden 125 firma seçilmiştir. Firmaların %75'i ABD kökenlidir.
Accenture 2000,2001	Finans sektöründe, en iyi anlaşmalar gelirleri %14-19 aralığında artırmıştır. Ayrıca, hissedarlar değeri de sektör ortalamasının %65 üzerinde gerçekleşmiştir.	Finans sektöründe gerçekleştirilen çalışmada 1990'daki 72 anlaşma esas alınmıştır.
A.T. Kearney 1999	Anlaşmaların %58'i hissedar değerini azaltmıştır. Başarılı birleşme anlaşmalarının %74'ü derin birleşme deneyimi olan yöneticiler tarafından gerçekleştirilmiştir.	1993-1996 aralığındaki 115 büyük anlaşma esas alınmıştır. Anlaşma öncesi üç ay ve anlaşma sonrası iki yıl kıyaslanmıştır.
CSC Index Genesis 1997		1989-1993 aralığındaki 71 büyük anlaşma ele alınmış. Anlaşmadan bir yıl önce ile iki yıl sonrasının piyasa değeri değişimleri kıyaslanmıştır.
MAPI 1999	%54'ü başarılı, %24'ünde küçük değişiklikler, %11'i başarısız bulunmuştur.	Başarı ölçüm kriterleri belirtilmemiş. Çalışmaya 80 kıdemli yönetici katılmış.
Boston Consulting Group 2000, 2001	Finansal firmalar için varlık büyüklüğünün ikiye katlanması birim maliyetlerde %20'lik azalmayı sağlamıştır. Endüstriyel firmalar için, malzeme ve parçalarda %10-15 aralığında bir tasarruf söz konusu olmuştur.	BCG'nin kendine ait araştırmaları esas alınmıştır.

Kaynak: Paul A. PAUTLER, **The Effects of Mergers and Post-Merger Integration: A Review of Business Consulting Literature**, Bureau of Economics Federal Trade Commission, January 2003, s.6-8.

Boston Consulting Group (BCG) araştırmasında (2004), ABD'deki 705 halka açık büyük firmanın hisse senedi piyasası performansını (her bir firma için pay senedi sahiplerinin toplam getirileri performans ölçüsü olarak kullanılmıştır), 2002 yılına dek geçmiş on yılın verileri kullanılarak (1993–2002) uzun vadeli olarak değerlendirmektedir. Sonuçları, satınalma yolu ile büyümenin dezavantajlı bir durum olmadığını göstermektedir. Aksine, uygun koşullar mevcut olduğu takdirde, değer yaratıcı büyümenin (value-creating growth) – ki burada sermaye maliyetinin üzerinde gerçekleşen büyüme kastedilmektedir- en iyi yolu olduğu ifade edilmektedir. BCG, satınalma yöntemi kullanılarak rekabetçi avantaj oluşturulmasına yönelik üç önemli faktörden bahsetmektedir. Buna göre, satınalma yolu ile büyüme stratejisi, özellikle kırılgan sektörlerde (ilaç sektörü gibi) etkin olmaktadır. Birleşme ve satınalmalar, bu gibi sektörlerde faaliyet ve maliyet avantajı sağlamaktadır. İncelemelerine göre ilaç sektöründeki firmalar, bu yöntemleri kullanarak maliyet azaltılmasını sağlamakta ve böylece firmaların kazançlarında performans gelişimi görülebilmektedir (% 20 - % 35 arasında). İkinci bir unsur, firmalar içsel kaynakları ile kapasitelerinde gelişim sağlanmasını beklemek yerine, satınalma işlemini gerçekleştirerek, kapasitelerindeki boşluğu kapatabilmelerinin mümkün olduğudur. Son unsur ise, satınalma yönteminin yeni bir iş modelinin süratle ve iyi yönde gelişiminin yolu olarak görülmesidir. Bir başka ifade ile, firmalar satınalma yolu ile, faaliyetlerinde önemli olumlu değişiklikler gerçekleştirebilmektedirler. Örneğin, satış gücü ve lojistik alanında ciddi atılımlar oluşturup, yeni ürün geliştirme konusunda önemli gelişmeler sergileyebilmektedirler.³²⁰

Bruner (2001), kırk bir adet çalışmayı inceleyerek alıcı firmaların getirilerini analiz etmektedir. Analiz sonuçlarının üç kısımdan oluştuğu görülmektedir. Ele aldığı çalışmalardan yirmi tanesinin negatif getiri ile sonuçlanmaktadır (Tablo 3.9. A). Dahası içlerinden on üç tanesinin ise, istatistiksel olarak önemli derecede negatif sonuçlanmış olduğu dikkat çekicidir. Dönemsel olarak birbirinden çok farklı yılları içerseler de sonucun değişmediği önemli bir özellik olarak ortaya çıkmaktadır.

³²⁰ Kees COOLS, Kermit KING, Chris NEENA, Miki TSUSAKA, a.g.e., s.6, 14-15.

Tablo 3.9.
 Birleşme ve Satınalmalarda Alıcı Firma Pay Sahiplerinin Getirilerini Hesaplamaya
 Dönük Olarak Yapılan Çalışmalar
 A. Negatif Aşırı Getiri Hesaplayan Çalışmalar

Çalışma	% Küm. Aş. Get.	Örnek Kütle	Dönem	Gün Sayısı	Getiri (%)
Langetieg (1978)	-1,61	149	1929-69	(-120,0)	47,6
Dodd (1980)	-1,09**başarı -1,24* başarılı	60 66	1970-77	(-1,0)	N.A.
Asquith, Bruner, Mullins (1987)	-0,85**	343	1973-83	(-1,0)	41
Varaiya, Ferris (1987)	-2,15** -3,9**	96 96	1974-83 1974-83	(-1,0) (-20,80)	N/A 42
Morck, Shleifer, Vishny (1990)	-0,70	326	1975-87	(-1,1)	41,4
Franks, Harris, Titman (1991)	-1,45	399	1975-84	(-5,5)	N/A
Servaes (1991)	-1,07**	384	1972-87	(-1, Kapa.)	N/A
Jennings, Mazzeo (1991)	-0,8**	352	1979-85	(-1,0)	37
Bannerjee, Owers (1992)	-3,3**	57	1978-87	(-1,0)	21
Byrd, Hickman (1992)	-1,2**	128	1980-87	(-1,0)	33
Healy, Palepu, Ruback (1992)	-2,2	50	1979-84	(-5,5)	N/A
Kaplan, Weisbach (1992)	-1,49**	271	1971-82	(-5,5)	38
Berkovitch, Narayanan (1993)	-10MM\$	330	1963-88	(-5,5)	49,4
Sirrower (1994)	-2,3**	168	1979-90	(-1,1)	35
Eckbo, Thorburn (2000)	-0,30	390	1964-83	(-40,0)	N/A
Mulherin, Boone (2000)	-0,37	281	1990-99	(-1,+1)	N/A
Mitchell, Stafford (2000)	-0,14** ¹ -0,07	366 366	1961-93	(-1,0)	N/A
Walker (2000)	-0,84** ² -0,77	278 278	1980-96	(-2,+2)	41,4 46,4
Delong (2001)	-1,68**	280	1988-95	(-10,1)	33,6
Houston ve diğerleri (2001)	-4,64** (1985-90) -2,61 (1991-96) -3,47** (1985-96)	27 37 64	1985-96	(-4,1)	N/A

Not: ** İstatistiksel Olarak Anlamlı

Duyuru tarihi sıfırinci gün olarak alınmıştır.

Kaynak: Robert F. BRUNER, **Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision – Maker,** Darden, Batten Institute, October, 2001, s.18.

Geri kalan yirmi dört çalışmada ise –on yedi tanesi istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere- pozitif getiriler ile karşılaşılmaktadır (Tablo 3.9. B). Alıcı firmalar açısından yapılan bu değerlendirmede, kırk bir çalışmanın on yedi tanesinin değer yarattığı, on üç tanesinin değer yitirilmesine neden olduğu ve on dört tanesinin ise değerini koruduğu görülmektedir. On bir çalışmada, işlemin tamamlanmasının ardından, getirilerde iyileşme ile karşılaşılmaktadır. Ayrıca, 1960'lar ve 1970'lerde gerçekleşen faaliyetlerden elde edilen getiriler, 1980'ler ve 1990'lardakilere kıyasla daha yüksek gerçekleştiği görülmektedir. Buna istisna olarak, 1990'larda alıcıların getirilerini yükseltmeyi başaran teknoloji ve bankacılık alanındaki faaliyetler gösterilmektedir. Toplu halde değerlendirildiği zaman, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde alıcı firma pay sahiplerinin aşırı getirileri genellikle sıfır düzeyinde sonuçlanmaktadır. Bir başka ifade ile, alıcı firmalar genelde başabaş noktasında yer almaktadır. Yatırımcılar, olması gereken getirinin üzerinde kazanç elde etmeyi çoklukla başaramadıkları ifade edilmektedir.³²¹

³²¹ Robert F. BRUNER, a.g.e., s. 6.

B. Sıfır ya da Pozitif Aşırı Getiri Hesaplayan Çalışmalar

Çalışma	% Küm. Aşıl. Get.	Örnek Kütle	Dönem	Gün Sayısı	% Pozitif Getiri
Dodd, Ruback (1977)	+2,83** +0,58	124 48	1958-78	(0,0)	N.A
Kummer, Hoffmeister (1978)	+5,20**	17	1956-70	(0,0)	N.A
Bradley (1980)	+4,36** -2,96	88 46	1962-77	(-20,+20)	N.A
Jarrell, Bradley (1980)	+6,66**	88	1962-77	(-40,+20)	N.A
Bradley, Desai, Kim (1982)	+2,35**	161	1962-80	(-10,+10)	N.A
Asquith (1983)	+0,20 başarılı +0,50 başarısız	196 89	1962-76	(-1,0)	N.A.
Asquith, Bruner, Mullins (1983)	+3,48** başarılı +0,70 başarısız	170 41	1963-79	(-20,+1)	N.A.
Eckbo (1983)	+0,07 başarılı +1,20** başarısız	102 57	1963-78	(-1,0)	N.A.
Malatesta (1983)	+0,90 başarılı	256	1969-74	(0,0)	N.A.
Weir (1983)	+3,99 başarısız	16	1962-79	(-10, iptal)	N.A.
Dennis, mcconnell (1986)	-0,12 (-1,0) +3,24 (-6,+6)**	90	1962-80	(-1,0)	%52
Jarrell, Brickley, Netter (1987)	+1,14**	440	1962-85	(-10,+5)	N/A
Bradley, Desai Kim (1988)	+1**	236	1963-84	(-5,+5)	%47
Jarrell, Poulsen (1989)	+0,92**	461	1963-86	(-5,+5)	N/A
Lang, Stulz, Walking (1989)	0	87	1968-86	(-5,+5)	N/A
Loderer, Martin (1990)	+1,72** 1966-68 +0,57** 1968-80 -0,07 1981-84	970 3401 801	1966-84	(-5,0)	N/A
Smith, Kim (1994)	+0,50 -0,23	177	1980-86	(-5,+5) (-1,0)	%49,2 %76,2
Schwert (1996)	+1,4	666	1975-91	(-42,+126)	N/A
Maquieira ve diğerleri (1998)	+6,14 karma olmayan -4,79 karma	55 47	1963-96	(-60,+60)	%61,8
Lyrودي, Lazardis, Subeniotis (1999)	0	50	1989-91	(-5,+5)	N/A
Eckbo, Thorburn (2000)	+1,71**	1261	1964-83	(-40,0)	N/A
Leeth, Borg (2000)	+3,12**	466	1919-30	(-40,0)	N/A
Mulherin (2000)	+0,850**	161	1962-97	(-1,0)	%49
Kohers, Kohers (2000)	1,37** nakit ödeme 1,09** hisse senedi 1,26 toplam	961 673 1634	1987-96	(0,+1)	N/A

** İstatistiksel olarak anlamlı

Kaynak: Robert F. BRUNER, **Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision – Maker**, Darden, Batten Institute, October, 2001, s.19.

Hedef firmalar ile ilgili yapılan çalışmaların sonuçlarının değerlendirilmesinde ise, Bruner bu firmaların getirilerinde oldukça önemli pozitif sonuçlar ile karşılaştığını ifade etmektedir. Tablo 3.10., yirmi bir adet çalışmanın sonuçlarını göstermektedir. Buradan da görüldüğü üzere, hiçbir çalışmada negatif bir değer ile karşılaşılmadığı gibi, sıfır getiri dahi ortaya çıkmamaktadır. Dolayısıyla, ele alınan bu çalışmalardaki tüm hedef firmalar için değer yaratılmasının söz konusu olduğu söylenebilmektedir.³²²

Tablo 3.10.
Birleşme ve Satınalmalarda Hedef Firma Pay Sahiplerinin Getirilerini Hesaplamaya Dönük Olarak Yapılan Değerlendirmeler

Çalışma	Küm. Aş. Get. (%)	Örnek Kütle	Dönem	Gün Sayısı	% Pozitif Getiri
Langetieg (1978)	+10,63**	149	1929-69	(-120,0)	71,6
Bradley, Desai, Kim (1988)	+31,77**	236	1963-84	(-5,+5)	95
Dennis, mcconnell (1986)	+8,56**	76	1962-80	(-1,0)	70
Jarrell, Poulsen (1989)	+28,99**	526	1963-86	(-20,+10)	N/A
Lang, Stulz, Walking (1989)	+40,3**	87	1968-86	(-5,+5)	N/A
Franks, Harris, Titman (1991)	+28,04**	399	1975-84	(-5,+5)	N/A
Servaes (1991)	+23,64**	704	1972-87	(-1, kap.)	N/A
Bannerjee, Owers (1992)	+137,1 MM\$**	33	1978-87	(-1,0)	85
Healy, Palepu, Ruback (1992)	+45,6**	50	1979-84	(-5,+5)	N/A
Kaplan, Weisbach (1992)	+26,9**	209	1971-82	(-5,+5)	94,7
Berkovitch, Narayanan (1993)	+130,1 MM\$**	330	1963-88	(-5,+5)	95,8
Smith, Kim (1994)	+30,19** +15,84**	177	1980-86	(-5,+5) (-1,0)	96,0 91,3
Schwert (1996)	+26,3**	666	1975-91	(-42,+126)	N/A
Loughran, Vijh (1997)	+29,6** birleşme +126,9** teklif verme +47,9** kombine	419 135	1970-89	(-2,1250)	N/A
Maquieira, Magginson, Nail (1998)	+41,65** karma +38,08** karma olmayan	47 55	1963-96	(-60,+60)	61,8 83,0
Eckbo, Thorburn (2000)	+7,45**	332	1964-83	(-40,0)	N/A
Leeth, Borg (2000)	+13,27**	72	1919-30	(-40,0)	N/A
Mulherin, Bone (2000)	+21,2**	376	1990-99	(-1,+1)	N/A
Mulherin (2000)	+10,14**	202	1962-97	(-1,0)	76
Delong (2001)	+16,61**	280	1988-95	(-10,1)	88,6
Houston ve diğerleri (2001)	+15,58** (1985-90) +24,60** (1991-96) +20,80** (toplam)	27 27 64	1985-96	(-4,+1)	N/A

** İstatistiksel olarak anlamlı

Kaynak: Robert F. BRUNER, **Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision – Maker**, Darden, Batten Institute, October, 2001, s.17.

³²² Robert F. BRUNER, a.g.e., s. 5.

Tablo 3.11.'de yer alan toplam yirmi çalışma, hedef ve alıcı firmalar için beraber yapılan değerlendirmeleri kapsamaktadır. Bir tanesi hariç tümünde ya sıfır ya da pozitif sonuçlar ile karşılaştığı görülmektedir. On bir tanesinde ise, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif getirilerin elde edildiği belirtilmektedir. Dolayısıyla, bu örnek kütle için, hedef firmalar ve alıcı firmaların getirilerinin beraber değerlendirildiği çalışmaların sonuçlarına göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin yarısından fazlasında değer yaratma söz konusu iken yine büyük oranın da en azından değer korunduğu görülmektedir.³²³

Tablo 3. 11.
Birleşme ve Satınalmalarda Alıcı ve Hedef Firma Pay Sahiplerinin Getirilerini Hesaplamaya Dönük Olarak Yapılan Çalışmalar

Çalışma	Küm. Aşl. Get. (%)	Örnek Kütle	Dönem	Gün Sayısı	% Poz. Getiri
Halpern (1973)	+27.35 MM \$	77	1950-65	(-140,0)	N/A
Langetieg (1978)	0	149	1929-69	(0,+60)	46
Firth (1980)	-36.6 MM £	434	1969-75	(-20,0)	N/A
Bradley, Desai, Kim (1982)	+17 MM\$	162	1962-80	(-20,+5)	N/A
Bradley, Desai, Kim (1983)	+33.9 MM\$	161	1963-80	(-20,+5)	N/A
Malatesta (1983)	+32.4 MM\$**	30	1969-74	(-20,+20)	N/A
Varaiya (1985)	+60.7 MM\$	N/A	N/A	(-60,+60)	N/A
Bradley, Desai, Kim (1988)	+117 MM\$(%7,43**)	236	1963-84	(-5,+5)	75
Lang, Stulz, Walking (1989)	+11,3**	87	1968-86	(-5,+5)	N/A
Franks, Harris, Titman (1991)	+3,9**	399	1975-84	(-5,+5)	N/A
Servaes (1991)	+3,66**	384	1972-87	(-1, Kapanış)	N/A
Bannerjee, Owers (1992)	+9,95 MM\$	33	1978-87	(-1,0)	N/A
Healy, Palepu, Ruback (1992)	+9,1**	50	1979-84	(-5,+5)	N/A
Kaplan, Weisbach (1992)	+3,74**	209	1971-82	(-5,+5)	66
Berkovitch, Narayanan (1993)	+120 MM\$**	330	1963-88	(-5,+5)	75
Smith, Kim (1994)	+8,88** +3,79**	177	1980-86	(-5,+5) (-1,0)	79,1 73,8
Leeth, Borg (2000)	+86 MM\$	53	1919-30	(-40,0)	56,6
Mulherin, Boone (2000)	+3,56	281	1990-99	(-1,+1)	N/A
Mulherin (2000)	+2,53**	116	1962-97	(-1,0)	66
Huston ve diğerleri (2001)	+0,14 (1985-90) +3,11** (1991-96) +1,86** (toplam)	27 37 64	1985-96	(-4,+1)	N/A

** İstatistiksel olarak anlamlı

Kaynak: Robert F. BRUNER, Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision – Maker, Darden, Batten Institute, October, 2001, s.21.

Sirower ve Golovcsenko (2004) 1 Temmuz 1995 – 31 Ağustos 2001 dönemi için performans ölçümü yapmaktadırlar. Burada, duyuru döneminde (bir hafta öncesi ve bir hafta sonrası) ve bir yıl sonrasında, alıcı firmanın hisse senedi sahiplerinin toplam getirisi ve pay senedi sahiplerinin göreceli toplam getirisi (S&P 500'e göre) hesaplanmaktadır. Değerlendirdikleri 302 faaliyet için alıcı firmaların sektörlerine

³²³ Robert F. BRUNER, a.g.e., s. 7.

kıyasla, ortalama olarak, düşük performans gösterdikleri ifade edilmektedir. Duyuru sürecinde alıcı firmalar, ortalama olarak, anlaşmaların % 64'ünde, negatif getiri elde ederken % 36'sında pozitif getirilere sahip görülmektedir. Aradan bir yıl geçmesine karşın, alıcı firmaların % 61 gibi büyük bir oranında ortalama getirilerinin halen -% 4,3 olarak gerçekleştiği belirtilmektedir. Alıcı firmalar bu kayıplar ile karşılaşırken, satılan firmanın pay sahipleri, duyuru döneminden bir hafta öncesi ile duyuru döneminden bir hafta sonraki zaman dilimi içerisinde % 20 kazanç elde etmektedirler. Genel olarak bakıldığında ise, birleşmelerin ekonomi için değer yarattığı ifade edilebilmektedir. Bunun nedeni, alıcı firmaların çoğunun değer yitirmesine karşın, hedef firma pay sahiplerinin –sıklıkla- kazanç sağlamakta olmasıdır. Toplam olarak, duyuru dönemi için % 1'lik bir değer yaratımı elde edildiği belirtilmektedir.³²⁴

Weston ve Weaver'a göre son on yıl için konuşmak gerekirse, hedef firmaların getirilerinde büyük artışlar ile karşılaşılmasının birçok nedeni vardır. Bu sonucun en önemli nedenlerinden birisi, birleşme ve satınalma faaliyetlerini düzenleyen çok sayıda yasal çalışmanın hükümetler tarafından destekleniyor olmasıdır. İkinci bir neden ise, bu faaliyetlerin firmalarının aleyhlerine olmasını engellemek üzere, hedef firmaların çok sayıda yeni korunma taktikleri geliştiriyor olmaları olarak görülmektedir. Son on yıllık dönem içerisinde, alıcı firmaların getirilerindeki düşmelerin temel nedenleri olarak da, yine bu nedenler gösterilebilmektedir. Çünkü alıcı tarafından bu faktörlere bakıldığında, hedef firmalar için doğan sonucun tamamen aksinin geçerli olması kuvvetle muhtemel görülmektedir.³²⁵

Literatürde hedef ve alıcı firma pay sahipleri açısından, paylaşım konusunda çok sayıda çalışma varolmasına karşın, tahvil sahipleri için yapılan değerlendirmelerin ise kısıtlı kaldığı görülmektedir. Teorik olarak anlatıldığı şekli ile, tahvil sahipleri genel anlamda birleşme ve satınalma faaliyetlerinden önemli bir servet elde edememektedirler. Özellikle alıcı firma tahvillerine odaklanıldığı takdirde, birbirine zıt sonuçlara ulaşılmış çalışmalar göze çarpmaktadır. Billett (2004) tarafından yapılan çalışmada, 1979 – 1997 dönemine ait 265 adet hedef firmanın 818 adet tahvili ve 831 alıcı firmanın 3.083 adet tahvili değerlendirmeye alınmaktadır. Analizler sonucunda

³²⁴ Mark L. SIROWER, a.g.m., s.247 - 248.

³²⁵ J. Fred WESTON, Samuel C. WEAVER, a.g.e., 2001, s.93.

elde edilen sonuçlar, literatürdeki benzer çalışmalardan bazı farklılıklar göstermektedir.* Birleşme duyurusunun yapıldığı zaman içerisinde, genel olarak, alıcı firma tahvillerinin aşırı getirilerinin anlamlı ve pozitif değerlere sahip olduğu belirtilirken, Billett'e göre alıcı firmaların ortalama aşırı tahvil getirileri % 1 anlamlılık derecesinde negatif çıkmaktadır. Bununla beraber, hedef firma için yapılan tüm çalışmaların sonuçlarına göre ise, bu firmaların tahvillerinin aşırı getirileri anlamlı bulunmamaktadır. Alınan bu sonuçlar aslında şaşırtıcıdır. Bunun nedeni, genellikle hedef firmaların, alıcı olan firmalardan daha küçük olması itibarıyla, beklentinin hedef firmanın tahvillerindeki değer değişimlerinin alıcı firmanın değişiminden daha büyük gerçekleşmesi yönünde olmasıdır. Billett'in ele aldığı örnek kütle içerisinde, hedef firma tahvil sahiplerinin duyuru döneminde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ortalama aşırı tahvil getirileri elde ettikleri belirtilmektedir. Ayrıca hedef firma tahvillerinin servet etkisinin, tahvilin risk derecesi ile oldukça yüksek olarak nitelenebilecek bir bağımlılığa sahip olduğu da ifade edilmektedir.³²⁶

Tahvil sahiplerinin birleşme ve satınalma öncesinde ve duyurunun yapıldığı dönemdeki getirilerini değerlendiren bir diğer çalışma, Penas ve Ünal (2004) tarafından gerçekleştirilmiştir. 1991 – 1997 dönemi için ticari bankaların tahvil sahiplerinin getirilerinin değerlendirildiği bu analizden elde edilen sonuçlar finans sektöründe yer almayan firmalar arasında gerçekleştirilen birleşme faaliyetleri için yapılan diğer çalışmalardan farklılık göstermektedir. Bu çalışmada, birleşmenin yapıldığı ayı kapsayan dönem için gerek alıcı gerekse hedef firma tahvil sahiplerinin riske göre düzeltilmiş aşırı getirilerinin, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif sonuçlandığı görülmektedir. Birleşme öncesindeki dönemde değerlendirilen yedi ayrı olay penceresi ve duyuru ayı için tahvil sahipleri pozitif getiriler ile karşılaşmaktadır. Bu dönemler toplam olarak değerlendirildiğinde ise, hedef firma tahvil sahiplerinin düzeltilmiş

* Bknz. Maria Fabiana PENAS, Haluk UNAL, Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, 2004, s. 150. Burada, sinerjik birleşme faaliyetlerinde gerek pay senedi sahiplerinin gerekse tahvil sahiplerinin kazanç elde ettikleri ifade edilmektedir. Bunun nedeni olarak da, ölçek ve faaliyet ekonomileri sayesinde firma değerinde artış meydana gelmesi ve etkin olmayan yönetimin elimine edilmesi gösterilmektedir. Bunun yanında sinerjik olmayan birleşmeler söz konusu olduğunda ise, tahvil sahiplerinin halen kazanç sahibi olabildikleri belirtilmektedir. Bu sonuca ulaşmada birleşmenin, nakit akışlarındaki değişkenliği azaltması ve iflas riskinin daha düşük gerçekleşmesini sağlaması gösterilmektedir.

³²⁶ Matthew T. BILLETT, Tao-Hsien DOLLY KING, David C. MAUER, "Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980's and 1990's", *The Journal of Finance*, Vol. 59, No.1, February 2004, s. 107 – 109.

kümülatif aşırı getirileri % 4,3 iken, alıcı firma tahvil sahiplerinde ise % 1,2 olarak belirlenmektedir.³²⁷

İzleyen kısımda, buraya kadar açıklanan ve genel olarak hedef ve alıcı firmalar açısından değer yaratma özellikleri ve hissedarların getirileri üzerine yapılan analizlere bir diğer boyuttan bakılmaya çalışılacaktır. Bu anlamda özellikle son dönemlerde yoğunluk kazandığı görülen ve küreselleşmenin ortaya çıkardığı finansal piyasaların entegrasyon içerisinde bulunma zorunluluğu ile doğan sınır ötesi birleşme ve satınalmalar ile yerel boyutta gerçekleşen birleşme ve satınalmalar analiz edilecektir. Bu iki ayağın birbirleri ile olan etkileşimleri, fark ve benzerlikleri üzerinde durulacaktır. Böylelikle etkileşimin yönü ve önemliliği ortaya çıkartılmaya çalışılacaktır.

3.4.3. Birleşme ve Satınalmaların Sınır Ötesi ve Yerel Olma Açısından Değer Yaratma Özellikleri

Günümüzde uluslararası birleşme ve satınalmalar, firmalar için olağan faaliyetler haline gelmektedir. Küresel rekabet, özelleştirme çalışmaları ve Tek Avrupa Pazarı gibi faktörler bu sonucu doğuran en önemli nedenler arasında yer almaktadır.³²⁸

Birleşme ve satınalma faaliyetleri ile ilgili yerel boyutta gerçekleştirilen çok sayıda analiz olmasına rağmen, sınır ötesi işlemleri inceleyen çalışmaların daha kısıtlı kaldığı görülmektedir. Oysa 1990'lı yıllar ile beraber sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinde gerek işlem hacmi gerekse işlem adedi olarak oldukça büyük gelişmeler yaşandığı ifade edilmektedir.³²⁹ Bu faaliyetlerdeki büyük artışının, gelişmekte olan ülkelerden ziyade, gelişmiş ülkelerde gerçekleştiğini söylemek gerekmektedir. Örneğin, 2000 yılında gerçekleşen sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin toplam tutarı 1.143 milyar \$ iken, 586 milyar \$'lık kısmı Avrupa Birliği'nde, 324 milyar \$'lık kısmı ise

³²⁷ Maria Fabiana PENAS, Haluk ÜNAL, "Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets", **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, 2004, s. 150.

³²⁸ M. S. B. AW, R. A. CHATTERJEE, "The Performance of UK Firms Acquiring Large Cross-Border and Domestic Takeover Targets", **Applied Financial Economics**, 14, 2004, s. 338.

³²⁹ Olivier BERTRAND, Habib ZITOUNA, M&A and Tagret Firms' Performance: Are Cross-Border M&A Different? Some Evidence from French Firm-Level Data, 24 September, 2004, http://media.wiley.com/product_data/excerpt/04/0471360104.pdf, (12 Ekim 2004), s.3.

ABD’de gerçekleşmiştir. Dolayısıyla küresel anlamda gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin %80’inin bu ülkeler arasında olduğu açıktır. Oysa gelişmekte olan ülkelere bakıldığında, başlangıçta (1995 – 1998 aralığında) etkileyici bir yükseliş görülse de, 2000 yılı için yapılan değerlendirmelerde toplam sınır ötesi işlemlerin sadece 86 milyar \$ ve oransal olarak ise % 8’inin bu ülkelerde gerçekleştiği görülmektedir.³³⁰

Genel olarak değerlendirildiğinde, 1980’lerin sonlarına kadar 100 milyar \$’ın altında olan sınır ötesi birleşme ve satınalmaların toplam değeri, 1999 yılında 720 milyar \$’ı bulmaktadır. Yalnızca Avrupa’da, 1999 yılındaki toplam tutar 498 milyar \$ gerçekleşerek, bir önceki yıla oranla % 75 oranında arttığı görülmektedir. Bu büyük yükselişlerin yaşanmasına en önemli katkı, özellikle 1990’lı yıllarda ortaya çıkmaya başlayan uluslararası ticaretteki serbestleşme ve bölgesel entegrasyonlarda meydana gelen gözle görülür artıştan kaynaklanmaktadır.³³¹

Görüldüğü üzere sınır ötesi birleşme ve satınalma işlemleri son on yıllık dönemden bu yana büyük ilerleme kaydetmektedir. 1988 yılından itibaren Dünya’da % 36’lık bir yıllık büyüme oranına sahip olan bu işlemlerin, 2000 yılı içinde %92’sini gelişmiş ülkelerde gerçekleştiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler için bakıldığında ise onüç ülke arasında, Latin Amerika ülkelerinin (dört ülke) % 48, Asya ülkelerinin (dokuz ülke) ise % 27 pay aldıkları görülmektedir. Bu büyük dalganın altında yatan en önemli neden olarak ise, bahsi geçen ülkelerde gerçekleştirilen (özellikle finansal hizmetler, telekomünikasyon ve elektrik üretimi sektörlerindeki) özelleştirme faaliyetleri gösterilmektedir.³³² 2002 yılında ABD’de gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin toplam tutarı 612,6 milyar dolar iken Dünya’da toplam olarak 1.236,3 milyar dolara ulaşılmıştır. Bu toplam içerisinde ABD’nin ağırlığı ise, % 49,6 olarak gerçekleşmektedir.³³³

Sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin giderek yoğunlaştığı bölgelerden olan Avrupa Birliği’nde, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin özellikle ekonomik

³³⁰ David K. EITEMAN, Arthur I. STONEHILL, Michael H. MOFFETT, a.g.e., s. 586 – 587.

³³¹ Kjetil BJORVATN, “Economic Integration and the Profitability of Cross-Border Mergers and Acquisitions”, **European Economic Review**, Vol. 48, Iss. 6, December 2004, s. 1211–1212.

³³² João Carlos FERRAZ, Nobuaki HAMAGUCHI, a.g.m., s.388.

³³³ Thomas E. COPELAND, J. Fred WESTON, Kuldeep SHASTRI, a.g.e., s. 755.

entegrasyon ile beraber büyük gelişme gösterdiği bir gerçektir. Bölgede meydana gelen birleşme ve satınalma hacmi, ABD'deki büyüklükler ile neredeyse eş düzeye ulaşmaktadır. Ancak yine de birlik içerisindeki ülkelerin yerel faaliyetlerinin hala daha fazla önem taşıdığı kabul edilmektedir. Genel olarak sınır ötesi ve yerel birleşmelerde meydana gelen değer etkilerinin ortaya konduğu Campa ve Hernando'nun çalışmalarında, Avrupa Birliği ülkeleri firmalarının birleşme ve satınalma duyurularının, pay sahipleri için değer yaratıp yaratmadığının analizi yapılmaktadır. Bu çalışmada aşırı getirileri ölçmek amacı ile kullanılan yöntem aşağıda belirtildiği gibidir.³³⁴

$$R_{i,j}^t = \alpha_j + a_1 DC_{i,j} + a_2 Ind_j + a_3 DC_{i,j} * Ind_j + v_{i,j}^t$$

$R_{i,j}^t$: alıcı firma (i) ile hedef firma (j) arasındaki birleşme duyurusundan t zamanına kadarki aşırı getiri

α_j : ülkeye özgü engeller

$DC_{i,j}$: Kukla değişken (i ve j firmaları aynı ülkede ise 1; aksi halde sıfır)

Ind_j : Kukla değişken (hedef firmanın içinde bulunduğu sektör düzenlemelere tabi ise 1)

Bu analiz yardımı ile yerel ve sınır ötesi birleşme ve satınalmalar arasında aşırı getiriler ve sektör içinde düzenlemeleri olan ve olmayan birleşmeler kapsamında oluşan sistematik farklılıklar belirlenmeye çalışılmaktadır. Şöyle ki, hedef firmalar açısından yapılan değerlendirmede, aşırı getirilerin ortalama olarak pozitif sonuçlandığı ve yerel ve sınır ötesi ayırımında, kayda değer bir farklılıkla karşılaşılmadığı görülmektedir. Buna karşın, düzenlemelere tabi sektörlerdeki birleşmelerin, bunların dışında kalan sektörlerdeki birleşmelere kıyasla önemli denebilecek ölçüde daha düşük getirilere sahip oldukları ortaya çıkmaktadır. Ancak bu durum, alıcı firmanın, hedef firma ile aynı ülkeden olup olmaması ile doğrudan bağlantılı bulunmaktadır. Bu bağlamda, bir firma, farklı bir ülkede faaliyet gösteren bir firma tarafından alındığı takdirde, aşırı getirilerin istatistiksel olarak anlamlı ve daha düşük sonuçlandığı belirtilmektedir. Diğer taraftan, alıcı firma aynı ülkeden ise, düzenlemelerin olduğu bir sektörden gelen hedef firmanın pay sahiplerinin, diğer sektörlerde faaliyet gösteren hedef firma pay sahiplerinden çok da farklı olmayan aşırı getirilere sahip oldukları

³³⁴ José Manuel CAMPA, Ignacio HERNANDO, **Value Creation in European M&A's**, University of Navara, Centro Internacional De Investigacion Financiera, Research Paper No. 471, October 2002, s. 9, 13.

ortaya konmaktadır. Alıcı firmanın pay sahipleri açısından bakıldığı takdirde, tarafların aynı ülkeden olmasının aşırı getirileri olumlu etkilediği ortaya çıkmaktadır.³³⁵

Aynı bölgesel yapı içerisinde Campa ve Hernando (2004), 1998 – 2000 dönemi için Avrupa Birliği üyesi ülke firmalarının birleşme ve satınalma faaliyeti duyurularına bağlı değer yaratımını sürecini analiz etmektedirler. Buna göre, Birlik içerisindeki hedef firma pay sahiplerinin, birleşme ve satınalma duyurularından ortalama olarak pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif aşırı getiriler kazandıkları görülürken, alıcı firmaların ortalama kümülatif aşırı getirilerinin ise -firmaların % 55'e yakını için- negatif sonuçlar verdiği görülmektedir. Ayrıca, Avrupa'da firma pay sahiplerinin birleşme ve satınalma faaliyetlerinden değer elde etmelerinin, bahsedilen sektörün ne kadar sıkı düzenlemelere tâbi olduklarına bağlı olduğu da belirtilmektedir. Değer oluşumunun, sıkı düzenlemelere tâbi olan sektörlerle kıyasla düzenlemelere tâbi olmayan sektörlerde daha yüksek gerçekleştiği ifade edilmektedir. Dahası, düzenlemelere tâbi olan sektörde ortaya çıkan bu düşük değer yaratımının, birleşmeye taraf olan ülkelerin, Birliğin farklı üyeleri olması halinde (sınır ötesi birleşme olması halinde) ise, daha fazla negatifliği beraberinde getireceğine dikkat çekilmektedir. Böyle bir durumda hedef firmaların daha az pozitif aşırı getirilere sahip olmalarının kaçınılmaz olduğu belirtilmektedir.³³⁶

Campa ve Hernando'nun 2005 yılında yayınlanan çalışmalarında, süreç iki yıl daha genişleterek 1998 – 2002 döneminde Avrupa Birliği finansal hizmetler sektöründeki birleşme ve satınalmalar analiz edilmektedir. Buna göre, hedef firmaların duyuru dönemindeki aşırı getirilerinin pozitif sonuçlandığı belirtilmektedir. (-30,+1) dönemi içerisinde, hedef firmaların aşırı getirilerinin ortalama %5,53 olarak belirlendiği görülmektedir. (-30, +30) döneminde ise, bu değer % 5,46'da kalmaktadır. Bu verilere dayanarak hedef firmaların, duyurunun ardından gelen günlerde dikkate değer bir getiri elde edemediği ifade edilmektedir. Alıcı firmalar için aşırı getirilere bakıldığında, negatif getirilerin gerçekleştiği görülmektedir. Bunların yanında uzun dönemli değerlendirmelerin, kısa dönemli değerlendirmelerden farklı sonuçlandığı belirtilmektedir. Birleşmeden hemen bir yıl sonra, gerek alıcı gerekse hedef firmaların

³³⁵ José Manuel CAMPA, Ignacio HERNANDO, a.g.e., October 2002, s. 10 -11.

³³⁶ José Manuel CAMPA, Ignacio HERNANDO, a.g.m., 2004, s. 78.

aşırı getirilerinde negatiflik (-% 4 ile -% 5,4 aralığında değişen oranlarda) göze çarpmaktadır. Analizin sınır ötesi ve yerel ayırımının yapıldığı kısmında, sınır ötesi faaliyetlerde hedef firmaların aşırı getirilerinin, yerel faaliyetlerden daha düşük gerçekleştiği görülmektedir. Alıcı firmaların aynı durum için verdikleri sonuçların ise olay pencerelerine göre farklılık göstermekle beraber, istatistiksel olarak anlamlı bulunmadığının altı çizilmektedir.³³⁷

Goergen ve Renneboog (2003), 1993 – 2000 döneminde Avrupa’da gerçekleştirilen sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin kısa dönemli performanslarını değerlendirmektedirler. Bu çalışmada, esas olarak hedef ve alıcı firmalar için kümülatif ortalama aşırı getirilerin hesaplanmasının yanında, hedef ve alıcı firmanın aralarındaki alım anlaşmasının türüne göre kümülatif ortalama aşırı getirilerin, sadece İngiltere’de gerçekleştirilen ve bütün Avrupa’da gerçekleştirilen birleşme ve satınalmalardan elde edilen kümülatif ortalama aşırı getirilerin, tercih edilen ödeme yöntemlerine göre ortaya çıkan kümülatif ortalama aşırı getirilerin ve sektörel tabanlı gerçekleştirilen faaliyetlerden elde edilen kümülatif ortalama aşırı getirilerin karşılaştırmaları yapılmaktadır.³³⁸

Çalışmalarında olay penceresinin başlangıç noktası olarak, duyuru tarihinin altı ay öncesi alınarak işlemlerde karşılaşılmaması muhtemel içerden öğrenenlerin ticaretinin etkisi de gösterilmeye çalışılmaktadır. Aşırı getiriler, gerçekleşen günlük getiriler ile Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli esas alınarak ulaşılan beklenen getiriler arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Her bir hedef firma ve alıcı firma grubu için toplam kazanç aşağıdaki şekilde bulunmaktadır. Burada $CAAR^{toplam}$, toplam kümülatif ortalama aşırı getiri; $CAAR^{hedef}$, hedef firmanın kümülatif ortalama aşırı getirisi; $CAAR^{alıcı}$, alıcı firmanın kümülatif ortalama aşırı getirisini ve PD^{hedef} , hedef firmanın hisse senetlerinin olay penceresi dönemi öncesindeki piyasa değerini; $PD^{alıcı}$, alıcı firmanın hisse senetlerinin olay penceresi dönemi öncesindeki piyasa değerini ifade etmektedir.³³⁹

³³⁷ José Manuel CAMPA, Ignacio HERNANDO, **M&A Performance in the European Financial Industry**, University of Navarra, IESE Business School, Centro Internacional De Investigacion Financiera, Working Paper No. 588, April 2005, s. 8 – 9.

³³⁸ Marc GOERGEN, Luc RENNEBOOG, “Value Creation in Large European Mergers and Acquisitions”, içinde: **Advances in Mergers and Acquisitions**, Vol. 2, Cary COOPER, Alan GREGORY (Ed.), Elsevier Science Ltd, 2003, s. 101.

³³⁹ Marc GOERGEN, Luc RENNEBOOG, a.g.m., 2003, s. 104.

$$CAAR^{Toplam} = \frac{CAAR^{Hedef} \times PD^{Hedef} + CAAR^{Alıcı} \times PD^{Alıcı}}{PD^{Hedef} + PD^{Alıcı}}$$

Analizlerden elde edilen sonuçların ABD'deki uygulamalardan farklı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. (-60,+60) olay penceresinde, hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirileri % 21,78 hesaplanırken, alıcı firmaların aynı dönem içerisinde -% 0,48'lik getiriler ile karşılaştıkları görülmektedir. Analizin ayrıntılarına bakıldığında, firmaların aralarındaki alım anlaşmasının türüne göre yapılan değerlendirmelerde, (-90,+90) olay penceresinde, birleşme faaliyetleri için hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirileri % 26,79 hesaplanırken, alıcıların % 3,09'da kaldıkları görülmektedir. Satınalmalarda ise, hedef firmaların % 23,99'lük getirilerine karşılık, alıcı firmaların -% 1,66 getiri elde ettikleri ortaya çıkmaktadır. Ödeme yöntemlerine göre kümülatif ortalama aşırı getirilerin değerlendirilmesi sonucunda, hedef firmalar için en çok getirinin nakit ödemelerden, buna karşın alıcı firmaların ise hisse senedi ile ödemelerden elde edildiği belirtilmektedir. Alıcı ve hedef firmanın bulunduğu coğrafi bölgenin de getiriler üzerinde önemli etkiye sahip olduğu bu çalışmada ortaya konmaktadır. Özellikle İngiliz alıcı ve hedef firmalarının, diğer Avrupa ülkelerine kıyasla daha fazla getiri elde ettikleri belirtilmektedir. Son olarak, sektörler arası değerlendirmeler, hedef firmalar için en düşük performansın ise bankacılık sektöründen elde edildiğini gösterirken, alıcı firmalar için en yüksek kazancın perakendecilik sektöründeki birleşme ve satınalmalardan ve en zayıf getirinin ise yine bankacılık sektöründen sağlandığı ifade edilmektedir.³⁴⁰

Goergen ve Renneboog (2004), yine Avrupa'da (İngiltere ve Kıta Avrupası'nın tamamı kastedilmektedir) gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin hedef ve alıcı firmalar açısından bir değerlendirmesini yapmaktadırlar. Hedef ve alıcı firma pay sahiplerinin servetleri üzerinde birleşme ve satınalma faaliyetlerinin etkileri, kümülatif ortalama aşırı getiri analizi ile ölçülmektedir. Olay penceresini belirlerken ise, içerden öğrenenlerin ticaretinin olup olmadığının ortaya konulması açısından duyurudan önceki altı aylık dönemi kapsayan bir analiz gerçekleştirildiği görülmektedir. Çalışmada, olay günü için (sıfırıncı gün), hedef firmaların %9 oranında bir pozitif aşırı getiriye sahip oldukları belirtilmektedir. Olay gününden iki ay önceki aşırı getiriler hesaplandığında ise, % 23 gibi oldukça yüksek bir oranla karşılaşıldığı görülmektedir. Bu sonuç, içerden

³⁴⁰ Marc GOERGEN, Luc RENNEBOOG, a.g.m., 2003, 106, 110 – 111, 115, 119, 122, 140.

öğrenenlerin ticaretine işaret etmektedir. Olay gününden üç ay öncesi için yapılan değerlendirmelerinde ise hedef firma aşırı getirileri % 24 civarında olduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla, en büyük etkinin, duyurudan önceki iki aylık dönemde ortaya çıkmış olduğu ifade edilmektedir. Olay gününden sonraki otuz işlem gününde ise, kümülatif aşırı getirilerin % 3 oranında azaldığı görülmektedir. En geniş analiz dönemi olan, olay gününden altmış işlem günü önce ve sonrasında kümülatif ortalama aşırı getirileri ise % 21,66 olarak hesaplanmaktadır. Diğer taraftan, alıcı firma pay sahiplerinin servetleri üzerindeki etkiler değerlendirildiğinde, olay günü için kümülatif ortalama aşırı getiriler % 0,7 olarak sonuçlanmaktadır. (-2,+2) döneminde % 1,18 ve duyuru tarihinden altmış işlem günü önce ve altmış işlem günü sonraki dönemde ise ortalama kümülatif aşırı getirilerin -% 0,48 olarak belirlenmektedir.³⁴¹

Aynı çalışmada hedef ve alıcı firmaların getiri değerlendirmeleri anlaşmaların türlerine göre de ayrılmaktadır. Buna göre, olay gününden önceki ve sonraki altmış günlük dönem için kümülatif ortalama aşırı getiriler, hedef firmalar için birleşme faaliyetlerinde % 23,59 (%1'de istatistiksel olarak anlamlı), dostça satınalmalarda % 26,52 (% 5'de istatistiksel olarak anlamlı) ve zorla ele geçirmelerde ise % 28,36 (% 1'de istatistiksel olarak anlamlı) olarak gerçekleştiği görülmektedir. Alıcı firmalar için ise, her üç türde de istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan negatif sonuçlar ile karşılaşmaktadır. Diğer yandan çalışmadan elde edilen bir başka önemli sonuç, yerel ve sınır ötesi ayırımında ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmaya göre; yerel anlaşmalar, sınır ötesi anlaşmalara kıyasla daha büyük servet etkisi yaratmaktadır. Sınır ötesi işlemlerde alıcıların, yerel anlaşmalara kıyasla, daha fazla prim ödemeleri beklentisi bulunmaktadır. Bu olumsuz beklenti, servet oluşumunu da olumsuz etkilemektedir. Araştırmada sınır ötesi birleşme ve satınalmalar için primin belirlenmesini etkileyebilecek bazı unsurlara da yer verilmektedir. Buna göre, sınır ötesi işlemlerde primin belirleyicisi olarak görülen en önemli faktörün, hedef firmanın bulunduğu ülke olduğu ifade edilmektedir. Bunun dışında, hedef firmanın bulunduğu ülkede geçerli olan

³⁴¹ Marc GOERGEN, Luc RENNEBOOG, a.g.m., 2004, s. 13, 16, 19.

sahiplik yapısı, birleşme ve satınalma faaliyetleri konusundaki düzenlemeler, pay sahiplerinin haklarının korunmasına yönelik düzenlemeler ve bilgi edinme konusundaki şeffaflık derecesi gibi özelliklerin de prim üzerinde önemli etkileri olduğu belirtilmektedir.³⁴²

Ismail ve Davidson (2005) ise, 1987 – 1999 aralığında Avrupa'daki finansal kuruluşlar arasında gerçekleştirilen sınır ötesi ve yerel birleşme ve satınalma faaliyetlerini değerlendirmektedirler. Ele aldıkları 102 adet firmadan 49 adedinin birleşme faaliyeti ve 53 adedinin ise satınalma faaliyeti olduğu belirtilmektedir. Bu firmaların 90 tanesi yerel, 12 tanesi sınır ötesi, 72 tanesi bankalar arasında, 30 tanesi farklı finansal kuruluşlar arasında, 45 tanesi nakit, 23 tanesi menkul kıymet ve kalanı ise karma ödeme yöntemleri ile gerçekleşen işlemler olduğu ifade edilmektedir. Elde ettikleri sonuçlara göre, belirlenen olay pencereleri için, hedef firmaların getirileri pozitif gerçekleşmiş bulunmaktadır. Buna karşın, alıcı firmalar için yapılan değerlendirmelerinde ise çeşitli olay pencereleri ve anlaşmaların türüne bağlı olmak üzere farklı sonuçlar ile karşılaşıldığı görülmektedir. Daha açık bir ifade ile, bankalar arasında gerçekleşen anlaşmaların, birbirlerinden farklı kollarda faaliyet gösteren finansal kuruluşlara kıyasla daha fazla değer yarattığı belirtilmektedir. Yine, birleşme faaliyetlerinin satınalma faaliyetlerine kıyasla daha fazla getiri sağladığı belirtilmektedir. Avrupa'da bu konuda yapılan kimi çalışmaların tersine, bu çalışmada sınır ötesinde gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin yerel anlaşmalara kıyasla daha büyük pozitif etkilere sahip olduğu görülmektedir. Bu sonucun tek istisnası, (-1,0) olay penceresinde görülmektedir. Tüm bunların yanı sıra, ödeme yöntemleri için yaptıkları analizlerinde ise, ağırlıklı ortalama getirilere bakılmak sureti ile elde edilen sonuçlardan, menkul kıymet yolu ile yapılan ödemelerin birleşme ve satınalma faaliyetlerine en düşük getiriye sağladığı ortaya konmaktadır.³⁴³

Sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin firmalar üzerinde yarattığı etkileri görmek amacı ile Fransa'da gerçekleştirilen bir çalışmada, üretim sektöründeki yerel ve sınır ötesi birleşme ve satınalmalar (1993–2001) ele alınarak hedef firmalar açısından analiz edilmektedir. Çalışma kapsamındaki 1.500 birleşme ve satınalma işleminin

³⁴² Marc GOERGEN, Luc RENNEBOOG, a.g.m., 2004, s. 21, 39.

³⁴³ Ahmad ISMAIL, Ian DAVIDSON, "Further Analysis of Mergers and Shareholder Wealth Effects in European Banking", **Applied Financial Economics**, 15, 2005, s. 17, 26.

% 58'inin yerel, % 42'sinin ise sınır ötesi faaliyetler olduğu belirtilmektedir. Elde edilen en önemli sonuçlardan biri, yapılan birleşme ve satınalma işlemlerinin, Fransız üretim sektöründeki firmaların kârlılıklarını arttırıcı bir etkisinin olmamasıdır. Buna karşın firmaların toplam faktör verimliliklerinde ise artışla karşılaşmaktadır. Yerel birleşme ve satınalma faaliyetleri ile sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetleri arasında ortaya çıkan en önemli farklılıklardan biri, etkinlik kazançlarında kendini göstermektedir. Etkinlik kazançları, sınır ötesi birleşme ve satınalmalarda, yerel uygulamalarına oranla daha fazla çıkmaktadır. Bir diğer farklılık ise, yerel birleşme ve satınalma işlemleri lehine gerçekleşmektedir ki o da, yerel birleşme ve satınalmalarda hedef firmaların kârlılıklarında yükselişin kaydedilmiş olmasıdır.³⁴⁴

Conn ve diğerlerinin (2003) çalışmalarında kullandıkları yöntem, genellikle uzun dönemli yerel birleşmeleri değerlendirmek amacı ile kullanılan bir yöntem olmasına rağmen, burada sınır ötesi birleşmeleri değerlendirmek amacı ile kullanılmaktadır. Çalışmalarının kapsamını, İngiltere'de 1984 – 1998 döneminde gerçekleştirilen 4.000'in üzerindeki birleşme ve satınalma faaliyeti oluşturmaktadır. Genel olarak değerlendirildiğinde, sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin yerel birleşme ve satınalma faaliyetlerine kıyasla daha düşük duyuru ve uzun dönemli getirilere neden olduğu belirtilmektedir. Sınır ötesi birleşme ve satınalmalarda ileri teknoloji firmalarının içinde yer aldığı grubun gerek duyuru gerekse uzun dönemli getirilerinin pozitif; buna karşın bunların dışındaki sınır ötesi birleşme ve satınalmaların ise duyuru günü getirilerinin sıfır, uzun dönemli getirilerin ise negatif sonuçlandığı ifade edilmektedir.³⁴⁵

Hedef firma pay sahipleri açısından yerel ve sınır ötesi birleşmeleri değerlendiren çalışmalarda, teorik olarak kazancın ya da kaybın dört kaynağı olduğu belirtilmektedir. Bunlardan birincisi, sınır ötesi birleşmeler yardımı ile riskin uluslararası boyuta dağıtılmasıdır. Bunun dışında, yeni piyasalara girme, döviz kuru etkisi ve yönetsel faktörlerin de sonucu etkileyen unsurlar arasında yer aldıkları ifade edilmektedir.³⁴⁶

³⁴⁴ Olivier BERTRAND, Habib ZITOUNA, a.g.m., s.24-25.

³⁴⁵ Robert CONN, Andy COSH, Paul GUEST, Alan HUGHES, **The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross – Border, Public and Private Acquisitions**, Working Paper No: 276, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, December 2003, s. 3 – 4.

³⁴⁶ Jo DANBOLT, "Target Company Cross – Border Effects in Acquisitions into the UK", **European Financial Management**, Vol.10, No.1, 2004, s. 84 – 85,

Danbolt'un (2004) İngiltere için yaptığı araştırmasında, 1986–1991 döneminde gerçekleşen 514 yerel ve 116 sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyeti değerlendirilmektedir. Bu çalışma ile, İngiliz hedef firma pay sahiplerinin yerel ve sınır ötesi birleşmelerden ne yönde etkilendikleri açıklanmaya çalışılmaktadır. Bulgulara göre, alım duyurusunun yapıldığı ay boyunca, gerek yerel gerekse sınır ötesi işlemlere taraf hedef firmaların pay sahiplerinin, büyük ve yüksek anlamlılığa sahip getiriler ile karşılaştıkları belirtilmektedir. Ancak, alım öncesindeki ve alımı takip eden aylardaki getiriler açısından bakıldığında, sınır ötesi birleşmeler, yerel birleşmelere kıyasla daha fazla kazandırmaktadır. Bu durumun özellikle de, birleşme ve satınalma duyurusu öncesindeki iki aylık dönem ile sonrasındaki bir aylık dönem için geçerli olduğu görülmektedir. Bunun yanında, birleşme ve satınalma faaliyetleri öncesindeki dönemde ise (duyurudan önceki üç ila sekiz ay arasında), hedef firma pay sahiplerinin genellikle negatif aşırı getirilere sahip oldukları ortaya çıkmaktadır. Bu durumun, hedef firmaların düşük performansa sahip olduklarına işaret ettiği belirtilerek, bu firmaların ancak duyurunun yapılmasını izleyen dönem itibari ile kazanç elde etmeye başladıkları ifade edilmektedir. Hedef firmaların pay sahiplerinin duyuru dönemi içerisinde, yerel birleşmelerden elde ettikleri kazanç, piyasa modeline göre yapılan değerlendirme sonucunda istatistiksel olarak anlamlı ve % 20,29 ve sınır ötesi birleşmeler için ise % 21,05 olarak gerçekleşmektedir. Bununla beraber duyuru öncesi iki ay ve duyuru sonrası bir aylık dönem için yapılan değerlendirmede ise $[(-2,1)]$ hedef firma pay sahiplerinin sırası ile % 24,37 ve % 31,35 oranında getiri elde ettikleri belirtilmektedir.³⁴⁷

Aw ve Chatterjee (2004) 1991 – 1996 dönemi için ele alındığı 79 sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetini değerlendirmektedir. Gerek piyasa modeli gerekse piyasaya göre düzeltilmiş getiri modellerinden elde ettikleri sonuçlara göre, bu dönemde alıcıların alım sonrasındaki kümülatif aşırı getirileri istatistiksel olarak anlamlı ve negatif gerçekleşmektedir. Bu negatifliğin, duyuruyu izleyen aydan uzaklaştıkça artış gösterdiği vurgulanmaktadır. Ayrıca geçmişte yapılan diğer çalışmalar ile tutarlı olmak üzere, İngiliz alıcıların İngiliz hedef firmalar ile gerçekleştirdikleri birleşme ve satınalma faaliyetlerinin, yine İngiliz alıcıların uluslararası hedefler ile gerçekleştirdikleri faaliyetlere kıyasla daha az negatif kümülatif aşırı getirilere sahip oldukları da vurgulanmaktadır. Bunun yanında, özel olarak, İngiliz alıcıların ABD'li hedef firmaları

³⁴⁷ Jo DANBOLT, a.g.m., s. 84, 104.

satılması halinde ortaya çıkan negatif kümülatif aşırı getirilerin, İngiliz alıcılı ve İngiliz hedefli faaliyetlerden daha fazla olduğu ifade edilmektedir.³⁴⁸

Çalışmada yöntem olarak kullanılan ilk yöntem piyasa modelidir. Bu yöntem hisse senedi getirilerinin OLS (en küçük ortanca kareler yöntemi - ordinary least square) yardımı ile belirleneceğini varsaymaktadır. Beklenen getirileri ölçmek amacı ile aşağıdaki formül kullanılmaktadır. Formülde yer alan $E(R_{j,t})$, t döneminde j menkul değerinin beklenen getirisi; α_j ve β_j katsayıları, piyasa endeksinin getirisine karşı j menkul değerinin getirisinin OLS regresyonu kullanılarak elde edilen tahmini değerleri; $R_{m,t}$ piyasa endeksinin getirisini ifade etmektedir.

$$E(R_{j,t}) = \alpha_j + \beta_j R_{m,t}$$

Kullanılan ikinci yöntem ise, piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemidir. Buradaki varsayım, tüm menkul kıymetler için beklenen getirinin, aynı dönem içinde piyasanın beklenen getirisine eşit olduğudur. Bir başka ifade ile, t döneminde bir menkul kıymetin beklenen getirisi, yine t dönemindeki piyasa getirisine eşit olmalıdır. Bu yöntem aşırı getirileri açıklamaya yarayan güçlü bir analiz yöntemidir. Eşitlik şu şekilde ifade edilmektedir.³⁴⁹

$$E(R_{j,t}) = R_{m,t}$$

Aşırı getiri ve kümülatif aşırı getiri ise aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır. Burada $AR_{j,t}$, j menkul değerinin t zamanındaki aşırı getirisini; $n=1, \dots, N$, portföydeki menkul kıymet sayısını; ar_t , örnek kütledeki her bir firmanın t zamanında hesaplanan aritmetik ortalama portföy aşırı getirilerinin toplamını ifade etmektedir. CAR_T ise, AR_t 'lerin toplamı olan kümülatif aşırı getiriyi ifade etmektedir.³⁵⁰

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N AR_{j,t}$$

³⁴⁸ M. S. B. AW, R. A. CHATTERJEE, a.g.m., s. 346.

³⁴⁹ M. S. B. AW, R. A. CHATTERJEE, a.g.m., s. 340.

³⁵⁰ M. S. B. AW, R. A. CHATTERJEE, a.g.m., s.340 -341.

$$CAR_T = \sum_t^T AR_t$$

Kıymaz'ın (2004), ABD'li firmalar için yapılan çalışmada, değer oluşumuna gerek alıcı gerekse hedef firma açısından bakılmaktadır. Değerlendirmeler kümülatif aşırı getiriler üzerinden gerçekleştirilmektedir. Coğrafi olarak bakıldığında ABD'li alıcıların, Latin Amerikalı hedef firmaları satınması halinde, ele alınan dönem içerisinde, pozitif aşırı getiriler elde edilmektedir. Örneğin (-1,0) için ve (-1,+1) için sırası ile % 1,02 ve % 1,92'lik pozitif aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Ayrıca her ikisinin de istatistiksel olarak oldukça yüksek oranda anlamlı bulunduğu belirtilmektedir. Buna karşın, Avrupa'daki getirilere bakıldığında, burada istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan kümülatif aşırı getiriler elde edildiği görülmektedir. Kanadalı firmalar için ise, ABD'li alıcıların istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan negatif getiriler elde ettikleri belirtilmektedir. Uzak Doğu Asya ülkeleri için karışık sonuçlar bulunarak ve yine istatistiksel olarak önemli olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Sektörel olarak yapılan analizlerde, ABD'li alıcıların yatırım firmalarını satınmaları halinde istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı getiriler elde ettikleri belirtilmektedir. Buna karşın, mevduat kabul eden ve mevduat kabul etmeyen finansal kuruluş ayırımında ise, negatif aşırı getiriler elde edilirken, sigorta şirketleri için de yine pozitif sonuçlar bulunduğu görülmektedir. Ancak, bu kümülatif aşırı getirilerin ise, istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığı belirtilmektedir. ABD'li hedef firmalar için yapılan değerlendirmelerde, bu kez ABD'li hedef firmaların en fazla servet kazancını Kanadalı alıcılardan elde ettikleri belirtilmektedir. ABD'li hedeflerin Avrupa ve Uzak Doğu Asya'lı firmalarca satın alınmaları halinde yine pozitif aşırı getiriler elde edilmekte ve bu kez getiriler istatistiksel olarak da anlamlı bulunmaktadır. Genelleme yapılması gerekirse, ABD'li hedef firmaların sektörel açıdan bakıldığında ele alınan tüm sektörlerde pozitif aşırı getiriler elde ettikleri görülmektedir. Ayrıca çalışmada, değerlendirilen sektörler içerisinde en yüksek servet kazancının, sigorta şirketlerinden elde edildiği belirtilmektedir.³⁵¹

Bunların dışında ABD'de Silikon Vadisi türündeki varlıkların oldukça büyük payı olduğu bilinmektedir. 1990'lar süresince 11.500'ün üzerinde bu tür satınalma faaliyetinin gerçekleştiği ve bunların toplam değerinin 1,75 trilyon \$'ı aştığı

³⁵¹Halil KIYMAZ, "Cross-Border Acquisitions of US Financial Institutions: Impact of Macroeconomics Factors", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 28, Iss. 6, Jun 2004, s. 1426–1429.

bilinmektedir. Bu tutarın, ABD'de gerçekleştirilen satınalma faaliyetleri içerisinde oldukça etkileyici bir değere sahip olduğu açıktır. Diğer bir ifade ile, ABD'de Silikon Vadisi türündeki birleşme ve satınalma faaliyetleri, hedef firmalar açısından bakıldığında sayı olarak tüm birleşme ve satınalmaların % 21'ini, değer olarak ise %39'unu oluşturmaktadır. Buradaki satınalma faaliyetlerinin genellikle yerel boyutta gerçekleştiği görülmektedir. Şöyle ki, bu tür faaliyetler arasında % 88,5'lik bir oran ABD'li alıcılar ile gerçekleşirken, % 3,8 kadarı Avrupa Birliği ile, % 2,4'ü Asya ile geri kalanı ise Latin Amerika ile gerçekleştirilmektedir. Yine, bu sektördeki faaliyetler için Avrupalı alıcıların, ABD'lilere oranla üç kat daha fazla prim ödüyor oldukları da bilinmektedir. Özetle belirtilmesi gereken şudur ki, Silikon Vadisi tipindeki varlıkların ABD dışındaki alıcılar tarafından satın alınması hala oldukça sınırlı bulunmaktadır. ABD dışındaki alıcıların daha fazla varlık alabilmeleri için daha yüksek primler ödemeleri gerekmektedir.³⁵²

Eckbo (2000) tarafından Kanada'da Ocak 1964 ile Aralık 1982 döneminde yapılan bir çalışmada, Toronto Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı hedef ve alıcı firmalar ile New York Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı alıcı firmalar analiz edilmektedir. Buna göre, Toronto Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 332 hedef firmanın, alım duyurusunun yapıldığı ay dahil olmak üzere on iki ay içerisindeki $[(-12,0)]$ kümülatif aşırı getirileri % 11,40 olarak belirlenmiş iken, sadece duyurunun yapıldığı ayın kümülatif aşırı getirileri ise, % 3,59 ($Z=6,25$) olarak gerçekleşmektedir. Buna karşın, 1.261 adet yerel (Kanadalı) alıcı firmanın $(-12,0)$ dönemine ait kazancı, % 3,64 civarında belirlenirken, duyurunun yapıldığı ayda bu oranın % 1,27'de kaldığı görülmektedir. New York Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı (yabancı) alıcı firmaların değerlendirmelerinde ise, istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir aşırı getiriye sahip olmadıkları belirtilmektedir. Satınalmayı izleyen yıl boyunca da, bu alıcıların aşırı getirilerinin ortalama $-3,72$ olduğu görülmektedir. Ayrıca bu bulguların yıllık kazanç verileri ile desteklendiği de ifade edilmektedir. Görüldüğü üzere, bu çalışmada da yerel birleşmelerin sınır ötesi işlemlere kıyasla daha olumlu sonuçlar ile karşılaşmaları mümkün olmaktadır.³⁵³

³⁵² Andrew C. INKPEN, Anant K. SUNDARAM, Kristin ROCKWOOD, "Cross-Border Acquisitions of US Technology Assets", içinde, **International Mergers and Acquisitions, A Reader**, Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHOURI (Ed.), Thomson, 2002, s. 232 – 233.

³⁵³ B. Espen ECKBO, Karin S. THORBURN, "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 35, No.1, Marc 2000, s. 4, 8.

Otchere ve Ip'in (2006) çalışmalarında Ocak 1990 ile Aralık 2000 döneminde Avustralyalı yerel firmalar ile yabancı alıcıların gerçekleştirdikleri sınırötesi birleşme ve satınalmalar değerlendirilmektedir. Değerlendirme 56 adet hedef firma üzerinden yapılmaktadır. Analiz sonucunda, (-20, +20), (-10, +10), (-5, +5), (-2, +2) ve (-1, +1) olay pencerelerinde satınalma duyurusu yapılan firmaların kümülatif aşırı getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı (%1 anlamlılık düzeyinde) ve pozitif sonuçlandığı görülmektedir. Özellikle 11 günlük ortalama kümülatif aşırı getirilerin %7,06 ile bu dönemler arasında en yüksek getiriye sahip olduğu belirtilmektedir. Çalışmanın kapsamına alınan firmaların %70'inden fazlasının değişik olay pencerelerinde pozitif aşırı getiri elde ettikleri görülmektedir. Ancak, satınalma faaliyetinin tamamlanamadan sona erdiğinin duyurusunun yapıldığı aynı olay pencereleri dahilinde kümülatif aşırı getirilerin hesaplanması halinde, hedef firmaların negatif aşırı getiriler ile karşılaştıkları görülmektedir. En büyük negatif aşırı getirinin ise son iki olay penceresinde görüldüğü ifade edilmektedir. Ne var ki, ortaya çıkan negatif aşırı getirilerin istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığı da belirtilmektedir. Sadece başarı ile sonuçlanan birleşme ve satınalmaların yanında, tamamlanamayan birleşme ve satınalmaların etkilerinin ne yönde sonuçlandığını gösterebilmesi açısından bu çalışma önemli görülmektedir.³⁵⁴

Gregory ve Mccorriston (2002), İngiltere, ABD, AB ve Dünya kapsamında belirledikleri çeşitli büyüklükteki örnek kütleler ile sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerini analiz etmektedirler. İngiltere'de 1995 yılında gerçekleştirilen sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin işlem değeri 30 milyon \$ iken, 1999 yılında 207 milyon \$'a ulaştığı belirtilmektedir. Bir başka deyiş ile, dört yıl içerisinde yedi kata yakın bir artış ile karşılaşmıştır. İngiltere'de özellikle sınır ötesi boyutta önemli gelişmeler yaşandığına dikkat çekilerek, bu işlemlerin değerlendirilmesi gerekliliği üzerinde durulmaktadır. Ayrıca, gelişmiş ülkelere toplam olarak bakıldığında ise, 1995 yılı için 173 milyon \$'lık bir işlem değeri elde edilmiş iken, 1999 yılında bu değer 677 milyon dolara yükselmiş olmasından yola çıkılarak, gelecekte çok daha fazla sayıda çalışmanın bu alanda gerçekleştirileceğinin kaçınılmazlığı üzerinde durulmaktadır.³⁵⁵

³⁵⁴ Isaac OTCHERE, Edwina IP, "Intra – Industry Effects of Completed and Cancelled Cross Border Acquisitions in Australia: A Test of the Acquisition Probability Hypothesis", **Pacific – Basin Finance Journal**, 14, 2006, s. 216, 218.

³⁵⁵ Alan GREGORY, Steve MCCORRISTON, **Foreign Acquisitions by UK Limited Companies: Long-Run Performance in the US, Continental Europe and the Rest of the World**, Financial Market Research Centre, School of Business and Economics, University of Exeter, February 2002, s.4.

Çalışmalarında, 1984–1994 döneminde gerçekleşen uzun vadeli sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin performans değerlendirmesi yapılmaktadır. Elde ettikleri sonuçlar göstermektedir ki, İngiliz firmalarınca gerçekleştirilen yabancı satınalmaların getirileri, genellikle negatif yönde olmak üzere sıfırdan önemsiz değerlerde belirlenmektedir. Alt analizlerinde ise, bu konuda ABD için değerlendirme yapılmakta ve gerek ekonomik gerekse istatistiksel olarak, getirilerin anlamlı ölçüde negatif sonuçlandığı ifade edilmektedir. Özellikle satınalma sonrasındaki beş yıllık zaman dilimi için bakıldığında, negatif aşırı getirilerin % 27 oranında gerçekleştiği hesaplanmaktadır. Buna karşın, çalışmada AB ülkeleri için yapılan değerlendirmelerde, ele aldıkları örnek kütle için aşırı getirilerin, istatistiksel olarak anlamlı bulunmamakla beraber pozitif çıktığı görülmektedir. Görece olarak daha küçük bir örnek kütle ile Dünya çapında bir değerlendirme yaptıklarında (39 işlem) istatistiksel olarak anlamlı sonuçlanan bir pozitif aşırı getiri ile karşılaştığı belirtilmektedir. Ayrıca, sektörler itibariyle gerçekleştirdikleri analizlerinde, benzer sektörler arasında meydana gelen birleşme ve satınalma faaliyetlerinden elde edilen aşırı getirilerin, ekonomik ve istatistiksel olarak sıfırdan farklı çıkmadığı da belirtilmektedir. Rakamlar ile ifade etmek gerekirse, faaliyetin tamamlanmasının ardından gelen ilk yılın sonunda getiriler -% 2,3; üç yıl sonra -% 4; ve beş yıl sonraki dönemde ise -% 3,6 olarak belirlenmektedir. Buna karşın, farklı sektörler arasında gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetlerinde, bir yıl sonra ve üç yıl sonrası için yine negatif getiriler hesaplanır iken, beş yıl sonraki getirisinin ise, -% 21,7 gibi oldukça yüksek bir oranda çıktığı görülmektedir. Bu durumda, aynı sektörde gerçekleştirilmiş olan birleşme ve satınalma işlemlerinin, farklı sektörlerdeki işlemlere kıyasla daha az negatiflik taşıdığı ifade edilebilmektedir.³⁵⁶

Sınır ötesi birleşmeler konusu, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sektörü açısından incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde aynı sektör için yapılan çalışmaların sonuçlarından daha farklı olduğu görülmektedir. Örneğin seksenden fazla ülkedeki yabancı bankaların ele alındığı bir çalışmada, gelişmekte olan piyasalardaki yabancı sahipli bankaların görece olarak daha yüksek kârlılığa sahip olduğu belirtilmektedir. Yirmi sekiz adet gelişmekte olan ülke için yabancı sahipli bankaların rolünün araştırıldığı benzer bir çalışmada da, büyük oranlı yabancı sahipliğinin, küçük ve orta

³⁵⁶ Alan GREGORY, Steve MCCORRISTON, a.g.e., s.15, 17-18.

ölçekli bankalar için borçlanma oranlarının artmasına olanak sağladığı ifade edilmektedir.³⁵⁷

Amihud ve diğerlerinin araştırmalarında (2002), bankacılık sektörüne yönelik bir analiz yapılmaktadır. 1985–1998 aralığındaki 214 birleşme ve satınalma faaliyeti ele alınarak, sınır ötesi satınalmaların, alıcı bankaların riskindeki değişmelere etkisi ve sınır ötesi satınalmalardaki aşırı değerlendirme konusu analiz edilmektedir. Genel olarak sınır ötesi banka birleşmelerinin, alan bankanın risk durumunda bir değişiklik yapmadığı belirtilmektedir. Ayrıca, hem sistematik hem de toplam riskte, genel ya da ortalama bir yükseliş veya düşüşe de rastlanmadığı görülmektedir. İkinci ve daha önemli konu ile ilgili olarak da, sınır ötesi birleşme ve satınalmalarda alıcı olan firmaların kümülatif aşırı getirilerinin istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.³⁵⁸

Bulgular, KPMG yönetim danışmanlık firmasının bulguları ile benzerlikler göstermektedir. Çalışmada (1999), 1996–1998 aralığında meydana gelen 700 en büyük sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyeti arasından 107 adetlik bir örnek kütle analiz edilmektedir. Buna göre, biraraya gelen şirketlerin yalnızca % 17'lik kısmında hisse senedi sahiplerinin servetlerine katkının olduğu, % 30'u için kayda değer bir değişimin olmadığı ve % 53 gibi çok ciddi bir oran için ise, bir değer kaybının meydana geldiği görülmektedir. Diğer bir ifade ile, birleşme faaliyetlerinin % 83'ü pay sahiplerinin değer (bu değer maksimizasyonu ancak firmanın toplam değeri ile yatırımcıların firmaya tahsis ettikleri toplam sermaye arasındaki farkın maksimize edilmesi ile sağlanır.) oluşumunda başarılı olamamaktadır. Çalışmanın bir başka boyutunda ise, sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetleri ülkeler bazında değerlendirmeye alınmaktadır. Buradan hareket ile elde ettikleri bilgi, ABD ile İngiltere arasında gerçekleştirilen işlemlerin, ABD ile Avrupa'nın diğer ülkeleri arasında gerçekleştirilen anlaşmalara oranla daha başarılı olduğudur. Ayrıca İngiltere ile diğer Avrupa ülkeleri arasında gerçekleştirilen anlaşmaların, büyük oranda başarılı sonuçlar verdiği

³⁵⁷ Allen N. BERGER, Claudia M. BUCH, Gayle DELONG, Robert DEYOUNG, "Exporting Financial Institutions Management via Foreign Direct Investment Mergers and Acquisitions", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 23, Iss. 3, April 2004, s.347.

³⁵⁸ Yakov AMIHU, Gayle L. DELONG, Anthony SAUNDERS, "The Effects of Cross-Border Bank Mergers on Risk and Value", **Journal of International Money & Finance**, Vol. 21, Iss. 6, November 2002, s. 859, 876.

^{*} Bknz. Fredrik WEISSENRIEDER, Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?, Study No. 1997:3, Gothenburg Studies in Financial Economics, 971214, 1998, www.anelda.com, (10. 06.2005), s. 33.

görülmektedir. Bahsedilen durumun ortaya çıkmasındaki en önemli etken olarak, firma kültürleri arasındaki benzerlikler gösterilmektedir.³⁵⁹

Gonzalez ve diğerlerinin (2002), 1998 yılında yayınlanan çalışmalarında yedi endüstrileşmiş ülkenin 76 yabancı alıcıya sahip firmalarının finansal verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada, sınır ötesi birleşme ve satınalmaları etkileyen unsurlar tespiti yapılmaktadır. Analiz iki döneme ayrılarak, doların nisbi olarak daha zayıf olduğu dönem ile daha güçlü olduğu dönemler arasında bir farklılığın olmadığı tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak, tahmin edilenin aksine, firma değeri ölçülmesinde döviz kuru unsurunun ABD'li firmaların satınalma olasılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olmadığı ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada ayrıca, ABD'de yabancı firmaların sektör ortalaması ile karşılaştırıldığında görece olarak daha yüksek özsermaye kârlılığına sahip oldukları da belirtilmektedir.³⁶⁰

Chalkley ve Stewart (2004), sınır ötesi birleşmeler üzerinde işlem maliyetlerinin etkisini araştırmaktadırlar. Burada, yerel birleşmelerde, ürün piyasası yüksek oranda bir yoğunlaşma içerisinde iken, işlem maliyetlerindeki azalmanın birleşmeleri teşvik edici bir etkisinin olmadığı ifade edilmektedir. Daha az yoğunlaşmış piyasalarda ise bu durumun, bir katkı sağlayabileceği belirtilmektedir. Uluslararası birleşmelerde yine benzer etkiler görülmekle beraber, daha kazançlı durumlar ile karşılaşılacağı ortaya konmaktadır. Bu tip birleşme faaliyetlerinde de yine daha az konsantre bir piyasadan söz ediliyorsa, işlem maliyetlerindeki düşüşün birleşmeleri körükleyeceği ifade edilmektedir. Buna karşın, konsantre piyasalarda ise, işlem maliyeti düzeyi ne olursa olsun birleşmelerin desteklenmediği ifade edilmektedir.³⁶¹

Buch ve Delong (2004), sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerini bankacılık sektöründe değerlendirmektedirler. Çalışma, 1985–2001 aralığındaki 3.000 adet sınır ötesi birleşme ve satınalma işlemini kapsamaktadır. Veri setini oluşturan işlemlerde, taraflardan en az birinin ticari banka olma özelliği aranmaktadır. Elde edilen

³⁵⁹ John KELLY, Colin COOK, Don SPITZER, "Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success, Mergers & Acquisitions A Global Research Report 1999", **KPMG**, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/egnotes/KPMGM&A.pdf> , (30 Eylül 2005) , s. 2,4.

³⁶⁰ Pedro GONZALEZ, Geraldo M. VASCONCELLOS, Richard J. KISH, "Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Undervaluation Hypothesis", içinde, **International Mergers and Acquisitions, A Reader**, Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHAURI (Ed.), Thomson, 2002, s.297.

³⁶¹ Martin CHALKLEY, Geoff STEWART, **Trade Liberalisation, Market Structure and the Incentive to Merge**, Dundee Discussion Papers in Economics, Working Paper, No: 174, November 2004, s. 17–18.

sonuçlara göre, bu dönemde Dünya genelinde gerçekleştirilen tüm banka birleşmelerinin 1/50'sinde tarafların merkezlerinin birbirinden farklı ülkelerde yer aldıkları belirtilmektedir. Bunun yanında öne çıkan bir diğer özellik ise, bankacılık sektöründe meydana gelen sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin payının üretim sektöründe gerçekleştirilen faaliyetlere kıyasla daha düşük kalmış olmasıdır. Çalışmada, sınır ötesi birleşme ve satınalmaların bölgelere göre de farklılıklar gösterdikleri açıklanmaktadır. Şöyle ki, Avrupa ve Asya'da gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin %40'a yakınında tarafların farklı ülkelere olduğu belirtilirken, ABD'de bu oranın %12'de kaldığı görülmektedir. Ayrıca, birleşmelerdeki büyüme hızlarının da bölgesel farklılıklar gösterdiği ifade edilmektedir. ABD ve Avrupa'da sınır ötesi banka birleşmelerinin payında 1985 – 1993 dönemine kıyasla 1994 – 2001 döneminde %5-8 aralığında artış gözlenirken, Afrika ve Orta Doğu'da sabit kaldığı ve Asya'da ise %22 gibi bir oranda azaldığı belirtilmektedir.³⁶²

Analizlerinde gerek bilgi maliyetleri gerekse yasal düzenlemelerin, birleşme ve satınalma kararlarının alınmasında büyük etkisi bulunduğu belirtilmektedir. Bilgi maliyetlerinin yüksek olması ve sıkı düzenleyici çerçeveler, sınır ötesi işlemleri kısıtlayıcı bir etki yaratılmasına neden olmaktadır. Sınır ötesi işlemlere taraf olan hedef firmalar, görece olarak daha fazla düzenleyici çerçeve oluşturma eğiliminde bulunmaktadır. Yine, şeffaflık seviyesi ve denetsel gücü yüksek ülkelerdeki bankalar, sınır ötesi işlemleri için etkileyici birer hedef olarak görülmektedir. OECD ülkelerinin değerlendirildiği bir çalışmada, GSYİH'nin (gayri safi yurt içi hasıla) da banka birleşme ve satınalma işlemleri üzerinde oldukça yüksek pozitif etkiye sahip olduğu gösterilmektedir. Alıcı ülkedeki kişi başına GSYİH'ye dayanarak gerçekleştirilen değerlendirme sonucunda, önemli ölçüde pozitif getiriler elde edilirken, hedef firma için bu değişkenin etkisi anlamlı bulunmamaktadır. Dolayısıyla, büyük ve görece olarak daha zengin ülkelerdeki bankaların alıcı firma konumlarının daha fazla gerçekleştiği söylenebilmektedir. Düzenlemeler konusunda yaşanan değişimlerin, bölgesel entegrasyonları desteklemeleri anlamında farklı sonuçlar ortaya koyduğu görülmektedir. Özellikle 1992 yılında gerçekleştirilen Avrupa Birliği Tek Pazar Programı'nı izleyen dönem içerisinde, Birlik bünyesinde gerçekleştirilen sınır ötesi banka birleşmelerinin

³⁶² Claudia M. BUCH, Gayle DELONG, "Cross-Border Bank Mergers: What Lures the Rare Animal", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, Iss. 9, September 2004, s.2078.

sayısında beklenen düzeyde önemli bir artışın görülmemesi ile beraber, 1994 yılındaki Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması (NAFTA) uygulamasından sonra ise Kanada, Meksika ve ABD arasında gerçekleşen sınır ötesi işlemlerin büyük artış gösterdiği ifade edilmektedir.³⁶³

Giovanni'nin (2005) çalışması sermaye piyasaları ve bankacılık sektörünü ele almaktadır. Burada sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerine, finansal piyasaların derinliği açısından bakılarak, finansal derinliğe sahip piyasaların birleşme ve satınalma faaliyetlerine destek olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Şöyle ki, hisse senedi piyasası/Gayrisafi Yurtiçi Hasıla oranındaki % 1'lik bir artışın, sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerini % 0,995 oranında arttırmakta olduğu görülmektedir. Bu oranın gerek ekonomik gerekse istatistiksel olarak yüksek anlamlılığa sahip olduğu ifade edilmektedir. Çalışmada, sermaye piyasası için yapılan analizde yukarıdaki sonuçlara ulaşılırken, bankacılık sektöründe ise, krediler/Gayrisafi Yurtiçi Hasıla oranındaki artışın sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetleri üzerinde yine pozitif etkiye sahip olduğu, buna rağmen etkinin yeterince anlamlı olmadığı belirtilmektedir. Bu veriler yardımı ile, finansal yapıyı oluşturan her iki tipteki finansal derinliğin de (bankacılık odaklı ve sermaye piyasası odaklı sistemler) sınır ötesi faaliyetleri olumlu etkilediği düşünülmektedir.³⁶⁴

Yerel ya da sınır ötesi birleşmeler için genel kabul gören sonuçlar elde etmek uzun dönem için hala mümkün olmamaktadır. Yapılan birçok çalışmada*, sınır ötesi birleşmelerin daha iyi performans sergilediğini ispat edenler olsa da, İngiltere için ve ABD için bu alanda yapılan bazı araştırmalarda³⁶⁵, yerel satınalmaların daha iyi sonuç

³⁶³ Claudia M. BUCH, Gayle DELONG, a.g.m., s.2081, 2085, 2093.

³⁶⁴ Julian di GIOVANNI, "What Drives Capital Flows? The Case of Cross – Border M&A Activity and Financial Deeping", **Journal of International Economics**, Vol. 65, Iss. 1, January 2005, s. 145.

* Bknz. J. Hamill ve P. Castledine, Foreign Acquisitions in the UK: Impact and Policy, In F. Burton ve diğerleri (ed), *International Business and Europe in Transition*, Macmillan, 1986, J. Doukas ve N. G. Travlos, The Effect of Corporate Multinationalization on Shareholders' Wealth: Evidence Frpm International Acquisitions, *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 5, 1988, R. S. Haris ve D. Ravenscraft, The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the US Stock Market, *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 3, 1991, J. Kang, The International Market for Corporate Control: mergers and Acquisitions of US Firms by Japanese firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, 1993, R. H. Pettway ve diğerleri, Japanese Foreign Direct Investment: Wealth Effects form Purchases and Sales of US Assets, *Financial MAnagement*, Vol. 22, No. 4, 1993, R. L. Conn ve diğerleri, The Long-Run Share Performance of UK Firms Engaging in Cross-Border Acquisitions, Centre for Business Research Working Paper No.214, CambridgeUniversity, 2001.

³⁶⁵ R. L. Conn ve F. Conell, "International Mergers: Returns to US and British Firms", **Journal of Business, Finance and Accounting**, Vol. 17, No. 5, 1990 ve B. S. Black, "The First International Merger Wave (and the Fifth and Last US Wave)", **University of Miami Law Review**, Vol. 54, 2000.

verdiğini göstermektedir. Bazı çalışmaların sonuçlarında ise bir performans farklılığının doğmadığı ifade edilmektedir.³⁶⁶

Literatürde gerçekleştirilmiş olan bazı önemli sınır ötesi çalışmalardan elde edilen sonuçların bir özeti Tablo 3.12.'de verilmektedir.

Tablo 3.12.
Geçmişte Yapılan Bazı Uluslararası Olay Çalışmalarının Özeti

Çalışmayı Yapan(lar), Dönem, Ülke	Kullanılan Model	Bulguların Özeti
Doukas ve Travlos (1988) 1975 – 1983 ABD’li alıcı Uluslararası Firmalar	Piyasa Modeli 301 yabancı satınalma duyurusu	(-10,+10) olay penceresinde, ABD’li alıcılar istatistiksel olarak anlamlı olmayan %2’ye yakın bir aşırı getiri elde etmektedir.
Conn ve Connell (1990) 1971 – 1980 ABD ve İngiltere	Piyasa Modeli 35 ABD’li alıcı firma 38 İngiliz alıcı firma 22 İngiliz hedef firma 24 ABD’li hedef firma	Amerikan hedef firmalarını alan İngiliz alıcı firmaların pay sahipleri, satınalmayı izleyen 12 aylık dönem içerisinde istatistiksel olarak anlamlı ortalama -%15 kümülatif aşırı getiri elde etmektedir.
Mathur, Rangan, Chhachhi ve Sundaram (1994) 1984’ün 4. Çeyreği – 1988’in 3. Çeyreği ABD’li hedefler ile Uluslararası Satınalmalar	Piyasa Modeli 10 ülkeden 77 firma	Yabancı alıcı firma pay sahipleri (-1,0) dönemi için -%0,082 (istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır) kümülatif aşırı getiriler elde ederken, (+2,+6) döneminde -%1,429 ve (+1,+15) döneminde ise -%1,797 (istatistiksel olarak anlamlı) kümülatif aşırı elde etmektedir.
Çakıcı, Hessel ve Tandon (1996) 1983 – 1992	Piyasa Modeli 195 yabancı firmanın ABD’li hedefleri alması	Yabancı alıcı firma pay sahipleri (-10,+10) olay penceresi için yaklaşık %2 (istatistiksel olarak anlamlı) kümülatif aşırı getiri elde etmektedir.

Kaynak: M. S. B. Aw, R. A. Chatterjee, **The Performance of UK Firms Acquiring Large Cross-Border and Domestic Takeover Targets**, Applied Financial Economics, 14, 2004, s. 339.

Tabloda da belirtildiği üzere, bu türlü faaliyetlerden elde edilecek sonucu etkileyen çok sayıda değişken olduğu için, ortaya çıkan sonuçlar farklılıklar göstermektedir. Ancak en temel benzer özellik olarak, hedef firmaların getiri durumları gösterilebilmektedir. Özellikle duyuru dönemi boyunca hedef firmaların gerek yerel

³⁶⁶ Gunther TICHY, a.g.m., s.364.

gerek sınır ötesi boyutta pozitif aşırı getiri sahibi oldukları konusunda bir genelleme rahatlıkla yapılabilmektedir.

Bu bölüm, sınır ötesi ve yerel birleşme ve satınalmalar konusunda literatürde gerçekleştirilen çalışmaların sonuçlarını içermektedir. Küreselleşme olgusunun her alanda önemli etkileri bulunduğu gerçeğinden hareketle, birleşme ve satınalmalar konusunda yaşanan ve yaşanacak olan değişimi ortaya koyabilmek anlamında, bu kapsamda gerçekleştirilen çalışmalardan elde edilen sonuçlara yer verilmesinin önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Günümüzde firmaların, bir boyutu ile varlıklarını sürdürebilmek saiki ile kullandığı yeniden yapılanma stratejilerinin, sadece yerel boyutta değil ama küresel anlamda da kazandığı önemin gözler önüne serilmesi anlamında bu kısmın faydalı olacağı düşünülmektedir. İzleyen bölümde çalışmaların yine önemli bir ayırımını oluşturan sektörel değerlendirmeler üzerinde durulmaktadır.

3.4.4. Birleşme ve Satınalmaların Hizmet Sektörü ve Üretim Sektörü Açısından Değer Yaratma Özellikleri

3.4.4.1 Birleşme ve Satınalmaların Hizmet Sektörü Açısından Değer Yaratma Özellikleri

Hizmet sektörünün öncü unsurlarından biri olarak görülen finansal kuruluşların bir alt dalı olan bankaların, birleşme ve satınalmalardan değer kazanımları konusunda iki farklı yorum yapılmaktadır. İlk olarak, satınalan firmanın pay sahipleri için yönetimin hırsı veya firma kontrolünde ağırlığa sahip olma isteği gibi sorunların neden olduğu bir değer yıpranmasının mevcudiyeti vurgulanmaktadır. Örneğin, Gorton ve Rosen'e (1995) göre, banka birleşmeleri, piyasa içerisinde firma kontrolünü elden kaçırmak istemeyen yöneticiler tarafından bir imparatorluk imarı gibi görülmektedir. Bu ilk duruma alternatif diğer yorum ise, birleşme ve satınalmaların bankacılık sektöründeki faaliyet etkinliğinin gelişimine katkı sağladığı yönündedir.³⁶⁷

Özellikle bankacılık sektöründeki birleşme ve satınalma faaliyetleri, piyasa yapısı üzerinde çok çeşitli unsurlardan etkilendiği için analizlerin ve yorumların aynı yönde sonuçlar sunması zor olmaktadır. Bu nedenle bahsedilen alanda yapılan

³⁶⁷ Joel F. HOUSTON, Cristopher M. JAMES, Michael D. RYNGAERT, a.g.m., s.286.

çalışmalardan elde edilen sonuçların farklılık göstermesi doğal kabul edilmelidir. Örneğin, birleşme sonrası dönemde birleşen bankaların performanslarının, sektörlerindeki diğer bankaların performanslarından daha yüksek –hatta aşırı yüksek çıkması söz konusu olabildiği gibi, aynı dönem için özsermaye kârlığı değerlendirildiğinde, bu oranda herhangi kayda değer bir değişimin yaşanmadığının da altı çizilmektedir. Buna karşın, piyasanın tepkisi ile uzun dönemli performans değerlendirilmesine bakıldığında ise, bu iki unsur arasında pozitif korelasyon bulunan çalışmalar olduğu gibi, hiçbir ilintinin ortaya konulmadığı çalışmalar da bulunmaktadır.³⁶⁸

Her sektörde olduğu gibi, bankacılık alanında meydana gelen birleşme ve satınalmaların da hissedarların servetlerine katkı sağlayabilmesi için üç esas unsurun varlığından söz edilmektedir. Bunlardan ilki, ölçek ekonomileridir. Ölçek ekonomileri, varlıkların yeniden yapılandırılması ve teknik ve yönetsel yeteneklerin transferi sayesinde faaliyetlerde meydana gelmesi beklenen faydalardan kaynaklanan katkıdır. İkincisi, riskin azaltılması, borçlanma kapasitesinde artış sağlanması ve daha düşük faiz oranlarının elde edilebilmesi sonucunda finansal boyutta meydana gelmesi beklenen faydaların katkısı ve son olarak da vergi avantajının sağlayacağı faydadan kaynaklanan katkıdır. Tüm bu potansiyel faydaların bulunmasına karşın, banka birleşmelerinin 2/3'ünün alternatif yatırım fırsatlarına kıyasla pay sahiplerinin getirilerinde, hissedarların beklentilerinin altında fayda sağlayabildiklerinin ortaya konulduğu da görülmektedir.³⁶⁹

Knapp, Gart ve Becher'in bu sektörde gerçekleştirdikleri çalışmalarında, ortalama olarak, birleşme sonrasındaki beş yıllık zaman diliminde alıcı konumunda olan firmaların düşük performansa sahip oldukları sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun yanında, kredilere yatırımlarda birleşen firmaların, sektörlerindeki diğer firmalara kıyasla -görece olarak- artış yaşadığı belirtilmektedir. Bu yükselişin gelirlerdeki değişim ile negatif yönlü ilişkili olduğu ifade edilerek, kredi kalitesi ile ilgili sorunlar ile karşılaşılabileceğine dikkat çekilmektedir. Yine, birleşen bankaların birleşme sonrasında faiz dışı gelirleri kontrol

³⁶⁸ Morris KNAPP, Alan GART, David BECHER, Post-Performance of Bank Holding Companies, 1987–1998, **The Financial Review Organisation**, <http://www.thefinancialreview.org/Financial%20Review%20Preprints/FutureIssues/Knapp%20Gart%20Becher%20Post-Merger%20Performance.pdf>, (5 Nisan 2005), s. 1, 9.

³⁶⁹ H. David SHERMAN, Timothy J. RUPERT, "Interfaces with Other Dicipines Do Bank Mergers Have Hidden or Foregone Value? Realized and Unrealized Operating Synergies in One Bank Merger", **European Journal of Operational Research**, 168, 2006, s. 254.

etme açısından da yüksek performans sergiledikleri belirtildikten sonra bu oranın anlamlılık derecesinin düşük olduğu, çalışmada ifade bulunmaktadır.³⁷⁰

Focarelli ve diğerlerinin (2002) bulgularına göre, ABD bankacılık sektöründe, birleşme ve satınalmalar konusunda yapılan çalışmalar, bu alanda herhangi bir değer yaratımının oluşmadığını, anlaşmanın duyurusunun yapıldığı dönemde birleşmeden kaynaklanan kazançların genellikle çok küçük gerçekleştiğini göstermektedir. Avrupa'da ise, özellikle yerel bankalar arasında ve bankalar ile sigorta firmaları arasındaki birleşmelerin duyurusunun pozitif etkileri olduğu sonucuna ulaşıldığı ifade edilmektedir. Faaliyet performansı ve etkinlik ölçütlerine göre yapılan analizlerde, birleşme faaliyetlerinin ABD piyasasındaki bankalar için teşvik edici olduğunu açıklayabilecek sonuçlar ile karşılaşamadığı belirtilmektedir. Araştırmalar sonucunda ayrıca, kârlılıklardaki etkinlik açısından, aktiflerin kârlılığının ve özsermaye kârlılığının yükselmediği de açıklanmaktadır.³⁷¹

Knapp (2001), banka birleşmelerinin alıcı firmalar açısından performans artırıcı bir etki yaratmadığı gibi genel olarak performansı olumsuz etkilediğini gösteren sonuçlara ulaşmaktadır. Değerlendirilen dönem içerisindeki banka birleşmelerinin, sektördeki diğer firmalara kıyasla oldukça düşük performans sergiledikleri belirtilmektedir. Bu sonuca ulaşmalarının nedeni ise, birleşme sonrasında kredi kalitesinde sorunların artması ve faaliyet etkinliklerinde azalma yaşanması olarak gösterilmektedir.³⁷²

Becher ve Campbell II (2005), Amerikan bankacılık sektöründe 90'lı yıllar boyunca oldukça yoğun bir konsolidasyon döneminin varlığından söz etmektedir. Çalışmalarında bu dönemde birleşen bankaların, genellikle değer yarattığı ifade edilmektedir. Ancak eyaletler arası (interstate) bankacılık ve branş düzenlemeleri konularında yürürlüğe konan bazı uygulamaların sonucunda, ortalama olarak, banka birleşmelerinin değer yaratımlarının zafiyete uğradığına dikkat çekilmektedir. Özellikle bu düzenlemeler öncesinde, geniş bir alana yayılan birleşmelerin oldukça büyük ve istatistiksel olarak anlamlı getirilere sahip olmalarının ardından düzenlemeler

³⁷⁰ Morris KNAPP, Alan GART, David BECHER, a.g.m., s. 29 – 30.

³⁷¹ Dario FOCARELLI, Fabio PANETTA, Carmelo SALLES, a.g.m., s.1049–1050.

³⁷² Morris KNAPP, **The Profitability of Bank Holding Company Mergers: Evidence From the 1990's**, A Dissertation, The Wayne Huizengia School of Business and Entrepreneurship Nova Southeastern University, 2001, s.99 – 100.

sonrasında bu etkinin tersine döndüğü vurgulanmaktadır. Elde edilen sonuçlar, bu tür düzenlemelerden önce, çalışmanın kapsamı içerisinde bulunan biraraya gelmiş firmaların değer yarattıklarını açıkça belirtmektedir.³⁷³

Elfakhani ve diğerleri (2003), 1998 yılında ABD’de (mega birleşmeler dönemi olması itibari ile bu yılı seçmişlerdir) gerçekleşen üç büyük banka birleşmesini değerlendirmektedirler. Bunlar, Travelers Group – Citi-Corp (Citicorp) (bu birleşme ile Dünya’nın en büyük finansal kuruluşlarından birisi doğmuştur), nationsbank – bankamerica (ulusal boyutta gerçekleşen büyük bir birleşmedir) ve son olarak Bank One – First Chicago NBD (Birleşmenin ardından grup, ABD’nin beşinci büyük bankası haline gelmiştir) birleşmeleridir. Yapılan analizlerde, kümülatif aşırı getiriler hesaplanarak, getirilerin anlamlılığı % 5 seviyesinde test edilmektedir. (0,+1) olay penceresi için ilk vak’ada gerek alıcı gerekse hedef firma açısından anlamlı (ve pozitif) sonuçlar ile karşılaşırken, Nationsbank – Bank America birleşmesinde her iki banka için de pozitif ama sadece alıcı banka için anlamlı sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Buna karşın, Bank One – First Chicago NBD için, sadece hedef firma getirilerinin pozitif sonuçlandığı ancak her iki taraf açısından da anlamlı sonuçlar elde edilemediği ifade edilmektedir. Toplam olarak değerlendirildiğinde [(-5,+5) aralığında] ise, Bank One ve bankamerica’nın dışında tüm tarafların pozitif getirilere sahip olduğu, ancak sadece Citicorp birleşmesinde hedef banka için sonuçların hem pozitif hem de anlamlı çıktığı belirtilmektedir. Bu sonuçlar göstermektedir ki, banka birleşmelerine piyasa standart bir tepki verememektedir.³⁷⁴

Scholtens ve Wit (2004), banka birleşmelerini ABD ve Avrupa kıyaslaması yolu ile analiz ederek, birleşme duyurusu süresince büyük banka birleşmeleri için pay sahiplerinin getirilerindeki farklılıkları incelemektedir. İki kıtanın finansal sistemleri arasında büyük farklılıklara değinilerek, en temel farklılığın, kurumsal yönetim, şeffaflık düzeyi, firma finansmanında bankacılık kurumlarının rolü ve finansal piyasaların derinlik ve genişliğinde ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Bu nedenlere bağlı olarak, her iki kıta için yapılan değerlendirmelerde farklı sonuçlar ile karşılaşıldığı belirtilmektedir.³⁷⁵

³⁷³ David A. BECHER, Terry L. CAMPBELL II, “Interstate Banking Deregulation and the Changing Nature of Bank Mergers”, **The Journal of Financial Research**, Vol. 28, No. 1, Spring 2005, s. 18 – 19.

³⁷⁴ Said ELFAKHANI, Rita F. GHANTOUS, Imad BAALBAKI, a.g.m., s. 616, 619 -621.

³⁷⁵ Bert SCHOLTENS, Robert de WIT, “Announcement Effects of Bank Mergers in European and the US”, **Research in International Business and Finance**, Vol. 18, Iss. 2, June 2004, s.219.

İlk olarak, Avrupalı ve Amerikalı hedef ve alıcı firmaların kümülatif aşırı getirilerinde farklılıklar ile karşılaşılmaktadır. Birleşme duyurusu sırasında, Avrupa ve ABD'deki hedef bankaların pozitif aşırı getirilere sahip oldukları belirtilmektedir. Bunun yanında, ABD'li hedef bankaların getirilerinin, Avrupalı hedeflerin getirilerine kıyasla biraz daha yüksek sonuçlandığı ifade edilmektedir. Getiriler, piyasa endeksi ile kıyaslandığında, her iki kıtada da önemli bir anlamlılığa sahipken, sektör endeksine bakıldığında ABD'li bankalar için yine önemli getiriler elde edilmesine karşın Avrupalı bankalar için ise, aynı sonuca ulaşamadığı görülmektedir. Alıcı bankalar açısından ise Avrupalı alıcılar, kıyaslama yapılan alıcı bankalar karşısında pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan kümülatif aşırı getirilere sahip çıkarken, ABD'li alıcıların ise kümülatif aşırı getirilerinin negatif sonuçlandığı görülmektedir. Ayrıca, getirilerdeki dalgalanmanın, ABD'li bankalarda daha büyük gerçekleştiği vurgulanmaktadır. Şöyle ki, Avrupalı hedef firmaların aşırı getirilerinin, piyasa endeksi ile ilişkili standart sapması % 0,25 olarak hesaplanırken, ABD'li hedef firmalarda bu oran % 6,20 olarak gerçekleşmektedir. Avrupalı alıcı firmalar için, % 0,16'lık bir standart sapma hesaplanırken, ABD'de bu değer % 0,40 olarak hesaplandığı belirtilmektedir.³⁷⁶

Birçok çalışmanın³⁷⁷ gösterdiği üzere, banka birleşmeleri, her zaman bankaların faaliyet etkinliğinin artması sonucunu yaratmayacağı gibi, etkinliği azaltıcı yönde sonuçlar ortaya koyabilmektedir. Özellikle, Asya'daki bankacılık krizine çözüm olarak gösterilen birleşmelerin, doğru bir reçete olmadığı, yakın zamanda bu konudaki önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bilindiği üzere, 1997 yılında yaşanan genel ekonomik kriz, yapılan bu tür yanlışlıkların sonucu olarak meydana gelmiştir.³⁷⁸ Asya'daki karar alıcılar yaşanan kriz süresince finansal zorluğa düşen bankaların birleşmelerinde ısrarcı olmuşlardır. Onlara göre, (1) Finansal açıdan zayıf iki banka

³⁷⁶ Bert SCHOLTENS, Robert de WIT, a.g.m., s.225-226.

³⁷⁷ Bknz. S. Kwan, R. Eisenbeis, Mergers of Publicly Traded Banking Organizations Revisited, *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 84, 1999; M. Toyne, J. Tripp, Interstate Bank Mergers and Their Impact on Shareholder Returns: Evidence from the 1990s, *Quarterly Journal of Business and Economics* 37, 1998; P. Rose, The Distribution of Outcomes From Corporate Mergers: Evidence from Commercial Bank Acquisition Strategies, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 10, 1995; S. Rhoades, Efficiency Effects of Horizontal (in-market) Bank Mergers, *Journal of Banking and Finance*, 17, 1993; A. Srinivasan, Are There Cost Savings From Bank Mergers?, *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 77, 1992.

³⁷⁸ Michael S. H. SHIH, "Mergers as a Solution to a Banking-Sector Crisis in an Environment of Exchange Rate Uncertainty", <http://www.fma.org/copenhagen/Papers/150005.pdf>, (06.11.2003), s.14-15.

birleşerek önceki durumlarına göre daha güçlü bir yapıya kavuşacaklardır. (2) Zayıf bir banka ile daha güçlü bir bankanın biraraya gelmesi bankanın başarısızlık olasılığını azaltacaktır. Banka birleşmelerinin başarısızlık riskini azaltıcı olduğu yeni bir düşünce değildir. Ancak belirtilen durumun kriz ortamında her zaman doğru olup olmadığı, irdelenmesi gereken bir konu olarak görülmektedir. Bu çalışmanın sonucuna göre, Asya için bu durumun doğru bir yanıt olmadığı yaşanarak öğrenilmiştir.³⁷⁹

Cybo-Ottone ve Murgia (2000), 1988–1997 döneminde Avrupa Birliği bankacılık sisteminde gerçekleşen toplam 54 birleşme ve satınalma faaliyetini incelemektedir. Yöntem olarak piyasa modeli kullanılarak aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Şöyle ki;³⁸⁰

$$AR_{i,t} = R_{i,t} + [\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t}]$$

$R_{i,t}$ = *i* hissesinin *t* günündeki getirisi

$R_{m,t}$ = *t* gününde kıyaslama yapılan grubun getirisi

$\hat{\alpha}$ ve $\hat{\beta}$ = regresyon parametreleri (-270 ila -12 günleri içerisinde tahminlenmiş değerler)

Bir sonraki adım, alıcı ve hedef firmaların aşırı getirilerinin ağırlıklı ortalamalarının şu eşitlik yardımı ile hesaplanmasıdır:

$$\frac{AR_{b,i} \times MV_{b,i} + AR_{s,i} \times MV_{s,i}}{MV_{b,i} + MV_{s,i}}$$

$MV_{b,i}$ ve $MV_{s,i}$ = alıcı (*b*) ve hedef (*s*) için duyuru tarihinden önceki ay sonundaki piyasa kapitalizasyonu

Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, birleşme ve satınalma faaliyetinin duyurulması ile beraber, pozitif ve yükselen değerler ile karşılaşmaktadır. Genel piyasa endeksi ile kıyaslandığında, örnek kütlede yer alan alıcı firmaların yarıya yakınının, pozitif kümülatif aşırı getirilere sahip oldukları görülmektedir. Bir başka ifade ile, firmaların hisse senetlerinin piyasada artış yaşadığı belirtilmektedir. Duyuru sonrasında alıcı firmaların pay sahiplerinin ortalama kazançları % 1,4 civarında belirlenirken, hedef firma pay sahiplerinin kazançları ise oldukça farklı bir pozitif (ortalama olarak % 12'nin üzerinde) değerde gerçekleşmektedir. Bu bulgu, ABD

³⁷⁹ Michael S.H. SHIH, "An Investigation into the Use of Mergers As a Solution for the Asian Banking Sector Crisis", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 43, Iss. 1, Spring 2003, s.32.

³⁸⁰ Alberto CYBO-OTTONE, Maurizio MURGIA, "Mergers and Shareholder Wealth in European Banking", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 24, Iss.6, June 2000, s. 833, 840 – 841.

piyasanın tersi bir durumu yansıtmaktadır. ABD bankacılık sektörü üzerine yapılan çalışmalar, bu alandaki birleşme ve satınalmaların, genel olarak, değer yaratımını sağlayamadığını ortaya koymaktadır.³⁸¹

Delong (2003)'un çalışması da, Cybo-Ottone ve Murgia ile benzer sonuçları yansıtmaktadır. Delong, ABD ve ABD dışındaki banka birleşmeleri arasındaki piyasa tepkileri farklılıklarını değerlendiren çalışmasında, 1988–1999 döneminde tamamlanan birleşme faaliyetlerini ele almaktadır. Banka birleşmelerinin değer yaratıp yaratmadığını ortaya koyabilmek amacı ile yöntem olarak olay çalışmasını tercih etmektedir. Buna göre aşırı getiriler şu şekilde hesaplanmaktadır:³⁸²

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \times R_{BI,t})$$

$AR_{i,t}$ = *i* hissesinin *t* zamanındaki aşırı getirisi

$R_{i,t}$ = *i* hissesinin *t* zamanındaki getirisi

$R_{BI,t}$ = *t* zamanında ülkenin banka endeksi getirisi

α ve β = Birleşme duyurusu öncesindeki yaklaşık bir yıllık günlük getiriler ile hesaplanmaktadır.

Ardından aşırı getiriler (-10,+1) günlük olay penceresi dahilinde kümüle edilmektedir. Birleşmelerin değer yaratıp yaratmadığı sonucuna ulaşabilmek için, hedef ve alıcı firmaların bir araya getirilmiş olan aşırı getirileri kullanılmaktadır. Portföyün *t* zamanındaki getirisi ise şu şekilde hesaplanmaktadır:³⁸³

$$R_t^P = \ln\{[(MV_t^A + MV_t^T)/(MV_{t-1}^A + MV_{t-1}^T) - 1] + 1\}$$

R_t^P = *t* zamanında portföyün getirisi

\ln = doğal logaritma

$MV_{t(t-1)}^{A(T)}$ = Alıcının (hedefin) *t* (*t* - 1) zamanındaki piyasa değeri

³⁸¹ Alberto CYBO-OTTONE, Maurizio MURGIA, a.g.m., s. 833.

³⁸² Gayle L. DELONG, "The Announcement Effects of US versus Non-US Bank Mergers: Do They Differ?", **The Journal of Financial Research**, Vol. 26, No.4, Winter 2003, s. 489.

³⁸³ Gayle L. DELONG, a.g.m., Winter 2003, s. 490.

Sonuç olarak, ABD dışındaki alıcıların birleşme işlemi sonucunda herhangi bir kayıpla karşılaşmalarına karşın, ABD'deki alıcıların ise ortalama olarak %2,1'lik bir kayıpla karşılaştıkları ortaya çıkmaktadır. Hedef firmalar için ise, her iki tarafta da bir kayıp ile karşılaşmadığı, tarafların istatistiksel olarak anlamlı pozitif aşırı getirilere sahip oldukları belirtilmektedir. Bununla beraber, ABD'deki hedef firmaların ABD dışındaki hedeflere kıyasla %6,8 daha fazla aşırı getiri sahibi oldukları görülmektedir.³⁸⁴

Beitel ve diğerleri (2004), Avrupa ülkelerinde 1985–2000 yılları arasındaki 98 adet banka birleşmesini incelemektedir. Değerlendirmeye alınan alıcı firmalar, AB–15 içerisinde yer alan firmalardan seçilmektedir. Hedef firmaların ise, bankacılık, sigortacılık veya diğer finansal hizmet sunucuları arasında olması ve Avrupa'da yer alması ayırımı yapılarak örnek kütle oluşturulmaktadır. Araştırmaya konu olacak firma sayısını belirlemede bir diğer önemli kriter ise, işlem hacmi 100 milyon ABD \$'ının üzerinde olan firmaların değerlendirmeye alınmış olmasıdır. Analizlerinde birleşme ve satınalma faaliyetlerinin değer etkilerini doğrudan ölçmeye yarayan yöntem olarak bilinen olay çalışması kullanılmaktadır. Net olarak elde edilen sonuçlardan birisi, hedef firma pay sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif kümülatif aşırı getiriler elde ettikleridir. Alıcı firmalar açısından bakıldığında ise, Avrupalı alıcıların küçük bir pozitif değer ya da negatif kümülatif aşırı getirilere sahip oldukları, ABD odaklı çalışmaların çoğunluğunda ise, kesin olarak alıcı firmaların negatif aşırı getirilere sahip oldukları sonucuna ulaşıldığı görülmektedir. Biraraya gelen firma açısından bir değerlendirme

yapıldığında ise,
$$AR_{t,transaction} = \frac{AR_{t,K} \times MV_{t,K} + AR_{t,G} \times MV_{t,G}}{MV_{t,K} + MV_{t,G}}$$
 analize dahil edilen

firmaların % 60'dan fazlası için, istatistiksel olarak anlamlı bulunan pozitif kümülatif aşırı getiriler ile karşılaştığı görülmektedir. Bu değere ulaşmak için, alıcı firma aşırı getirileri ($AR_{t,K}$) ve hedef firmaların aşırı getirilerinin ($AR_{t,G}$) piyasa kapitalizasyonuna göre ağırlıklandırılması yapılmaktadır.³⁸⁵

Banka birleşmelerine hedef firma pay sahipleri açısından bakan çalışmalarda, genel olarak, değer yaratımının anlamlı pozitif sonuçları olduğu ifade edilmektedir. Alıcı taraf için ise, pay sahiplerinin değer azalışları ile karşılaştığı sonuçlarına

³⁸⁴ Gayle L. DELONG, a.g.m., Winter 2003, s. 491.

³⁸⁵ Patrick BEITEL, Dirk SCHIERECK, Mark WAHRENBURG, "Explaining the M&A Success in European Banks", **European Financial Management**, Vol. 10, No.1, 2004, s. 115, 121 – 122.

ulaşılmaktadır. Genel olarak bakıldığında, biraraya gelen yeni oluşumda, oldukça zayıf olmakla birlikte pozitif değerlere sahip olduğu ancak bunun anlamlı sayılabacak bir pozitiflik olmadığı belirtilmektedir. Tourani Rad ve Van Beek'in (1999) çalışmalarının kapsamında, 1989 – 1996 aralığındaki 56 alıcı ile 17 hedef banka bulunmaktadır. Yöntem olarak, günlük veriler ile piyasa modeli kullanılmaktadır. Aşırı getirilerin hesaplanmasında test dönemi olarak (-40,+40) günleri esas alınmaktadır. Analizleri sonucunda elde edilen bulgular yine; hedef bankaların pay sahiplerinin birleşmeden kaynaklanan getirileri olduğu ve bu getirilerin önemli pozitif getiriler olduğu sonucunu desteklemektedir. Araştırmada ayrıca, yönetim etkinliği üzerine durulmakta ve değerlendirmeler sonucunda, etkin bankaların etkin olmayan bankaları satın almaları halinde ve kendi etkinliklerinin onlara transfer etmeyi başardıkları takdirde, birleşmelerin değer yaratabileceği ortaya konmaktadır.³⁸⁶

Houston ve diğerleri (2001), bankacılık sektöründeki birleşmeye bağlı kazançların kaynaklarını incelenmektedirler. Araştırmalarını diğerlerinden ayıran iki temel farklılıktan bahsetmek gerekmektedir. Birincisi, çalışmanın 1985–1996 dönemindeki sadece büyük birleşme faaliyetlerini kapsamaması; ikincisi ise, 41 satınalma faaliyeti için, birleşmelerin maliyet tasarrufu ve gelir artışı konusunda, firma tahminlerine ulaşılmasıdır. Sonuçlara göre, birleşme duyurusunda alıcı firmanın piyasa değeri azalırken; hedef firmanın piyasa değerinde artış ortaya çıkmaktadır. Çalışma için ele alınan 64 birleşme örneğinin hepsi için, alıcı ve hedef firmanın toplam piyasa değerine bakıldığında, birleşme işlemi duyurusu yapıldığı zaman, zayıf da olsa bir artış görülmektedir. Yöneticilerin maliyet tasarrufu ve gelir artışı konusunda tahminlerinin elde edildiği 41 birleşme işleminde, yöneticilerin birleşme ile ilgili birincil kazanç beklentilerinin maliyet tasarrufunda olduğu, gelir artışının ise daha az önemli olduğu görülmektedir. Bir başka önemli sonuç da, elde edilmesi beklenen maliyet tasarrufunun tahmini değeri konusundadır. Maliyet tasarrufu beklentisi, alıcı ve hedef firmanın toplam hisse senedi piyasa getirileri üzerinde pozitif yönde etki oluştururken, tahmini gelir artışı unsurunun ise negatif yönde ilişkili olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, bu çalışma için, kazancın birincil kaynağı olarak maliyet tasarrufu gösterilebilmektedir.³⁸⁷

³⁸⁶ Alireza TOURANI RAD, Luuk VAN BEEK, "Market Valuation of European Bank Mergers", **European Management Journal**, Vol. 17, No. 5, 1999, s. 533, 537.

³⁸⁷ Joel F. HOUSTON, Cristopher M. JAMES, Michael D. RYNGAERT, a.g.m., s. 286-287.

Becker (2000), 1980–1997 yılları arasında ABD bankacılık sektöründe meydana gelen 558 adet birleşme ve satınalma faaliyetini incelemektedir. Analizin bu dönemi kapsamının nedeni, birleşme faaliyetlerinde yaşanan büyük yükseliş hareketidir. Bu yükselişin en önemli nedenlerinden biri olarak, bankacılık sektöründe yaşanan geniş kapsamlı serbestleşme faaliyetleri gösterilmektedir. Özellikle, 1980'li yıllara oranla 90'lı yıllarda banka birleşmeleri sayısında % 215'lik bir artışın yaşandığına dikkat çekilmektedir. Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin hissedarlar açısından değerlendirildiği bu çalışmada, net olarak banka birleşmelerinin değer yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır. Hedef firmalar açısından bakıldığında getirilerin, zamandan bağımsız olmak üzere, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Alıcılar için ise durumun farklı sonuçlandığı belirtilmektedir. Ele alınan dönem boyunca değerler, istatistiksel olarak anlamlı ve negatiften, anlamlı olmayan ve pozitif kadar değişiklik göstermektedir. Birleşen şirkete genel olarak bakıldığında kümülatif aşırı getirilerin, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif çıktığı görülmektedir.³⁸⁸

Chavaltanpipat ve diğerleri (1997) de, 1994 – 1995 döneminde ABD'de meydana gelen banka birleşmelerini incelemektedir. Bu dönemde değerlendirmeye aldıkları 30 adet satınalma faaliyeti içerisinde, 22 adet alıcı firmanın negatif aşırı getirilere sahip oldukları görülmektedir. Ele aldıkları firmalar içerisinde en büyük negatif getirinin -% 9,7 oranında sonuçlandığı görülmektedir. Alıcı firmalar arasında en yüksek aşırı getiri ise % 10,7 olarak hesaplanmaktadır. Her iki tarafın aşırı getirileri toplu halde değerlendirildiğinde, 30 firmadan 18 tanesinde alıcı firma negatif, hedef firma pozitif aşırı getiri; 6 tanesinde alıcı firma ve hedef firma pozitif aşırı getiri; 4 tanesinde alıcı firma ve hedef firma negatif aşırı getiri ve 2 tanesinde ise alıcı firma pozitif, hedef firma negatif aşırı getiri elde ettikleri görülmektedir. Bu sonuçlardan yola çıkarak yapılan genellemede, bankalar arasında gerçekleşen satınalma faaliyetlerinde alıcı firmaların negatif, buna karşın hedef firmaların ise pozitif getiriler elde ettikleri ifade edilmektedir.³⁸⁹

³⁸⁸ David A. BECHER, "The Valuation Effects of Bank Mergers", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 6, Iss. 6, 2000, s.189–190; 211–212.

³⁸⁹ Arphaphan CHAVALTANPIPAT, Shady KHOLDY, Ahmad SOHRABIAN, "The Effects of Bank Acquisition on Stockholder Wealth, The Cal Poly Pomona Journal of Interdisciplinary Studies", **A Journal of Research and Innovative Activities**, Fall 1997, s. 69.

Çalışmada ele alınan dönem içerisindeki satınalma faaliyetleri büyüklüklerine göre sınıflanarak aşırı getirilerin büyüklük açısından değerlendirilmesine de yer verilmektedir. Buna göre, 1 milyon \$'ın üzerinde işlem değerine sahip 12 adet faaliyet olduğu belirtilmektedir. Alıcı firma açısından değerlendirme yapıldığında sonucun değişmediği görülmektedir. Duyuru günü (0. gün), 1. gün ve (0,1) aralığı için aşırı getirilerin sırası ile, -% 2,65, -% 0,88 ve -% 3,53 olarak gerçekleştiği, buna karşın hedef firmaların ise, duyuru günündeki aşırı getirilerinin % 11,03 ve (0,1) günlük aşırı getirilerin ise % 10,63 olarak sonuçlandığı ifade edilmektedir. Burada öne çıkan en önemli özellik, duyuru gününden otuz gün önceki alıcı ve hedef firma kümülatif aşırı getirilerinin neredeyse sıfıra yakın olmasıdır. Bir başka ifade ile, piyasanın satınalma olayını önceden tahmin edemediği belirtilmektedir. Değeri 1 milyon \$'ın altında olan satınalmalar, değerlendirmeye alınan dönem içerisinde 18 adet gerçekleşmiştir. Bu grup için alıcı firmaların duyuru dönemi boyunca anlamlı aşırı getiriler elde edemedikleri ortaya konmaktadır. Duyuru günü (0. gün), 1. gün ve (0,1) aralığı için aşırı getirilerin sırası ile, -% 0,9, -% 0,3 ve -% 1,2 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu değerlerin 0,20 düzeyinde anlamlı bulunmadığı belirtilmektedir. Hedef firmalar açısından ise, duyuru günündeki ortalama aşırı getirilerin % 3,6 oranında sonuçlanmış olduğu ve fakat anlamlı bulunduğu ifade edilmektedir.³⁹⁰

Bilindiği üzere ticari bankacılık kendi içinde iki kısma ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi perakendeci bankacılık -ki bu kuruluşlar temelde hane halkları ve küçük işletmelere hizmet sağlamaktadırlar- ikincisi ise, toptancı bankacılıktır. Bu tür bankacılık hizmetlerini talep edenler ise, elbette ki, büyük firmalar ve diğer finansal kuruluşlar olmaktadır. Amel ve diğerleri (2004), çalışmalarında daha çok perakendeci bankacılık alanına yoğunlaştıklarını belirtmektedirler. Bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerini maliyet etkinliği açısından ele aldıklarında, ABD'de oldukça küçük bir iyileşme yaratılabildiği ifade edilmektedir. Özellikle, faiz dışı harcamalar veya toplam maliyetler anlamında herhangi bir düşüş ile karşılaşmadığı belirtilmektedir. Bunun yanında, faaliyet gelirlerinde bir artışın sağlanamadığı görülmektedir. Ayrıca, maliyet etkinliğinde de oldukça küçük kabul edilecek bir iyileşmenin ortaya konabildiği görülmektedir. Avrupa'daki bankacılık sektörü için değerlendirme yapıldığında ise, eşit

³⁹⁰ Arphaphan CHAVALTANPIPAT, Shady Kholdy, Ahmad SOHRABIAN, a.g.m, s. 71, 73.

büyükteki bankalar arasındaki yerel birleşmelerin maliyet etkinliğini geliştirdiği görülmektedir. Ancak bu bulgular Avrupa'daki tüm ülkeler için geçerli olmamaktadır. Pay sahiplerinin servetlerindeki değişime bakıldığında ise, diğer sektörlerde gerçekleşen (finansal olmayan) durumdan farklı sonuçlar ile karşılaşılmadığı belirtilerek, servetin alıcı firma pay sahiplerinden hedef firma pay sahiplerine aktığının altı çizilmektedir. Bu durumun daha çok 1990'lı yıllar ile beraber ortaya çıktığı, oysa 1980'li yıllarda ortalama aşırı getirilerin gerek alıcı gerek hedef firmalar için bu faaliyetler ile beraber yükseldiği belirtilmektedir.³⁹¹

Tablo 3.13.'de banka birleşmelerinin değerlendirme etkilerini toplu halde içeren önemli çalışmalardan bazıları gösterilmektedir. Bu çalışmaların çoğundaki ortak yan, 1980'lerin ortalarından önce meydana gelen nisbeten kısa dönemli banka birleşmelerinin esas alındığıdır. Sadece Houston ve Ryngaert'in (1994,1997) analizlerini 1985 – 1991 ve 1985 – 1992 zaman aralığına yaydıkları görülmektedir. Çalışmaların birçoğu az sayıda örnek kütleli içermektedir. Trifts ve Scanlon (1987) 21, Neely (1987) 26, James ve Wier (1987) 60 birleşme ve satınalma faaliyetini incelemektedir. Yine, sadece Houston ve Ryngaert'in üç boyutlu bir analiz gerçekleştirdiği, diğer çalışmaların ise, ya sadece hedef firma ya da sadece alıcı firmanın değer etkileri üzerinde durduğu görülmektedir. Tablodaki değerlendirmelerin bir ortalaması alındığında, hedef firmalar için kazanç yaratıldığı (% 20,48) görülürken, alıcı firmalar için başa başa yakın değerler (-% 0,57) ortaya çıktığı ifade edilmektedir. Tüm çalışmaların ortak sonucu olarak, hedef firmaların kazançlarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirtilmektedir. Alıcı firmalar için yapılan değerlendirmelerde ise, iki çalışmada alıcı firmaların getirileri istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif sonuçlanmış iken, iki çalışma istatistiksel olarak anlamlı olmamak üzere negatif ve diğer çalışmalar ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif sonuçlanmaktadır. Alıcı firmaların getirileri (-% 3,25) ile (+% 3,12) aralığında belirlenmektedir.³⁹²

³⁹¹Dean AMEL, Colleen BARNES, Fabio PANETTA, Carmelo SALLES, "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", **Journal of Banking&Finance**, Vol. 28, Iss. 10, 2004, s. 2496–2498, 2503.

³⁹²David A. BECHER, a.g.m., s. 191.

Tablo 3.13.
Banka Birleşmeleri Üzerine Yapılan Olay Çalışmalarının Karşılaştırması

No	Yazarlar	Zaman	Gözlem Sayısı	Hedef Getirisi (%)	Alıcı Getirisi (%)	Birleşen Firma Getirisi (%)
1	James&Wier-1987	1972-1983	60 satınalma (264 potansiyel)	D.D.	1,77	D.D.
2	Neely-1987	1979-1985	26 satınalma	36,22	3,12	D.D.
3	Trifs&Scanlon-1987	1982-1985	21 birleşme	21,37	-3,25	D.D.
4	Cornett&De-1991	1982-1986	152 alıcı, 37 hedef	9,66	-0,40	D.D.
5	Houston&Ryngaert-1994	1985-1991	153 birleşme (22'si tamamlanmamış)	14,77	-2,25	0,46
6	Houston&Ryngaert-1997	1985-1992	184 birleşme Basit Ortalama	20,40 20,48	-2,40 -0,57	A.D.

D.D.: Değerlendirme Dışı, A.D.: Anlamlı Değil

Kaynak: David A. Becher, **The Valuation Effects of Bank Mergers**, Journal of Corporate Finance, Vol. 6, Iss. 6, 2000, s.192.

Becher'in (2000) değerlendirmesi, iki olay penceresi dahilinde gerçekleştirmektedir. Onbir günlük olay penceresi için (-5,+5), hedef firmaların kümülatif aşırı getirileri % 17,1 olarak belirlenirken, alıcı firmaların -%1,08'lik bir getiriye sahip oldukları belirtilmektedir. Otuzaltı günlük olay penceresinde ise (-30,+5) hedef firmaların kümülatif aşırı getirileri % 22,6 gerçekleşirken, alıcı firmaların ise -% 0,10 olarak sonuçlandığı görülmektedir. Biraraya gelen firma için otuzaltı günlük olay penceresinde kümülatif aşırı getirilerin % 3,0 ve istatistiksel olarak da anlamlı bulunduğu ifade edilmektedir. Onbir günlük aralıktaki kümülatif aşırı getiri ise % 1,8 civarında belirlenmektedir. Bu değer de istatistiksel olarak anlamlılığını koruduğunun altı çizilmektedir.³⁹³

Yatay birleşme duyurularının sektör içindeki etkilerinin incelendiği bir başka çalışmada da, rakipler için pozitif ve önemli aşırı getirilerin ortaya çıktığı belirtilmektedir. Akhigbe ve Madura, 1983–1996 yılları arasında ele aldıkları 149 banka birleşmesi için yaptıkları çalışmada, ortalama olarak, pozitif değerlendirme etkisi olduğu sonucuna

³⁹³ David A. BECHER, a.g.m., s. 199, 201 – 202.

ulaşmaktadırlar. Satınalma duyurularının, rakip bankaların gelecekte hedef firma olma olasılığına dair yeni bilgilerin işareti olduğu, çalışmanın bir diğer sonucudur.³⁹⁴

Almanya'daki birleşme ve satınalma faaliyetlerini esas alan bir çalışmada, yatırım bankalarının birleşme ve satınalma faaliyetlerine olan etkileri analiz edilmektedir. Beitel ve Schiereck (2003)'in çalışmalarında, firma yönetiminin birleşme ve satınalma faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi için yatırım bankaları ile işbirliği kurdukları zaman, Alman alıcı firmalarının pay sahiplerinin kazanç elde edemedikleri araştırılmaktadır. Bu sorunun cevabını, firmaların kümülatif aşırı getirilerini hesaplayarak vermektedirler. Bulguları, ABD odaklı çalışmalardan farklılık göstermemektedir. Pay sahiplerinin kümülatif aşırı getirilerinde, yatırım bankalarının ortak ve/veya şöhreti önemli bir etkiye sahip bulunmamaktadır. Alıcı firmaların orta vadedeki satınalma performanslarına bakıldığında ise, yine herhangi bir etki ile karşılaşılmamaktadır. Bir başka ifade ile çalışmalarında, Alman alıcı firmalar için birleşme ve satınalmaların değer yaratımı üzerinde, yatırım bankalarının ortak ve/veya ününün oldukça sınırlı bir etkisi olduğu ifade edilmektedir. Bu çerçevede, Alman alıcı firmaların yöneticilerinin yatırım bankalarına güvenemedikleri ve birleşme ve satınalma faaliyetlerinin değer yaratımı konusundaki asıl sorumluluğun yöneticilere ait olduğu belirtilmektedir.³⁹⁵

Öte yandan, Xie'nin araştırmasında, 1997–2003 aralığında ABD'deki sigorta şirketlerinin değerlendirme etkileri ele alınıp incelenmektedir. Analizde gerek alıcı firma gerek hedef firma ve gerekse iki firmanın kombinasyonu sonucu doğan yeni firma için, istatistiksel olarak anlamlı pozitif aşırı getiriler elde edildiği belirtilmektedir. Bunun yanında, hedef firma için yaratılan değer kaynağının, alıcının aşırı ödemesinden kaynaklanmadığı ve ayrıca ödeme yönteminin duyuru zamanı içerisinde, hisse senetlerinin fiyat değişimlerini etkilemediği de çalışmadan elde edilen önemli sonuçlar arasında yer almaktadır.³⁹⁶

³⁹⁴ Aigbe AKHIGBE, Jeff MADURA, Anna D. MARTIN, a.g.m., s:32.

³⁹⁵ Derick BEITEL, Dirk SCHIERECK, **Value Creation of Investment Bank Participation in the German M&A - Business**, IMA Working Paper, University of Witten, 29 April 2003, http://www.fmpm.ch/docs/7th/Papers_SGF_2004/sgf762.pdf , (6 Nisan 2005), s.3, 20–21.

³⁹⁶ Xiaoying XIE, "Efficiency and Value Creation in Acquisitions and Divestitures: Evidence from the US Property-Liability Insurance Industry", Insurance and Risk Management, The Wharton School, University of Pennsylvania, <http://irm.wharton.upenn.edu/F04-Xie.pdf>, (6 Nisan 2005), s.3,40–41.

Akhigbe ve Madura (2004), 1986 – 2000 döneminde, bankalar ile diğer finansal hizmet kurumları arasında gerçekleşen satınalmaların performanslarını değerlendirmeye almaktadırlar. Bu çerçevede, ticari bankalar ile menkul kıymet firmaları açısından, birleşme ve satınalma faaliyetleri duyurularının etkilerini ölçmek amacı ile, (-1,0), (-11,-2) ve (+2,+11) günlük olay pencerelerinde kümülatif aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Hesapladıkları kümülatif aşırı getirilerin, duyuru dönemi için pozitif sonuçlandığı ancak, bu sonuçların istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığı da belirtilmektedir (bankalar arasında gerçekleştirilen satınalma faaliyetlerinin değerlendirilmesi sonucunda, duyuru dönemi için kümülatif aşırı getiriler $-0,78$ hesaplanmakta ve sonuç istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır). Duyuru öncesindeki on günlük dönem için yapılan değerlendirmede [(-11,-2)], yine pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan sonuçlar ile karşılaşılmaktadır. Buna karşın duyuru sonrasındaki on günlük dönemde ise [(+2,+11)], hem negatif hem de istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan değerler elde edildiği görülmektedir.³⁹⁷

Smith ve O'Neil'in (2003) finans sektörü içinde gerçekleşen birleşme faaliyetlerinin genel değerlendirmesini yaptıkları çalışmalarında, bankalar arasında meydana gelen faaliyetlerin yalnızca % 34'ünün pay sahipleri için değer yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır. Sigorta şirketleri arasında gerçekleştirilen birleşmeler için belirtilen oran %58 olarak gerçekleşirken, en yüksek değere (% 73 ile) bankalar ile sigorta şirketleri arasında gerçekleştirilen faaliyetlerde ulaşıldığı görülmektedir. Ortalama olarak, bankalar arasında gerçekleştirilen birleşme faaliyetlerinin pay sahiplerine % 10 oranında bir kayıp yaşattığı belirtilirken, sigorta ve bankalar arasındaki faaliyetlerin ise pay sahipleri için % 8 civarında kazanç sağladığının altı çizilmektedir.³⁹⁸

Bankacılık ve sermaye piyasası odaklı analizlerin dışında, hizmet sektörünün diğer unsurları üzerinde de bu tarz analizlerin yapıldığı görülmektedir. Örneğin, Kaen (2003), Amerikan ekonomisi için oldukça önemli sayılan iki büyük satınalma faaliyetini duyuru döneminde yaşanan değişimleri belirtmek kaydı ile değerlendirmeye almaktadır. Bu unsurlardan ilki olan havayolu şirketleri arasındaki birleşme ve satınalma faaliyetlerinin etkilerinin belirtildiği çalışmanın sonuçlarına, bu bölümde

³⁹⁷ Aigbe AKHIGBE, Jeff MADURA, "Bank Acquisitions of Security Firms: The Early Evidence", **Applied Financial Economics**, 14, 2004, s. 487 – 488.

değınilecek iken, ikinci vak'aya üretim sektörü için yapılan değerlendirmeler arasında yer verilecektir. İlk vak'a, United Airlines'ın (UAL) US Airways'i nakit ödeme ile almasıdır. Her iki firmadan da belli oranda sahip olan yatırımcılar için bu birleşme duyurusunun değer yarattığı görülmektedir. US Airways'ın pay senetlerinin fiyatı, duyuru gününden bir gün önce 26,3125 \$ iken duyuru gününde 49 \$'a yükselirken, % 86,2 artış oranına sahip olduğu görülmektedir. Bu durumda iki firmadan sadece US Airways'in hisselerine sahip olan yatırımcılar için anlaşma oldukça iyi bir haber olarak yorumlanabilmektedir. Sadece UAL'in hisselerine sahip yatırımcılar için ise haberin, kötü sonuçlar doğurduğu görülmektedir. Duyuru günü öncesinde firmanın hisse senetlerinin değeri 60,375 \$ iken duyuru gününde 53,1875 \$'a gerileyerek, % 11,9'luk bir kayıp ile karşılaşılacaktır. Bunun yanında, her iki firmanın hisselerine sahip yatırımcılar için bir değerlendirme yapıldığında, UAL ve US Airways'in toplam piyasa değerinin 4,972 milyar \$'dan 6,112 milyar \$'a yükseldiği (% 22,93 artış) görülmektedir. Genel bir değerlendirme yapıldığında, bu değer, firmaların ayrı ayrı piyasa değerlerinden daha yüksek bir değere karşılık geldiği belirtilerek birleşme duyurusunun değer yarattığı ifade edilmektedir.³⁹⁹ Amerikan havayolu endüstrisine yönelik yapılan bir diğer çalışmada da, birleşme sonrasında firmaların performanslarının piyasanın üzerinde belirlendiği ve bu değer, istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu ifade edilmektedir. Ayrıca aynı çalışmada, gözlemlenen ya da gözlemlenemeyen talep değişkenlerine oranla, marjinal maliyetler veya firma davranışlarındaki değişmelerin, birleşme sonrası fiyat yükselişlerini açıklamada etkili rol oynadığı dolayısıyla değerlendirme yapılırken bu değişkenlerin de göz önünde bulundurulması gerektiğinin altı çizilmektedir.⁴⁰⁰

Sektör bazında yapılan değerlendirmelerden biri de, Wilcox, Chang ve Grover'in (2001), iletişim sektöründeki uygulamalarıdır. Onlara göre, iletişim sektöründeki birleşmeler, stratejik teknoloji ve stratejik pazarlama açılarından değerlendirilmektedir. Bu açıdan aslında Wilcox ve diğerlerinin gerçekleştirdikleri çalışmayı, hem hizmet hem de üretim sektörü içerisinde değerlendirmek daha doğru olacaktır. Elde edilen sonuçlara göre, teknolojik birleşmeler, AR-GE, mühendislik ve üretim konularındaki

³⁹⁸ Ken SMITH, Eliza O'NEIL, "Bank – to – Bank Deals Seldom Add Value", **ABA Banking Journal**, Vol. 95, No. 12, December 2003, s. 7.

³⁹⁹ Fred R. KAEN, a.g.e., s. 157 – 158.

⁴⁰⁰ Craig PETERS, "Evaluating the Performance of Merger Simulation: Evidence from the US Airline Industry", **The Center for the Study of Industrial Organization at Northwestern University**, Working Paper: 0032, Jan 2003, s.46, www.cslo.econ.northwestern.edu (12.Ekim 2005).

değer zincirini arttırmaya yönelik faaliyetleri bünyesinde barındırmaktadır. Pazarlama alanındaki birleşmelere ise satış, dağıtım ve müşteri hizmetleri faaliyetlerinde bir düşüş seyri ortaya çıktığı zaman başvurulmaktadır. Yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlar; teknolojik birleşme duyurularının, pazarlama alanındaki birleşmelere kıyasla daha çok aşırı getiri yarattığı yönündedir. Teknolojik birleşmelerin, değer yaratımı konusunda önemli kabul ettiği unsurlar; ölçek ekonomileri ve faaliyet ekonomilerinin yarattığı maliyetlerdeki azalma, AR-GE için tekrarlanan çabanın elimine edilmesi, işlem maliyetlerindeki azalma, sahibi olunan bilginin korunması şeklinde ifade edilebilmektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre, ABD’de telekomünikasyon sektöründe gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetleri, bu sektör için pozitif etki yaratmaktadır. Sektördeki birleşme ve satınalma faaliyetleri ile ilgili önemli birkaç sonuç şu şekilde ortaya konabilmektedir: İlki, büyük firmalar ile daha küçük firmaların piyasa değerindeki yükselişleri birbirleri ile benzerlik göstermektedir. Diğer, küçük firmalar arasında gerçekleştirilen birleşmeler, daha büyük firmalar arasında gerçekleştirilen birleşmelerden daha fazla değer yaratmamaktadır. Sonuncusu ise, bir birleşme faaliyeti küçük firma ile büyük firma arasında gerçekleştiriliyorsa, küçük firma bu faaliyetten büyük firmaya oranla daha fazla yarar sağlamaktadır.⁴⁰¹

Bu noktanın ardından literatürde çok da ağırlığı olmadığı farkedilen üretim sektörü için birleşme ve satınalmaların etkileri üzerinde durulmaktadır. Üretim sektöründe, hizmet sektörü ile kıyaslandığında oldukça sınırlı kaldığı gözlemlenen çalışmaların ardında yatan en önemli nedenlerin başında kârlılık konusunun geldiği vurgulanmalıdır. Bu nedenle çalışmaların çoğunun, üretim ve hizmet sektörlerinin bir karşılaştırılması şeklinde yürütüldüğü görülmektedir. Ancak, birleşme ve satınalmalara genel olarak artan oranda bir ilgi ile karşılaşılması, bu alandaki çalışmalara da ciddi bir ivme kazandıracığı düşünülmektedir.

⁴⁰¹ H. Dixon WILCOX, Kuo-Chung CHANG, Varun GROVER, “Valuation of Mergers and Aquisitions in the Telecommunications Industry: A Study on Diversification and Firm Size”, **Information&Management**, Vol. 38, Iss. 7, August 2001, s. 461, 466–468.

3.4.4.2 Birleşme ve Satınalmaların Üretim Sektörü Açısından Değer Yaratma Özellikleri

Yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre, genel olarak, üretim sektöründeki birleşme faaliyetlerinin hizmet sektöründeki faaliyetlere oranla daha az kârlı olduğu görülmektedir. Gugler ve diğerlerinin (2003) yapmış oldukları çalışmada, hizmet sektöründe faaliyet gösteren on beş firmanın hepsinde kârlılık konusunda pozitif sonuçlar elde edilirken, üretim sektöründeki on beş firmadan altısının negatif sonuç verdiği ortaya çıkmaktadır. Ayrıca üretim sektöründeki birleşme faaliyetleri, birleşme türleri olarak değerlendirildiğinde; yatay birleşmelerin, dikey ve karma birleşmelere oranla gerek kârlılık gerekse satışlarda daha başarılı oldukları sonucuna ulaşılmaktadır. Hizmet sektörüne aynı açıdan bakıldığında ise, dikey birleşmelerin satışlar konusunda en iyi performansı gösterdiği ifade edilmektedir. Çalışmanın sonuçları dikkate alındığında, belirtilmesi gereken nokta; hizmet sektöründeki firmaların birleşme faaliyetlerinin üretim sektöründeki firmaların birleşmelerine oranla daha başarılı olduğu yönündedir.⁴⁰²

Capron (1999), 1988–1992 aralığında üretim sektöründeki yatay firma birleşmelerinin performansının değerlendirilmesinde iki önemli unsurun etkisini temel olarak analiz yapmaktadır. Bunlardan ilki- ki bu iki yöntem firmaların büyüme alternatiflerinden olup yeniden yapılanmalarında kullanılmaktadır- kısmi varlık satışı (asset divestiture) diğeri ise kaynakların yeniden dağıtımıdır (resource redeployment). İlki, maliyet esaslı sinerji, diğeri gelir esaslı sinerjiyi esas almaktadır. Maliyet esaslı sinerji, birleşen firmaların varlıklarının kısmi olarak elden çıkarılması sonucunda maliyetlerden tasarruf sağlama rolünü üstlenmektedir. Burada, operasyonel, teknolojik ve pazarlama kaynaklarındaki değişiklikler sonucunda, daha büyük miktarlarda malın üretimi ve satışı ile birlikte, etkinliğin de sağlanabileceği ifade edilmektedir. Kaynak esasına göre sinerjide ise, birleşen firmaların kaynaklarının yeniden dağıtılması yolu ile kapasitenin artırılması sağlanmaktadır. Elde ettiği sonuçlara göre, satınalma sonrasında gerek hedef firmanın gerekse alan firmanın kaynaklarının yeniden dağıtımı ile biraraya gelen firmaların gelir yaratma kapasiteleri artış göstermektedir. Bir başka

⁴⁰² Klaus GUGLER, Dennis C. MUELLER, B. Burçin YURTOĞLU, Christine ZULEHNER, "The Effects of Mergers: An International Comparison", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 21, Iss. 5, May 2003, s.640.

deyişle, kaynakların yeniden dağıtımı, hedef ve alan firma için kapasitenin geliştirilmesi yolu ile değer yaratmaktadır.⁴⁰³

Bu alanda, Aktaş ve diğerlerinin (2004), otomobil sanayiinde gerçekleştirdikleri çalışmalarının bulgularına göre; birleşme ve satınalma faaliyetleri genel olarak değer yaratmaktadır. Değer yaratılmasındaki odak noktanın ise, rakiplerin, üreticilerin ve müşterilerin hisse senedi fiyatlarına olan tepkileri gösterilmektedir. Özellikle, yatay olarak gerçekleştirilen faaliyetler için yapılan analizde, rakiplerin tepkisinin negatif gerçekleştiği, ancak bu negatifliğin önemli bulunmadığı belirtilmektedir. Buna karşın, üretici grubun tepkisi pozitif iken, yine istatistiksel olarak bir anlamlılık bulunmadığı görülmektedir. Müşteriler için yapılan değerlendirmede ise, tepkilerinin yine negatif ancak bu kez anlamlı olduğu görülmektedir.⁴⁰⁴

Kaen'in hizmet sektörünün değerlendirildiği bölümde yer alan, havayolu şirketleri arasında gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin etkilerinin belirtildiği çalışmasının ikinci vak'ası, Dünya'nın en önemli teknoloji üretim firmalarından olan, Hewlett-Packard (HP) ve Compaq arasındaki anlaşmayı konu almaktadır. Bu iki firmanın birleşeceklerine dair duyuru gününden önce (31 Ağustos 2001), HP'nin hisselerinin 22,93 \$'dan işlem gördüğü bilinmektedir. Bu firmanın toplam piyasa değeri ise, 44,4842 milyar \$'dır. Compaq'ın ise, hisse değeri 12,25 \$ ve toplam piyasa değeri 20,825 milyar \$'dır. Her iki firmanın toplam piyasa değeri 65,3092 milyar \$ olarak hesaplanmaktadır. Duyuru gününden sonra, HP'nin hisse senetlerinin değerinin %18 oranında düşerek 18,77 \$'a ve Compaq'ın hisse senetlerinin değerinin ise yaklaşık %10 oranında düşerek 10,99 \$'a gerilediği görülmektedir. Her iki firmanın toplam piyasa değerinin ise, 65,3092 milyar \$'dan 55,0968 milyar \$'a düştüğü belirtilmektedir. Bu durumda, yöneticilerin birleşmeden beklentileri olan yıllık 2,5 milyar \$'lık maliyet sinerjisine sahip olma arzularının gerçekleşmediği açıkça ortadadır. Bu başarısızlığın en bilinen nedenleri arasında, hedef firmaya ödenen primin gereğinden fazla olduğu söylenebilmektedir. Ancak, daha çok pay sahipleri ile yöneticiler arasında

⁴⁰³ Laurence CAPRON, "The Long-Term Performance of Horizontal Acquisition", **Strategic Management Journal**, Vol. 20, Iss. 11, November 1999, s.998–992, 1007.

⁴⁰⁴ Nihat AKTAŞ, Eric De BODT, Arléne DERBAIX, "Horizontal, Downstream and Upstream Effects of Merger&Acquisition Operations in the Car Industry", March 2003, <http://edoc.bib.ucl.ac.be:83/archive/00000112/01/WP94Derbaix.pdf> , (4 Nisan 2005), s.19.

yaşanan çıkar çatışmalarının bir sonucu olabileceği de gözden kaçırılmaması gereken bir gerçektir.⁴⁰⁵

Burt ve Limmack (2003), perakende sektöründeki birleşme ve satınalma faaliyetlerini değerlendirirken, faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışlarını kullanarak, bu firmaların faaliyet performanslarını ele almaktadırlar. Buna göre, ne alıcı firmaların ne de hedef firmaların birleşme ve satınalma faaliyetinden önceki faaliyet performansları, karşılaştırılan firmaların performanslarından farklı çıktığı görülmektedir. Ancak, satınalma sonrasında biraraya gelen firmanın faaliyet performansının ise görece olarak gelişme göstermiş olduğu ifade edilmektedir.⁴⁰⁶

⁴⁰⁵ Fred R. KAEN, a.g.e., s. 158, 161.

⁴⁰⁶ Steve BURT, Robin LIMMACK, "The Operating Performance of Companies Involved in Acquisitions in the UK Retail Sector, 1977 – 1992", içinde: **Advances in Mergers and Acquisitions**, Vol. 2, Cary COOPER, Alan GREGORY (Ed.), Elsevier Science Ltd., 2003, s.173.

4. TÜRKİYE'DE BİRLEŞME VE SATINALMALAR

Batı'da 19. yüzyılın sonlarından itibaren dalgalar halinde görülen birleşme ve satınalmaların, ülkemizde uygulama alanı bulmasının çok daha sonraları olduğu görülmektedir. Bu anlamda ülkemizde, yirminci yüzyılın ortalarından itibaren örneklerine rastlanan birleşme ve satınalmaların, küreselleşmenin de etkisi ile son on yılın özellikle beş yıllık döneminde geçmişe göre büyük atılım içerisinde bulunduğu söylenebilmektedir. Henüz önemli bir büyüklüğe ulaşmış olmasa da gelecekte bu alanda ciddi faaliyetlerin gerçekleşmesi beklentilerimiz arasındadır. Ülkemizde meydana gelen birleşme ve satınalmaların taraflara sağlayacağı katkıların (ya da neden olacağı değer kayıplarının) belirlenmeye çalışılacağı bu bölümde, öncelikle yasal ve hukuki yönlerine değinilecek ardından da esas amaca yönelik analizler gerçekleştirilecektir.

4.1. TÜRKİYE'DE BİRLEŞME VE SATINALMALAR İLE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER

Ülkemizde firma birleşme ve satınalma faaliyetleri, çeşitli yasalar çerçevesinde düzenlenmektedir. Bu bölümde, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin tabii olduğu düzenlemeler irdelenmektedir. İlk olarak, Türk Ticaret Kanunu (TTK) çerçevesinde yapılan düzenlemeler ele alınmaktadır. Ardından, birbirleri ile bağlantılı oldukları görülen Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) ve Rekabetin Korunması Hakkında Kanun (RKHK) içerisinde bu konu ile ilgili unsurlar üzerinde durulacaktır. Son olarak, bu alanda gerçekleştirilen faaliyetlerin Vergi Kanunu'muzdaki hükümlerine değinilerek dört ayrı kanun temelinde hukuki bir alt yapı oluşturulacaktır.

4.1.1. Türk Ticaret Kanunu Açısından Firma Birleşmeleri

Türk Ticaret Kanunu (TTK) m. 146 "birleşme, iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiri ile birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha

fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir.” şeklinde birleşmeyi tanımlanmaktadır.⁴⁰⁷

TTK'nın 147. maddesinde, “birleşme, yalnız aynı nev’iden olan şirketler arasında caizdir”⁴⁰⁸ ifadesi yer almaktadır. Bu maddeye göre, kollektif ile adi komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler aynı nev’iden sayılmaktadır. Buna göre bir anonim şirketin limited şirket ile birleşmesi söz konusu olamamaktadır.⁴⁰⁹ Kanunun bu konudaki hükümlerine uygulama alanı açısından bakıldığında, genel hüküm maddeleri olarak kabul edilen 146 – 151. maddelerinin gerek sermaye gerekse diğer tüm ticaret şirketleri için geçerli olduğu görülmektedir. Buna karşın, TTK'nın 451 – 454. maddelerinin ise sadece anonim şirketlere uygulandığı belirtilmektedir.⁴¹⁰

Teknik ve hukuki anlamda birleşme, bir ya da birden çok ticaret ortaklığının malvarlığının, tasfiye edilmeden, içlerinden birine ya da yeni kurulan bir ortaklığa kendiliğinden ve külli halefiyet yolu ile geçmesi; böylece malvarlıklarının birleşmesi ve intikal eden malvarlığının karşılığı olarak, infisah eden ortaklığın ortaklarının, hesaplanan bir değiş-tokuş ölçüsüne göre, bünyesinde birleşilen ortaklıkta, kendiliğinden ortaklık payı kazanmasıdır. Burada, TTK'nın kavramı tanımlayan unsurları göstermeden, türlerini belirtir biçimde birleşmeyi tanımladığı görülmektedir.⁴¹¹

Türk (1986), Ticaret Kanunu, mahkeme kararları ve doktrin düzeyinde ve Türk hukuku çerçevesinde ticaret ortaklıklarının birleşmesini, “en az bir ortaklığın, ortaklarının başka bir ortaklığa alınması karşılığında malvarlığı veya işletmesini aktif ve pasifleri ile bir bütün olarak devrederek tasfiyesiz dağılması (devralma yolu ile birleşme) ya da en az iki ortaklığın, ortaklarının yeni kurulan bir ortaklığa alınmaları karşılığında malvarlıkları veya işletmelerinin aktif ve pasifleri ile birer bütün olarak bu ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılmaları (yeni ortaklık kurulması yolu ile birleşme)

⁴⁰⁷ TTK, 6762 sayı, 29.06.1956 tarih, Resmi Gazete 09.07.1956, 9353.

⁴⁰⁸ TTK, 6762 sayı, 29.06.1956 tarih, Resmi Gazete 09.07.1956, 9353.

⁴⁰⁹ PriceWaterHouseCoopers Türkiye Danışmanlık Hizmetleri, a.g.e., s. 17.

⁴¹⁰ Hüseyin AKAY, a.g.e., s. 35.

⁴¹¹ Reha POROY, Ünal TEKİNALP, Ersin ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 8. Bası, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2000, s. 106.

sonucunda iki ya da daha fazla ortaklığın tek bir ortaklık durumuna gelmesi” şeklinde açıklamaktadır.⁴¹²

Tanımın içeriğinde özellikle belirtilmesi gereken kavramsal unsurlar bulunmaktadır. Bunlar;⁴¹³

- i. Önkoşul: Birleşmeden önce en az iki ticaret ortaklığı var olmalıdır. Kavramsal bir öge olmadığı belirtilerek, bir ek koşul olarak birleşecek olan ticaret ortaklıklarının aynı nevi’den olması gerektiği belirtilmektedir.
- ii. Birleşmede, en az bir ticaret ortaklığının malvarlığı veya işletmesi bütün aktif ve pasifleri ile başka bir ticaret ortaklığına ya da en az iki ticaret ortaklığının malvarlıkları veya işletmeleri bütün aktif ve pasifleri ile yeni kurulan bir ticaret ortaklığına devredilmektedir.
- iii. Devir, dağılan ortaklık veya ortaklıkların birleşme sırasındaki ortaklarının devralan veya yeni kurulan ortaklığın ortağı sıfatını kazanmaları, örneğin dağılan anonim ortaklık ya da ortaklıkların pay sahiplerine devralan veya yeni kurulan ortaklığın pay senetlerinden verilmesi karşılığında yapılmaktadır.
- iv. Devir ile beraber ilk durumda en az bir, ikinci durumda en az iki ortaklık dağılmaktadır. Ancak bu dağılmayı tasfiye işlememektedir. Burada bir tasfiyesiz dağılma söz konusu olmaktadır.
- v. Dağılan ortaklık veya ortaklıkların malvarlıkları veya işletmeleri, aktif ve pasifleri ile bir bütün olarak, bir başka ifade ile külli halefiyet yolu ile devralan veya yeni kurulan ortaklığa geçmektedir.
- vi. Sonuç: Bu şekilde en az iki ticaret ortaklığının tek bir ticaret ortaklığı durumuna gelmesi sağlanmaktadır.

Burada önemli olan bir diğer nokta, birleşecek olan ortaklıkların birleşmeye esas olacak bir birleşme bilançosu oluşturmalarının gerektiğidir. Birleşme bilançosunun tarihinin, birleşmenin tarihi olduğu belirtilmektedir. Birleşme bilançosunun uygulamada, mahkemeye başvuru tarihinden önceki ay sonu itibarıyla çıkarıldığı görülmektedir. Örneğin, 20 Nisan’da mahkemeye başvurulmuş olduğunda birleşme bilançosunun

⁴¹² Hikmet Sami TÜRK, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Olgaç Matbaası, Ankara, 1986, s. 37 – 38.

⁴¹³ Hikmet Sami TÜRK, a.g.e., s. 39 – 40.

31 Mart tarihi itibari ile düzenlenmiş olması gerekmektedir. Birleşen ortaklıkların, bilançolarını tespit ettikleri örneğe göre çıkarmaları gerektiği kanunda ifade bulunmaktadır. Kanun'da bilanço esasları hakkında bir hüküm bulunmadığı görülmektedir. Uygulamada ise, vergi mevzuatında yer alan bilanço ilkelerine göre bilanço oluşturulmaktadır. Birleşme bilançosunda değiş-tokuş oranı, sermaye arttırımı tutarı gibi hesaplamalar da yer almaktadır. Değiş-tokuş oranının belirlenmesi konusunda TTK'da hüküm yer almamakla beraber Ortaklıklar Hukuku açısından en adil yöntemin seçilmesinin gerekliliği belirtilmektedir. Sermaye arttırımı tutarının belirlenmesinde ise, öncelikle payların değiştirilebilmesi için devralan ticaret ortaklığının elinde kendi paylarının bulunması gerektiği ifade edilmektedir. Bu durum ancak, devralan ticaret ortaklığının sermayesini arttırması ve artan sermayeden oluşan payları, iltihak eden ticaret ortaklığının ortaklarına tahsis etmesi ile sağlanabilmektedir. Devralan ticaret ortaklığının yaptığı bu sermaye arttırımı sonucu, arttırılan sermayenin karşılığının iltihak eden ticaret ortaklığının malvarlığı olarak görüneceğinden arttırılan kısım için para ödenmemekte, arttırım aynı olmaktadır. Belirtilmesi gereken diğer bir husus da süreç boyunca gerçekleşen işlemlerin ardından, birleşme sonunda verilen bilançonun, başlangıçtaki birleşme bilançosundan farklı olmasının kaçınılmaz olmasıdır.⁴¹⁴

4.1.2. Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Firma Birleşmeleri

Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK)'nda birleşmenin bir tanımlamasının yapılmadığı görülmektedir. Anonim şirket birleşmeleri Sermaye Piyasası Kanunu'nda özel bir düzenlemeye tabi tutulmadığı için, bu konuda yapılacak olan işlemlerin iki temel üzerinde bulunduğu görülmektedir. Kanununun 3. maddesinin ikinci fıkrasına göre, Sermaye Piyasası Kanunu'nda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümlerin geçerli olacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla Türk Ticaret Kanunu başta olmak üzere diğer bazı kanunların, sermaye piyasası hukukunda doğrudan ya da dolaylı olarak uygulama alanı bulması söz konusudur. Buna göre, sermaye piyasasını ilgilendiren konularda öncelikle Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerinin uygulanması gereklidir. Bu kanunda hüküm bulunmaması halinde ise diğer kanun hükümlerinin uygulanmakta olduğu ifade edilmektedir. Bahsedilen diğer düzenleme ise, Sermaye Piyasası Kurulu Seri I No.31 "Birleşmeye İlişkin Esaslar Tebliği" hükümleri çerçevesinde değerlendirilmektedir. Birleşme faaliyeti ile ilgili faaliyetlerin bu düzenlemeler çerçevesinde şekillenmesinin gerektiği açıkça belirtilmektedir. Burada, Türk Ticaret Kanunu ve sermaye

⁴¹⁴ Reha POROY, Ünal TEKİNALP, Ersin ÇAMOĞLU, a.g.e., s. 108 – 109.

piyasası uygulamaları açısından özel olarak belirtilmesi gereken bir farklılığın bulunduğu altı çizilmelidir. TTK'da açıklandığı şekli ile birleşme kavramı, gerek devralma gerekse yeni kuruluş yolu ile birleşmeleri kapsamaktadır. Burada birleşme tanımı içerisinde iki kavramın aynı yönlü kullanıldığı görülmektedir. Ancak, sermaye piyasası mevzuatı birleşmeyi, genellikle yeni kuruluş yolu ile birleşme işlemi olarak açıklamakta, buna karşın devralma yolu ile gerçekleşen işlemi de devralma olarak adlandırmaktadır. Bu farklılığın özellikle belirtilmesinde fayda görülmektedir.⁴¹⁵

Seri I No 31 Tebliği kapsamında birleşme prosedürü ve birleşme işlemlerinde uyulacak esaslar şu şekilde özetlenmektedir.⁴¹⁶

- i. Yetkili Organların Ön Kararı: 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 alabilmek veya söz konusu hususların tespiti ile ilgili olarak yönetim kuruluna yetki verebilmektedir.
- ii. Birleşmeye Esas Alınacak Mali Tablolar ve Özel Bağımsız Denetim Raporu: Birleşmeye taraf ortaklıkların birleşme işlemine esas alınacak mali tablolarının Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanması, mevzuat gereği enflasyona göre düzeltilmiş mali tablo düzenlenmesinin zorunlu olduğu dönemlerde mali tabloların bu esaslara göre düzenlenmesi ve özel bağımsız denetimden geçmesi zorunlu tutulmaktadır. Birleşmeye esas mali tabloların sürekli bağımsız denetiminin yapılmış olması halinde, özel bağımsız denetim koşulu aranmamaktadır. Birleşmeye esas alınacak mali tabloların tarihi ile birleşme sözleşmesinin nihai olarak onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki süre 6 ayı aşmamalıdır.
- iii. Bilirkişi İncelemesi: Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi tarafından inceleme yapılmakta ve söz konusu inceleme bilirkişi tarafından rapora bağlanmaktadır. Bilirkişi raporunun Kurul tarafından değerlendirilmesinde Tebliğ (EK/1)'de belirtilen hususlar aranmaktadır. 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

⁴¹⁵ Veliye YANLI, "Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri", içinde **Şirket Birleşmeleri**, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, s. 74, 108.

⁴¹⁶ Sermaye Piyasası Kurulu Seri I No. 31, Birleşmeye İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete 14. 07. 2003.

tarafından onaylanmış mali tablolar bilirkişi incelemesine sunulmaktadır. Bilirkişi raporu, bu mali tablolar esas alınarak hazırlanmaktadır. Birleşme işlemine esas alınacak mali tablolara ilişkin bağımsız denetim raporunda olumsuz görüş bildirilmesi veya görüş bildirilmemesi durumlarında söz konusu mali tablolar birleşme işlemine esas alınamamaktadır. Birleşme oranı, birleşmeye taraf ortaklıklarca benimsenen yöntem esas alınarak hesaplanmaktadır. Birleşme işleminde, özkaynak yönteminin uygulanması halinde sadece bu yönteme göre, özkaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde ise hem özkaynak yöntemi hem de seçilen diğer yönteme göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesi zorunlu tutulmaktadır.

- iv. Uzman Kuruluş İncelemesi: Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacı ile 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 yapılmakta ve söz konusu inceleme rapora bağlanmaktadır. Bu raporun Kurul tarafından değerlendirilmesinde Tebliğ (EK/2)'de belirtilen hususlar aranmaktadır. Birleşme işleminde, özkaynak 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 zorunlu tutulmaktadır.
- v. Birleşme Sözleşmesinin Hazırlanması: Birleşme sözleşmesi, birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından Tebliğ (EK/3)'te verilen asgari unsurları içerecek şekilde hazırlanmaktadır.
- vi. Yönetim Kurulu Raporu: 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 hazırlanmaktadır.

- vii. Kurula Başvurularak Onay Alınması: Birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantılarından önce Tebliğ (EK/4)'te yer alan belgelerle Kurula başvurularak birleşme işlemi için onay alınması zorunlu tutulmaktadır.
- viii. Pay Sahiplerinin Bilgilendirilmesi: Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde Tebliğ (EK/5)'te, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise Tebliğ (EK/6)'da yer alan örneğe uygun olarak taraflarca hazırlanan ve Kurul tarafından onaylanan duyuru metninin ve eki birleşme sözleşmesinin, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklarca bir gazetenin Türkiye baskısı ile ortaklık merkezinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde; hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen ortaklıklarca mahallinde yayınlanan veya dağıtılan en az iki gazetede, birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce ilan edilerek tasarruf sahiplerine duyurulması zorunlu tutulmaktadır. 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 amacı ile işleme taraf ortaklıkların merkez ve şubelerinde incelemeye açık bulundurulmaktadır.
- ix. Birleşme sözleşmesinin onaylanması ve ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde sermaye artırımı kararı: Kurul'un onayından sonra birleşme sözleşmesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların genel kurullarında onaylanmaktadır. Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde devralan ortaklığın genel kurulunda devralma ve sermaye artırımı kararı alınırken, devrolan ortaklığın genel kurulunda devrolma ve bu suretle infisah kararı alınmaktadır. Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise birleşmeye taraf ortaklıkların genel kurullarında birleşme ve bu suretle infisah kararı alınmaktadır. 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 kararla onaylanmadıkça uygulanamamaktadır.

- x. Kurul Kaydına Alınma: Birleşmeye taraf ortaklıkların genel kurul toplantılarını takip eden 15 gün içerisinde;
- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde ihraç edilecek hisse senetleri ile devralan ortaklığın Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerinin,
 - 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 senetlerinin, Kurul kaydına alınması için Tebliğ (EK/7)'deki belgelerle birlikte Kurula başvurulmaktadır.
- xı. Kayda Alma Ücreti: Birleşme işleminde, aşağıda belirtilen esaslar çerçevesinde kayda alma ücreti alınmaktadır.
- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde;
 - Devralan ortaklığın hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi durumunda, birleşme nedeniyle arttırılan sermayeyi temsilen ihraç edilecek hisse senetlerinin nominal değerinden aşağı olmamak koşuluyla kayda almaya ilişkin Kurul Karar tarihindeki Borsa II. Seans kapanış fiyatı üzerinden ve varsa Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerinin nominal değeri üzerinden,
 - Devralan ortaklığın hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmemesi durumunda ise, birleşme nedeniyle arttırılan sermayeyi temsilen ihraç edilecek hisse senetleri ile varsa Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerinin nominal değeri üzerinden,
 - Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise; birleşme nedeniyle tüzel kişilikleri sona eren ortaklıkların Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerine isabet eden sermayelerinin nominal değeri üzerinden, Kanun'un 28'inci maddesine göre % 0,2 oranında kayda alma ücreti, % 0,1 oranında finansal faaliyet harcı alınmaktadır.
- xii. Hisse Senetlerinin Teslim Esasları: Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından sonra, dağıtılacağı yerler dağıtımın başlayacağı tarihten en az 2 iş günü önce, Tebliğ (EK/8)'de verilen örneğe uygun olarak hazırlanan hisse senetlerinin dağıtımına ilişkin duyuru ile Tebliğ'in 12. md.de belirtilen esaslara

uygun olarak ilan edilmektedir. Esas sermaye sistemindeki ortaklıkların hisse senetlerinin;

- Ortaklık devralma yolu ile birleşme işleminde, sermaye artırımının Ticaret Siciline tescilinden,
- Yeni ortaklık kurulması yolu ile birleşme işleminde, yeni kurulacak ortaklığın tescilinden itibaren, hamiline yazılı olmaları halinde 30 gün, nama yazılı olmaları halinde 90 gün içerisinde teslim edilmesi zorunlu tutulmaktadır.

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların hisse senetlerinin değişim işlemine tescile mesnet belgenin tescil tarihinden itibaren 15 gün içerisinde başlanması zorunlu bulunmaktadır.

xiii. Kurul'a Bildirim: Birleşme işlemi çerçevesinde Kurul'a yapılacak bildirimlerin esası Tebliğ'in 16'ncı maddesinde düzenlenmektedir.

Bu kapsamda 30.10.2006 tarihinde Resmi Gazete'de yeni bir düzenleme yayımlanarak bu tebliğe ait bazı değişikliklerin yapıldığı belirtilmektedir. Tebliğin 17. maddesi yeniden düzenmekte, tebliğin 18. maddesinin üçüncü fıkrası ve 9 ve 10 numaralı ekleri Tebliğ metninden çıkarılmaktadır.⁴¹⁷

Sermaye Piyasası Kanunu'nun "kamunun aydınlatılmasında özel durumlar" başlıklı 16. maddesinin A bendine bakıldığında, Sermaye Piyasası Kurulu'na özellikle küçük pay sahiplerinin zarar görmesini engellemek üzere düzenleme yetkisi verildiği görülmektedir. Bahsedilen düzenlemede, birleşme ve devralmalar ile ilgili olarak da Sermaye Piyasası Kurulu'na yetki verildiği ifade edilmektedir. Bu yüzden Sermaye Piyasası Kurulu, birleşme ve devralmalara ilişkin düzenlemeleri çeşitli tebliğler aracılığı ile sağlamaktadır. Bu konuda Kurulca yapılan ilk düzenlemede, SPK'nın Seri I 26 no.lu Tebliğ'inin 12. maddesinde birleşme veya devir almada taraf olan ve bünyesinde birleşilecek şirketin halka açık olması durumunda birleşme veya devir alma sonucunda çıkarılacak hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından bahsedilmektedir. Birleşmenin yeni kurulacak halka açık bir anonim ortaklıkta gerçekleşmesi halinde, ortaklığın hisse senetlerinin yeni kurulan herhangi bir halka açık anonim ortaklıkta olduğu gibi SPK'ca istenen işlemler sonucunda Kurul kaydına alınması gerekmektedir. Ayrıca, Tebliğ'in eklerinden (Ek 5 – A)'da ifade bulunduğu üzere, Sermaye Piyasası

⁴¹⁷ Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Seri I, No. 35, <http://www.spk.gov.tr>, (9 Kasım 2006)

Kurulu'nun istediği bilgi ve belgelerin hazırlanarak, birleşme sözleşmesinin onaylanacağı şirket genel kurul toplantısı öncesinde Kurul'a ulaştırılmasının gerektiği belirtilmektedir.⁴¹⁸

4.1.3. Rekabet Hukuku Açısından Firma Birleşmeleri

Özellikle 90'lı yıllarla beraber yoğunlaşmaya başlayan birleşme ve satınalma faaliyetlerinin düzenlemelere tabii olması kaçınılmaz olmuştur. Bu konuda 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun (RKHK), en önemli düzenlemelerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kanunun yürürlüğe girmesi ile beraber, firmalar arasında rekabeti sekteye uğratabilecek uygulamalara engel olmak üzere Rekabet Kurumu görevlendirilmektedir. Kontrolün el değiştirmesine neden olacak bir birleşme ya da satınalma faaliyeti söz konusu olduğunda, bu kurumdan izin alınması şart koşulmaktadır. Buna göre, aynı grubun kontrolü altında olan firma birleşmeleri Rekabet Hukuku anlamında birleşme ya da satınalma sayılmamaktadır. Bu koşul sağlandığı takdirde dahi, işlem taraflarının toplam piyasa paylarının %25'i veya bir önceki yıl elde edilen toplam cironun 25 trilyon TL.yi geçtiği durumda da bildirim zorunluluğu olduğu ifade edilmektedir.⁴¹⁹

4054 sayılı RKHK'nın 1994 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmesi öncesinde rekabet konusu ile ilgili düzenlemeler, TTK'nın haksız rekabete ilişkin hükümleri ve Medeni Kanun'un 2. maddesinde yer alan dürüstlük kuralı ile düzenlenmeye çalışılıyorken, bu düzenlemelerin piyasanın ihtiyaçlarına cevap vermediğinin görülmesi ile beraber RKHK'nın hazırlanması ve yürürlüğe girmesi sağlanmıştır. Bu kanunun uygulanabilmesi ve işlerlik kazanması ise, Rekabet Kurumu'nun oluşturulması sayesinde gerçekleşmiştir.⁴²⁰

Rekabet Hukuku, birleşme faaliyetlerini, teşebbüslerin bir teşebbüsün bünyesinde toplanarak tekelleşmeye yol açtıkları için tehlikeli görmekte ve denetlemektedir. Birleşmeler tekelleşmeye neden olmasalar bile, piyasada hakim duruma gelme veya

⁴¹⁸ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 115 – 116.

⁴¹⁹ Nurhan AYDIN, "Birleşme ve Satınalmalarda İşletme Değerlemesi", içinde **Şirket Birleşmeleri**, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, s. 203 – 204.

⁴²⁰ A. Lerzan YILMAZ, "Türk ve AT Hukukunda Teşebbüslerin ve Bankaların Birleşme ve Devralınmaları", içinde **Şirket Birleşmeleri**, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, s. 141.

hakim durumu güçlendirme etkilerine sahip olabilmektedirler. Bu sonuç dahi, rekabeti bozucu, kısıtlayıcı ya da engelleyici unsurları beraberinde getirebilmektedir. Rekabet Hukuku'ndaki birleşme tanımlamasının, TTK'nın açıklamalarından daha geniş olduğu görülmektedir. TTK hükümlerinde düzenlenen birleşmeler de dahil olmak üzere, bir teşebbüs üzerinde hakimiyet kuran veya o teşebbüsün karar almasını etkileyen (bir anlamda engelleyen) bütün mal varlığı, pay ve hak devirlerini de kapsamaktadır.⁴²¹

Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un 7. maddesinde "Bir ya da birden fazla teşebbüsün hâkim durum yaratmaya veya hâkim 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." denmektedir. Aynı maddenin devamında, hangi tür birleşme ve devralmaların hukukî geçerlilik kazanabilmesi için Kurul'a bildirilerek izin alınması gerektiğinin Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle ilan edileceği belirtilmektedir.⁴²²

Aynı kanunun 10 maddesinde "7. madde kapsamına giren birleşme veya devralma anlaşmaları Kurula bildirildiği tarihten itibaren Kurul, onbeş gün içinde yapacağı ön inceleme sonucunda birleşme veya devralma işlemine ya izin vermek ya da bu işlemi nihai incelemeye almaya karar verdiği takdirde, ön itirazını bildiren yazısı ile birlikte birleşme veya devralma işleminin nihai karara kadar askıda olduğunu ve uygulamaya sokulamayacağını, gerekli gördüğü diğer tedbirlerle birlikte ilgililere usulüne göre tebliğ etmek zorundadır. Bu durumda, bu Kanunun 40 ila 59 uncu maddeleri hükümleri uygulanır." denmektedir. Ayrıca, Kurul'un süresi içinde birleşme veya devralmaya ilişkin müracaata herhangi bir cevap vermediği ya da herhangi bir işlem yapmadığı hallerde, birleşme veya devralma anlaşmaları bildirim tarihinden 30 gün sonra yürürlüğe girerek hukukî geçerlilik kazanacağı da belirtilmektedir.⁴²³

⁴²¹ Reha POROY, Ünal TEKİNALP, Ersin ÇAMOĞLU, a.g.e., s. 122.

⁴²² Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 4054 sayı, 13.12.1994 tarih, Resmi Gazete 13.12.1994, Sayı. 22140.

⁴²³ Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 4054 sayı, 13.12.1994 tarih, Resmi Gazete 13.12.1994, Sayı 22140.

Sonuç olarak Rekabet Hukuku'nun, serbest rekabet ortamının ve piyasalarda etkin rekabetin sağlanması, bunun yanında piyasaya hakim kuruluşların monopol piyasaları oluşturmalarının engellenmesi amacı ile ortaya çıktığı görülmektedir. Herhangi bir düzenleme olmaması halinde ortaya çıkacak olan tekelleşme, küçük orta boy firmaların piyasaya girmelerini engellemekle kalmayacak, piyasada fiyat oluşumundaki serbestliğin de önünü keserek ekonominin tümü için olumsuz sonuçların doğmasına neden olacaktır. Tüm bu sakıncaları ortadan kaldırmak amacıyla ile ülkelerin iç hukuklarında, rekabeti düzenleyici yasalar çıkarmaları kaçınılmaz olmaktadır. Daha da önemlisi, giderek artan küreselleşme olgusu nedeni ile bu türlü düzenlemelerin uluslararası boyuta taşındığı görülmektedir.⁴²⁴

4.1.4. Vergi Hukuku Açısından Firma Birleşmeleri

Birleşme ve satınalma faaliyetleri sonucunda gelir elde edilmesi nedeni ile vergi hukuku alanında da konuya ait düzenlemeler yapıldığı görülmektedir. Ancak bazı vergi hukuku sistemlerinden farklı olarak Türkiye'de bu konu, özel bir kanun ile düzenlenmektedir. Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) md. 36 – 39 arasındaki hükümleri, birleşme ve satınalma alanında gerçekleştirilen işlemleri, vergisel anlamda düzenlemektedir. Bunun yanı sıra, vergi hukukunun özel hukuk olay ve işlemlerinin üzerine kurulması dolayısıyla KVK'da özel bir düzenleme bulunmadığı takdirde, KVK' da yer alan düzenlemelere aykırılık taşımamak kaydı ile, TTK'daki düzenlemelerin dikkate alınmasının gerektiği belirtilmektedir.⁴²⁵

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 36. maddesine birleşme ile ilgili hükme yer verilmektedir: "Bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebiyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak birleşmede tasfiye kârı yerine birleşme kârı vergiye matrah olur. Tasfiye kârının tespiti hakkındaki hükümler birleşme kârının tespitinde de caridir. Şu farkla ki, münfesi kurumun veya kurumların ortaklarına veya sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya vasıta ile verilen değerler, kurumun tasfiyesi halinde ortaklara dağıtılan değerler yerine geçer.

⁴²⁴ A. Lerzan YILMAZ, a.g.m., s.139.

⁴²⁵ Funda BAŞARAN YAĞAŞLAR, "Birleşen Sermaye Şirketi Ortaklarının Vergilendirilmesi", içinde **Şirket Birleşmeleri**, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, s.112.

Birleşilen kurumdan alınan değerler Vergi Usul Kanunu'nda yazılı esaslara göre değerlendirilir." hükmüne yer verilmektedir.⁴²⁶

Bu hükmün, Ticaret Kanunu'na göre iki farklı düzenleme getirdiği görülmektedir. Birincisi, Ticaret Kanunu'nda yeni bir şirket kurulması ve devir yolu ile birleşmenin farklı düzenlendiği görülmekte iken, Kurumlar Vergisi'nde aynı düzenlemelere tabi olduğu ifade edilmektedir. İkincisi ise, birleşmenin Ticaret Kanunu'nda tasfiyesiz infisah olarak kabul edilmesine karşın, Kurumlar Vergisi'nde tasfiye hükmünde sayılıyor olmasıdır. Kurumlar Vergisi'ndeki bu farklı düzenlemenin ana amacı, tamamen kamu menfaatinin ilgilendirmektir. Şöyle ki, birleşen kurum için tasfiye niteliğinde olan ekonomik bir olgunun vergi dışı bırakılmasını engellemek ve bu yolla birleşen kurum bilançosunda yer alan ya da görünmeyen değerler ile gizli yedeklerin diğer bir kuruma aktarılıp vergisi ödenmeden sermayeye dönüştürülmesi engellenmek istenmektedir.⁴²⁷

Birleşme ve satınalmalar açısından vergi kanunlarındaki düzenlemeler firmaların türlerine göre farklılıklar göstermektedir. Sermaye şirketi statüsünde olan anonim ve limited şirketlerin kazançlarının Kurumlar Vergisi hükümlerine tabii olduğu görülürken, şahıs şirketi olan kollektif ve komandit şirketlerin ortaklarının ve ferdi şirket sahiplerinin ticari kazanç olarak nitelenen kazançları Gelir Vergisi'ne tabii tutulmaktadır. Sermaye şirketlerinin birleşme hükümleri KVK' da açıklanırken, şahıs şirketlerinin bu konuya ait düzenlemelerinin Gelir Vergisi Kanunu'nda (GVK) yer almaması, uygulamada GVK'nın ve KVK'nın ilgili hükümlerinin yorumlanması sonucunu doğurmaktadır.⁴²⁸

Kurumlar Vergisi Kanunu birleşmeyi sınıflandırmamaktadır. Hatta m.19'a göre "birleşme" kavramı yalnızca devir niteliğindeki birleşmeleri karşılamaktadır. Kanun'un 18. maddesinde birleşme, birleşen kurumlar açısından tasfiye hükmünde görülmektedir. Bu nedenle, tasfiye işleminde olduğu şekli ile infisah eden kurumlardan, birleşme dönemine ait kâr/zarar tespiti yapmaları ve beyan etmeleri beklenmektedir. Aynı maddeye göre, birleşen kurumların, birleşme dönemi kâr/zararına göre vergilendirilmeleri de söz konusudur. Madde 19'da ise, belli koşulların sağlanması

⁴²⁶ Funda BAŞARAN YAVAŞLAR, a.g.m., s.114.

⁴²⁷ Ahmet KAVAK, "Vergi Mevzuatında Şirket Birleşme ve Bölünmeleri", Ankara Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, **Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu - V**, 26 Şubat – 2 Mart 2006, Antalya, s. 99.

⁴²⁸ Hüseyin AKAY, a.g.e., s. 70.

halinde birleşmenin devir hükmünde sayılacağı, madde 20’de ise, devir niteliğindeki birleşmelerin vergilendirilmeyeceği belirtilmektedir. Özetle belirtilmesi gerekirse, KVK’da yer alan birleşme türleri, devir yolu ile birleşme, bölünme yolu ile birleşme ve hisse değişimi yolu ile birleşmedir. Bunlardan devir yolu ile birleşmenin iki türü bulunmaktadır. İlki, vergili birleşmedir ve KVK madde 18 ile düzenlenmektedir. Diğeri vergisiz birleşmedir ve KVK madde 19’da düzenlenmektedir. Bölünme yolu ile birleşme ve hisse değişimi yolu ile birleşme ise vergisiz birleşmedir ve KVK madde 19’da düzenlenmektedir.⁴²⁹

Vergili birleşmelerde birleşmeye taraf olan her bir firmanın varlıklarının yeniden değerlendirmesi yapılarak birleşme kârının hesaplanıp, bu kârın ilgili vergi dairesine bir beyanname şeklinde bildirilmesi ve tahakkuk eden verginin ödenmesi gerekmektedir. Ancak, birleşmede vergi matrahını oluşturacak kârın sadece birleşme kârı olmayabileceğinin de bilinmesi gerekmektedir. Birleşen firmanın ortaklarının, birleşen firmadan aynı ya da nakdi başka kıymetler de alması halinde bu kıymetlerinde yeniden değerlendirilmesi ve sonucun, belirlenen birleşme kârına eklenmesi gerekmektedir. Birleşme sonucunda oluşan ve Kurumlar Vergisi’ne göre vergilendirilecek olan birleşme kârı, devredilen şirketin birleşme sonrasında oluşturulan bilançosundaki özvarlık toplamı ile birleşme öncesindeki bilançonun özvarlık toplamı arasındaki farktan oluşmaktadır. Özvarlık toplamı, aktif toplamdan borçlar düşüldükten sonra bulunmaktadır. Burada hesaplamaya konu olan aktif toplamın ise, birikmiş amortisman ve karşılıklardan arındırılmış olması gerekmektedir.⁴³⁰

Vergisiz birleşmenin temelinde, bir firmanın kayıtlı değerleri ile bütün halinde başka bir firmanın bünyesinde devam etmesi bulunmaktadır. Bir başka ifade ile bütün halinde satışı söz konusu değildir. Yalnızca tüzel kişilik değişikliği olarak algılanabilecek bu birleşmelerde vergisel bir yükümlülük çoğu zaman doğmamaktadır. KVK’ya göre, bir birleşmenin vergisiz olması için devir niteliğinde olması ve bazı şartların yerine gelmesi gereklidir. Bahsedilen koşulların şu şekilde ifade edilebilmektedir:⁴³¹

- i. Birleşme sonucunda infisah eden işletme ile birleşilen işletmenin kanuni veya iş merkezleri Türkiye’de bulunacaktır (KVK m. 19/1/a)

⁴²⁹ Aydın KARAPINAR, Eylül 2006, a.g.e., s. 42 – 43.

⁴³⁰ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 121.

⁴³¹ Aydın KARAPINAR, Eylül 2006, s. 48.

- ii. Münfesih işletmenin devir tarihindeki bilanço değeri, birleşilen işletme tarafından bir bütün halinde devralınacak ve aynen bilançosuna geçirilecektir (KVK m. 19/1/b)
- iii. Devir tarihi itibarıyla hazırlanacak ve müştereken imzalanacak münfesih kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesi ile 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 imzalayacakları münfesih kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesini, birleşmenin Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edildiği tarihten itibaren otuz gün içinde münfesih kurumun bağlı bulunduğu vergi dairesine verecektir (KVK m. 20/1).
- iv. Birleşilen işletme, münfesih işletmenin tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer ödevlerini yerine getireceğini münfesih kurumun birleşme sebebi ile vereceği kurumlar vergisi beyannamesinin ekinde vereceği bir taahütname ile taahüt eder. Mahallin en büyük mal memuru bu hususta birleşilen işletmeden ayrıca teminat isteyebilir (KVK m. 20/1).

Vergisiz birleşmede, bütün halinde bilanço kalemlerinin devri esastır. Tüm bilanço kalemleri, net defter değeri ile kaydedilmek zorundadır. Birleşilen işletmeye, bilanço kalemlerinin rayiç değerleri kayıt edilmesi halinde vergisiz birleşme söz konusu olmayacaktır.⁴³²

4.2. TÜRKİYE'DE GERÇEKLEŞEN BİRLEŞME VE SATINALMALAR

Ülkemizde, 20. yüzyılın ortalarından itibaren birleşme ve satınalmaların 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 satınalmaların kullanıldığı görülmektedir. Türkiye'de

⁴³² Aydın KARAPINAR, Eylül 2006, a.g.e., s. 49.

birleşme ve satınalmaların temel ilkelerine uygun olarak yoğunlaşması 1995 yılı sonrasına denk gelmektedir.⁴³³ Türkiye’de firma birleşme ve satınalmalarına verilen önemin, 1968 – 1972 dönemini içeren İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı’ndan itibaren artış göstermesinin nedeni, bahsedilen planda hedeflendiği üzere, firmaların büyümelerinin istenmesidir. Bu kapsamda özellikle firmaların sermaye artırımında bulunmalarının ve birleşmelerinin teşvik edildiği görülmektedir.⁴³⁴ 1990’lı yılların ortalarından itibaren temeli daha anlamlı dayanaklara oturan birleşme ve satınalma faaliyetlerinin sayılarında artış yaşandığı bilinmektedir.

Ülkemizde, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin durumunun incelendiği çalışmaların oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Bu sınırlı sayıdaki çalışmalarda da özellikle finans sektöründe gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetleri üzerinde durulduğu söylenebilir. Küresel gelişmelere paralel olmak üzere, Türk bankacılık sektörünün, yabancı ülkelerin aynı sektörleri ile büyük bir entegrasyon isteği içinde olduğu dikkat çekmektedir. Çok sayıda ülkede açılan şube ve temsilcilikler, bu durumun kanıtı olarak gösterilmektedir. Ancak yine de gelişmiş piyasalarda faaliyet gösteren bankalar ile aramızdaki farklılığın önemli boyutlarda olduğunun bilinmesi gerekmektedir. Bu anlamda bankalarımızın en önemli eksikliklerinin aktif ve öz kaynak büyüklüklerinde olduğu görülmektedir. Ardından kriz yönetimi, insan gücü kalitesi, küreselleşme gibi yapısal sorunlar da bilinen engeller olarak karşımızda durmaktadır. Bankacılık sektörünün bu türlü sorunlarının çözüm yöntemlerinden biri olarak, küresel piyasalara açılma stratejisi, önemli bir anahtar olarak ortaya çıkmaktadır. Türk bankacılık sektöründe stratejik odaklı birleşme ve satınalmaların gerçek anlamda 2001 yılı içerisinde başladığı kabul edilmektedir. Bu anlamda ilk sınır ötesi işlem olarak, HSBC’nin, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesinde bulunan Demirbank’ı 350 milyon \$’a almasının oldukça önemli bir açılıma neden olduğu söylenebilmektedir. Yerel olarak ilk birleşmenin ise, Doğuş Grubu bünyesinde bulunan Osmanlı Bankası ile Körfez Bank arasında gerçekleştiği bilinmektedir. Bu iki önemli işlem, ülkemizde

⁴³³ Cevat SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 95 – 96.

⁴³⁴ Mehmet BAHTİYAR, “Türk Ticaret Kanunu ile Avrupa Birliği’nin Üçüncü Konyey Yönergesi Açısından Anonim Ortaklık Birleşmeleri ve Denetimi”, içinde **Şirket Birleşmeleri**, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, s.5

bankacılık sektöründeki birleşme ve satınalma faaliyetlerinin önemli örnekleri olarak gösterilmektedir.⁴³⁵

Firma birleşme ve satınalmaları konusunda ülkemizde yaşanan gelişmelerin takibi, verilerin derli toplu olmaması ve bu verilere ulaşılmasındaki sorunlar nedeni ile büyük zorluklar taşımaktadır. Son dört yıldır, Ernst&Young tarafından hazırlanan raporlarda, bu alanda değerlendirme yapılmasına öncü olabilecek bilgilere ulaşabilmek nisbeten kolaylaşmış sayılmaktadır. Firma, 2002 yılından başlamak üzere ülkemizde gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin seyrini ve Dünya ile kıyaslamasını içeren ayrıntılı raporları ile gündeme gelmektedir. Bu rapordan elde edilen bilgilere göre, ülkemizde son dört yıl içinde gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin işlem adetleri ve değerleri (bütün işlem değerleri açıklanmadığı için, sadece işlem değeri açıklananlar tabloda yer almaktadır) Tablo 4.1.'de gösterilmektedir.

Ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetleri gerek sayı gerekse değer olarak her geçen yıl artmaktadır. Ancak en çok dikkati çeken artışın 2005 yılı içerisinde olduğu ise özellikle vurgulanmalıdır. Bu artış özellikle işlem değerinde kendisini göstermektedir. 30,4 milyar \$'lık değer sadece değeri açıklanan işlemlere ait olduğu, bunun dışında değeri açıklanmayan işlemlerin de olduğu dikkate alındığında, toplam değer daha büyük bir meblağı ifade edeceği açıkça görülmektedir.

Tablo 4.1.

2002 – 2005 Döneminde Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satınalmaların İşlem Adetleri, İşlem Değeri Belirtilen Firma Sayısı ve Değerleri

Yıl	İşlem Adedi	İşlem Değeri Belirtilen Firma Sayısı	İşlem Değeri (ABD Doları)
2002	54	34	613,7 milyon
2003	80	54	1,4 milyar*
2004	91	67	2,5 milyar
2005	164	93	30,4 milyar

* Aycell ve Aria birleşmesi hariç

Kaynak: Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma Raporu**, 2002, 2003, 2004 ve 2005'den derlenmiştir.

Geçtiğimiz yıl, ülkemizde birleşme ve satınalmalar açısından rekor seviyede işlem hacminin meydana geldiği sıra dışı bir yıl olarak değerlendirilmektedir. Ülkedeki politik istikrar, makro ekonomik verilerin olumlu sonuçlanması, AB ile tam üyelik müzakerelerine başlaması ve küresel anlamda yaşanan iyileşmelerin bu sonuca

⁴³⁵ Burak Cem ŞAHÖZKAN, Bankacılıkta Birleşme ve Satınalma Trendi ve Türk Bankacılığı Açısından İncelenmesi, **Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl. 38, Kasım 2001, s. 37 – 38.

ulaşmamızda önemli unsurlar olduğu öne sürölmektedir. 2005 yılının önemli bir özelliği de özelleştirmelerin büyük yoğunluk kazandığı bir yıl olmasıdır. Özelleştirmeler sonucunda elde edilen işlem değerinin, 2005 yılı içerisinde gerçekleşen toplam işlem değerinin %51'ini oluşturduğu belirtilmektedir. Özellikle de Türk Telekom özelleştirmesinin kendi başına toplam işlem hacminin %22'sini oluşturduğunun altı çizilmektedir. Bunun dışında Erdemir ve Tüpraş özelleştirmelerinin de 2005 yılına rastlaması sonucunda, yüksek bir toplam işlem hacmine ulaşıldığı görölmektedir.

Bir diğer boyut olan yabancılar açısından birleşme ve satınalmalara bakıldığında, yabancıların 2005 yılında Türkiye'yi keşfettikleri dikkatleri çekmektedir. 2003 ve 2004 yıllarında sırası ile 20 ve 18 olan yabancı işlem sayısının, bahsedilen yılda 61'i bulunduğu görölmektedir. Bu işlemlerin toplam değerinin ise, 17 milyar ABD dolarına ulaştığı ifade edilmektedir. 164 işlemin 103'ü Türkler tarafından gerçekleştirilirken, geri kalan işlemler için Avrupalıların ön planda olduğu belirtilmektedir. Yabancı şirketlerin gerçekleştirdiği toplam 61 adet işlemin 35'inin Avrupalı şirketlerce gerçekleştirildiği görölmektedir. Ayrıca, Körfez bölgesinde biriken fonların bir kısmının da, Türkiye piyasasına akış halinde olduğu, özellikle Türk Telekom ihalesinde göz önüne çıkmaktadır. Bunun yanında son beş yıldır Türkiye'deki yatırımlarını elden çıkararak ABD'li ve Japon yatırımcıların tekrar geri dönme eğiliminde olduğu da dikkate değer bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.⁴³⁶

2005 yılı içerisinde gerçekleşen en büyük on işleme bakıldığında telekomünikasyon, enerji, bankacılık ve alt yapı gibi stratejik öneme sahip sektörlerin öne çıktığı görölmektedir. Bu işlemler arasında ilk iki sıradaki alıcıların, yabancı alıcılar oldukları belirtilmeye değer görölmektedir. Birinci sırada Saudi Oger firmasının gerçekleştirdiği Türk Telekom ve ikinci sırada ise Telsim ile Vodafone ihaleleri gelmektedir. Göröldüğu üzere her ikisi de telekomünikasyon sektörünün temsilcileridir. Üçüncü sırada ise Koç – Shell Ortak Girişim Grubu'nun Tüpraş ihalesi gelmektedir. Ayrıca ilk on işlem arasında bankacılık sektörünün önde gelen firmalarının olduğu da görölmektedir. Tablo 4.2.'de ilk on işlem hakkında ayrıntılar verilmektedir.⁴³⁷

⁴³⁶ Ernst&Young, Birleşme ve Satınalma Raporu, Ocak 2006, s. 3 - 7.

⁴³⁷ Ernst&Young, a.g.e., 2006, s. 10.

Tablo. 4.2.
2005 Yılında Türkiye'de Gerçekleşen On Büyük İşlem

Alıcı Firma	Ülke	Hedef Firma	Sektör	Hisse Oranı (%)	İşlem Değeri (Milyon \$)
Saudi Oger	S. Arabistan	Türk Telekom	Telekomünikasyon	55	6.550
Vodafone	İngiltere	Telsim	Telekomünikasyon	G/D	4.550
Koç-Shell OGG	Türkiye	Tüpraş	Enerji	51	4.140
Oyak-Arcelor	Türkiye	Erdemir	Demir-Çelik	49,3	2.960
GE Capital	ABD	Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	25,5	1.805
Alfa Group	Rusya	Turkcell	Telekomünikasyon	13,2	1.590
Koçbank	Türkiye	YKB	Finansal Hizmetler	57,4	1.508
Fortis	Belçika	Dışbank	Finansal Hizmetler	89,3	1.160
PSA-Akfen OGG	Singapur	TCDD Mersin Limanı	Liman Hizmetleri	G/D	755
Doğan Şrk. Gr.	Türkiye	POAŞ	Enerji	44,1	616

Kaynak: Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma Raporu**, Ocak 2006, s. 10.

2004 yılında gerçekleşen birleşme ve satınalmaların sektörel dağılımına bakıldığında, geçmiş yıllara kıyaslandığında çok da hareketlilik gözlenmeyen madencilik ve turizm sektöründe, bu yıl içinde iki büyük işlem görülmektedir. Madencilik sektöründe gerçekleşen 14 işlemin 11 adedi, özelleştirme kapsamındaki şirketlerin satışıdır. Turizm sektöründe ise Çukurova Grubu ile Vakıfbank'ın bankacılık dışı varlıklarını elden çıkarma kararı ile büyük bir artışa neden oldukları görülmektedir. İşlem adedi olarak genellikle üst sıralarda yer alan finansal hizmetler sektöründe ise, daha çok aracı kurum, leasing ve factoring şirketlerindeki satınalmaların ön plana çıktığı görülmektedir. Ancak, değer olarak bakıldığında, bu işlemler büyük anlam ifade etmemektedir. Hedef şirketlerin sektörel değerlendirilmesine işlem değeri olarak bakıldığında, 2004 yılında en yüksek işlem değerinin enerji sektöründe gerçekleştiği görülmektedir. Bu alanda en büyük iki işlem, Enka Grubu ve Oyak Grubu tarafından gerçekleştirilmiştir. İkinci en önemli işlem değeri, turizm sektöründe meydana gelmiştir. Burada, daha önce de değinildiği üzere, Çukurova ve Vakıfbank işlemlerin önemli değerlere ulaştığı görülmektedir. Diğer sektör ise hizmet sektörü olarak belirtilmektedir. Özellikle Araç Muayene İstasyonları'nın özelleştirilmesinin, hizmet sektörünü üst sıralara taşımayı başardığı görülmektedir.⁴³⁸

⁴³⁸ Ernst&Young, Birleşme ve Satınalma Raporu, Ocak 2005, s. 6 – 7.

Ülkemizde 2003 yılı için en çok birleşme ve satınalmaların, gıda ve yiyecek sektöründe (11 adet) gerçekleştiği belirtilmektedir. Bunun ardından, finansal hizmetler alanında meydana gelen işlemlerden bahsedilmektedir. Bu alanda da 8 adet işlem gerçekleştiği belirtilmektedir. 2002 için ise, yine aynı sektörlerde çok sayıda hareket olduğu görülmekte ancak sıralamanın değiştiği ifade edilmektedir. Çok daha önemli olduğu düşünülen bir faktör olan, işlem hacmi açısından yapılan değerlendirmede ise her iki dönem için, gıda ve yiyecek sektörünün ön planda olduğu göze çarpmaktadır.⁴³⁹

Son yıllarda Türkiye’de gerek yerel gerek sınır ötesi boyutta işlem sayısında ve işlem değerinde artışlar ile karşılaşıldığı açıkça görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye’de yaşanan gelişmelerin, Dünya ile paralel olduğunu söylemek mümkündür. Burada asıl önemli olan nokta, dışarıdakilerin ülkemize olan ilgilerinin ne durumda olduğudur. Kanımızca, yabancı firmaların ülkemizde gerçekleştirilen birleşme ve satınalma faaliyetlerine gösterdikleri ilginin düzeyi, küresel ekonomi içerisindeki yerimizi belirlemede önemli bir gösterge olarak yorumlanabilmektedir. Bu çerçevede rakamların, gerçekleri açıkça ortaya koyabileceği düşünülmektedir. Tablo 4.3. Bu amaçla derlenmiştir.

Tablo 4.3.
Türkiye’deki Birleşme ve Satınalma Faaliyetlerinde Alıcı Ülkelerin İşlem Adedi ve İşlem Değeri Açısından Payları

Yıl	Ülke	İşlem	İşlem Değeri (\$)	Yıl	Ülke	İşlem	İşlem Değeri (\$)
2002	Türkiye	35	367,5 milyon	2003	Türkiye	60	887,4 milyon
	Almanya	3	8 milyon		Almanya	3	159,1 milyon
	İngiltere	5	101,1 milyon		İngiltere	3	154 milyon
	ABD	2	85 milyon		ABD	1	6,4 milyon
	Diğer	9	52,1 milyon		Diğer	13	193,1 milyon
2004	Türkiye	73	2,18 milyar	2005	Türkiye	103	13,114 milyar
	Almanya	2	2,6 milyon		İngiltere	5	4,661 milyar
	İngiltere	4	9,2 milyon		ABD	8	1,820 milyar
	ABD	2	3,0 milyon		Yunanistan	5	104 milyon
	Diğer	10	305,2 milyon		Diğer	34	10,667 milyar

Kaynak: Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma Raporu**, Ocak 2005, s. 4, Ocak 2006 s. 6, Derlenmiştir.

Yabancı yatırımcıların ülkemize olan ilgileri, birleşme ve satınalmalara taraf olan yabancıların gerçekleştirdikleri işlem değerleri ile de ortaya çıkmaktadır. Örneğin 2002 yılında yabancı firmaların ülkemizde gerçekleştirdikleri birleşme ve satınalmaların

⁴³⁹ Ernst&Young, Birleşme ve Satınalma Raporu, Ocak 2004, s. 6.

açıklanan değerinin 250 milyon ABD dolarını bulduğu ifade edilmektedir. Belirtilen rakam içerisinde işlem değeri açıklanmayan faaliyetlerin de olduğu göz önüne alındığında, bu kapsamdaki işlem değerinin toplam büyüklüğünün, Türk firmalarının alımlarının değerinden daha büyük olduğu tahmin edilmektedir.⁴⁴⁰ 2004 yılına gelindiğinde yabancı firmaların ülkemizde gerçekleştirdikleri birleşme ve satınalmaların açıklanan değerinin 356 milyon dolar ile 2003 yılının altında kaldığı görülmektedir. Ancak belirtilen değerin Türk firmaları tarafından gerçekleştirilen işlemlerin değerinden daha düşük kaldığının da altı çizilmektedir. Buna bağlı olarak, birleşme ve satınalmalar konusunda yabancı alıcıların ülkemize olan ilgilerinin hala sınırlı kaldığı söylenebilmektedir.⁴⁴¹

Türk piyasalarında özellikle son yıllarda bir artış eğilimi içinde olduğu gözlemlenen birleşme ve satınalmalar, kanımızca ülkemizde araştırmacıların ilgisini bu alana yöneltmesini gerekli kılmaktadır. Ancak analizlerin, henüz gelişmiş ülkelerdeki kadar sağlam ve güvenilir olmasına yetecek olay sayısına ulaşılmamış olduğundan, şu ana kadar oldukça sınırlı kaldığı görülmektedir. Bu alandaki çalışmaların etkinliğinin, güvenilir, tam ve tek bir veri tabanının oluşturulması ile sağlanabileceği düşünülmektedir.

Birleşme ve satınalmalar konusunda ülkemiz piyasalarında gerçekleştirilen analizlerin genellikle birleşen firmaların, birleşme öncesi ve sonrasındaki hisse senedi fiyat performansları üzerine olduğu görülmektedir. Mandacı (2004), olay çalışması yöntemini kullanarak 1998 – 2003 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin almış oldukları birleşme kararlarının hisse senedi fiyatlarına etkilerinin ölçmektedir. Bu çerçevede on iki adet birleşme kararının birleşme öncesindeki on gün ve birleşme sonrasındaki on gün için (-10,+10) firma pay sahiplerine aşırı kazanç sağlayıp sağlamadığı incelenmiştir. Elde edilen sonuçlarda, birleşmeden önceki iki gün ve birleşmeden sonraki ilk gün ortaya çıkan ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirtilmektedir. Duyurudan önceki iki gün için anormal getiri elde edildiği yönündeki sonuç ise, içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığı şeklinde yorumlanmıştır.⁴⁴²

⁴⁴⁰ Ernst&Young, Birleşme ve Satınalma Raporu, Ocak 2003, s. 7.

⁴⁴¹ Ernst&Young, a.g.e., 2005, s. 4 – 5.

⁴⁴² Pınar Evrim MANDACI, “Şirketlerin Birleşme ve Satınalma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın**, Yıl. 19, Sayı. 225, Aralık 2004, s. 123.

Mandacı'nın (2005) bir başka çalışmasında 1998 – 2000 döneminde meydana gelen 14 adet birleşme ve satınalma değerlendirmeye alınmaktadır. Bu çalışmada, birleşmelerin firmaların likiditesi, borç oranı, devir hızı ve kârlılığı üzerine etkileri analiz edilmektedir. Sonuçlarda, değerlendirme dönemindeki birleşmelerin kârlılığı arttırmadığı, aksine birleşen firmalarda aktif kârlılığının azaldığı görülmektedir. Aynı çalışmada, birleşmelerin firmaların likiditesi üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu ifade edilmektedir. Dahası birleşen firmaların cari ve likidite oranlarının düştüğü, dolayısıyla kısa vadeli borçları ödeme gücünün zayıfladığı görülmektedir. Bu dönemde gerçekleştirilen birleşmelerin, firmaların pazar payını ve satışlarını arttırdığını söylemenin de yanlış olacağı belirtilmektedir. Kârlılık oranlarının birleşmenin ardından düşüş göstermesi, satışlardaki azalma ya da maliyetlerdeki artışa bağlanmaktadır. Genel olarak, ele alınan on dört birleşme olayının şirketlerin performansına olumlu olmayan bir etki gösterdiği ifade edilmektedir. Bir yandan da, birleşme neticesinde firmaların borçlarının artmadığı ya da aktiflerindeki artışın borçlardaki artıştan daha yüksek olduğunun da altı çizilmektedir.⁴⁴³

Çukur ve Eryiğit'in (2006) çalışmalarında, yine olay çalışması yöntemi kullanılarak 2004 – 2005 döneminde Türk Bankacılık sektöründe meydana gelen beş adet birleşme ve satınalmanın, hisse senetlerinin getirileri üzerinde (-10, +10) dönemdeki değişim incelenmektedir. Buna göre, birleşme ve satınalmaların görüşmelerinin başlamasının yatırımcılar tarafından olumlu algılandığı görülmektedir. Olay günündeki aşırı getirilerin, olayın ardından gelen on gün içinde devam ettiği belirtilmektedir. Bu durum, olumlu etkinin devamı olarak yorumlanmaktadır. İkinci olarak, hisse devri anlaşmasının ardından bu etki değerlendirilmekte ve bu dönem için ise, ilk durumda olduğundan daha az güçlü bir etki ile karşılaşıldığı belirtilmektedir. Buradan çıkan sonuç, yatırımcılar için, birleşme görüşmelerine başlamasının birleşmenin gerçekleşeceği anlamına geldiği şeklinde yorumlanmaktadır.⁴⁴⁴

⁴⁴³ Pınar Evrim MANDACI, "Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı ve Performansına Etkileri", **İktisat, İşletme ve Finans**, İnceleme – Araştırma, Yıl. 20, Ağustos 2005, s. 65 – 67.

⁴⁴⁴ Sadık ÇUKUR, Resul ERYİĞİT, "Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl. 21, Sayı. 243, Haziran 2006, s. 106.

Yörük ve Ban (2006) ise, Türkiye’de 1997 – 2004 döneminde gıda sektöründe meydana gelen sekiz adet birleşme ve satınalma işleminin (-6,+6) aylık dönemde hisse senedi fiyat performanslarını incelemektedirler. Sonuçlarında belirtilen dönem için birleşen şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparak aşırı getiri elde edilmesinin mümkün olmadığı belirtilmektedir. Buna karşın (-5,+5) günlük dönemde ise küçük tutarlarda da olsa birleşecek firmaların hisselerine yatırım yapılabileceği ifade edilmektedir.⁴⁴⁵

Ülkemiz ile Avrupa Birliği arasındaki üyelik müzakerelerinin başlaması ile beraber, makro ekonomik istikrarın uzun vadeli olabileceğine dair inancın güçlenmesi şartı ile yabancı yatırımcıların ilgisinin daha da artması mümkün olabilecektir. Bu durumda ülkemiz firmalarının, global birer oyuncu olmasına katkı sağlayacak birleşme ve satınalma faaliyetlerinin yukarı doğru bir eğilim sergilemesi beklenmektedir. Ancak bu konudaki temel şartın politik ve ekonomik istikrar olduğu tekrar ifade edilmelidir. Özellikle finans sektöründe yaşanan yabancı yatırımcı ilgisi, bu öngörüğü destekleyecek niteliktedir. Oldukça büyük miktarlara ulaşan sermayeye yön vermeye çalışan oyuncuların dikkati, uzun vadeli ekonomik ve politik istikrar ve yatırımların önündeki yasal engellerin kaldırılması ile çekilebildiği takdirde, ülkemizde gelecek yıllarda birleşme ve satınalmaların daha da önemli büyüklüklere ulaşabilmesinin mümkün kılınabileceği düşünülmektedir.

4.3. ARAŞTIRMA

Bu araştırma, Ocak 1998 – Aralık 2005 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören ve birleşme ve satınalma faaliyetinde bulunan finansal hizmetler sektörü firmalarını kapsamaktadır. Çalışmanın amacı, değerlendirmeye alınan firmaların hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satınalmalara karşı verdikleri tepkinin ortaya konmasıdır. Buna bağlı olarak, birleşme ve satınalmaların alıcı ve hedef firma hissedarlarının servetleri üzerine etkileri analiz edilecektir. Birleşme ve satınalmalar sonucunda, yatırımcıların aşırı getiri ile karşılaşp karşılaşmadıkları analiz edilecektir.

⁴⁴⁵ Nevin YÖRÜK, Ünsal BAN, “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, Muhasebe Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği (MUFAD), **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı. 40, Nisan 2006, s. 100.

4.3.1. Araştırmanın Kapsam ve Verileri

Araştırmada değerlendirilen dönem içerisinde finansal hizmetler sektöründe 29 adet birleşme ve satınalma faaliyeti gerçekleştiği belirlenmiştir. Bu firmalar, İMKB resmi internet sitesinin Şirket Haberleri sayfası, Merger Market Database ve Ernst & Young Birleşme ve Satınalma İşlemleri Raporları'ndan (2002 – 2005) derlenmiştir. Araştırmaya konu firmaların listesi Ek. 3 'de verilmektedir. Bu şirketlerden, HSBC Holding ve Demirbank T.A.Ş., Unicredito Italiano spa ve Koç Finansal Hizmetler, İş Girişim Sermayesi ve Mars Sinema Turizm ve Sportif Tesisler İşletmesi, borsamızda işlem görmediği için değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Ayrıca, belirlenen olay penceresi içerisinde verileri mevcut olmayan Doğan Hayat Sigorta A.Ş. ve Ray Sigorta A.Ş. ile Denizbank A.Ş. ve Deniz Finansal Kiralama A.Ş. işlemleri de değerlendirmeye alınmamıştır. Bu nedenle analize on yedi alıcı firma ve yedi hedef firma olmak üzere toplam yirmi dört firma ile devam edilmektedir. Çalışmaya temel alınan fiyatlar, günlük ve ikinci seans kapanış fiyatları olarak belirlenmektedir. Çalışmanın kapsamı içerisinde bulunan firmalara ait sermaye arttırımı ve temettü ödemeleri ile ilgili unsurlar firmaların fiyatlarına yansıtılmıştır.

Araştırmada aşırı getiri serilerinin oluşturulmasında kullanılan yöntem Piyasa Modeli'dir. Piyasa Modeli -piyasaya göre düzeltilmiş aşırı getiri analizinde olduğu gibi- piyasa çapındaki hareketleri esas alarak değerlendirme yapılmasını sağlamanın yanı sıra, her bir hisse senedinin sistematik riskinin de değerlendirmeye katılması sebebi ile büyük bir üstünlük taşımaktadır.⁴⁴⁶ Yöntem, olay penceresi içerisinde değerlendirmeye alınan firmanın beklenen getirisi ile gerçekleşen getirisi arasındaki farklılığı göstererek, aşırı getirilerin ölçülmesini sağlamaktadır.

4.3.2. Verilerin Analize Hazır Hale Getirilmesi ve Analizi

Çalışma kapsamında öncelikle birleşme ve satınalmaya konu olan firmaların hisse senedi verileri hazırlanmış, piyasa modeli kullanılarak aşırı getiriler hesaplanmıştır.

4.3.2.1. Birleşme ve Satınalmaya Konu olan Firmaların Hisse Senetlerinin Verilerinin Hazırlanması

⁴⁴⁶ Stephen J. BROWN, Jerold B. WARNER, "Measuring Security Price Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol. 8, September 1980, s. 213.

Çalışmanın amacı, ülkemizde Ocak 1998 – Aralık 2005 döneminde finansal hizmetler sektöründe meydana gelen birleşme ve satınalmaların (-40,+40) olay penceresi içerisindeki fiyat performansının incelenmesidir. Buna bağlı olarak, birleşme ve satınalmaya taraf olan firma pay sahiplerinin aşırı getiri ile karşılaşmış olmalarının analizi yapılmaktadır. Bu dönem içerisinde, bazı firmaların çeşitli nedenler ile işlem görmemesi söz konusu olmuş ise, o firmaya ait gerçekleşen en son günün kapanış fiyatının, işlem görmeyen günler için aynen alındığı ifade edilmelidir. Ayrıca –varsa- sermaye artırım ve/veya temettü ödemesi gerçekleştiren firmalar için bu işlemin yapılmış olduğu tarihten itibaren gerekli düzeltmelerin yapılması gerekmektedir. Değerlendirmeye alınan firmalara ait hisse senetlerinin her biri için gerçekleştirilen düzeltme işleminin ardından analizin esasına geçilmektedir. Aşağıda aşama aşama bu işlemlerin neler olduğu açıklanmaktadır.

4.3.2.2. Aşırı Getirilerin Hesaplanması

Birleşme ve satınalmalar ile ilgili yapılan çalışmalarda en sık kullanılan yöntem olarak fiyat performansı analizleri görülmektedir. Bahsedilen çalışmaların genel adı “olay çalışmaları” olarak geçmektedir.⁴⁴⁷ Hisse senedi fiyat değişimlerini temel alan analizlerde kullanılan olay çalışmalarının hedefi, hisse değerlerinde meydana gelen aşırı getirilerin etkilerinin ölçülmesidir.⁴⁴⁸ Olay çalışmaları, değer yaratılması (ya da yitirilmesi) durumunu en iyi analiz eden yöntemlerden kabul edilmektedir. Bu yöntem pay sahiplerinin birleşme ve satınalmalardan kaynaklanan değer yaratılmasını –ya da değer kaybını - doğrudan doğruya ölçülebilen tek yöntem olarak gösterilmektedir.⁴⁴⁹

Analize başlamak için ilk ve en önemli basamak dönemlerin belirlenmesidir. Değerlendirmelerde iki dönemden söz edilmektedir. Bu dönemlerden birisi, tahmin penceresi, diğeri ise olay penceresidir. Bu tür çalışmalarda genel olarak tercih edilen tahmin penceresi aralığı, günlük verilerin kullanıldığı çalışmalar için 100 ila 300 gün iken, aylık verilerin kullanıldığı çalışmalarda 24 ila 60 ayı içermektedir. Olay penceresi için ise genel olarak kullanılan dönem, günlük veriler ile yapılan çalışmalarda 21 ila 121 gün iken, aylık çalışmalarda 25 ay ila 121 ay arasında değişmektedir.⁴⁵⁰

⁴⁴⁷ Christa H. S. BOUWMAN, a.g.e., s. 9.

⁴⁴⁸ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A SIU, a.g.e., s. 93.

⁴⁴⁹ Jacinto António Setúbal Vidigal Da SILVA, Miguel Coelho Rodrigues DIZ, a.g.e., s. 4.

⁴⁵⁰ Pamela P. PETERSON, “Event Studies: A Review of Issues and Methodology”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 28, Iss. 3, Summer 1989, s. 38.

Olay çalışmalarında “olay penceresi”nin belirlenmesi oldukça önemlidir. Birçok çalışmada uzun dönemli analizlerin yapıldığı görülmektedir. Ancak uzun dönemli analizlerin uygulamada bazı sakıncaları olduğunun altı çizilerek, özellikle istatistiksel testlerin gücünü azaltabileceği belirtilmektedir. Dolayısıyla gerçekleşen olayın anlamlılığı konusunda doğru olmayan sonuçlar çıkarılması söz konusu olabilmektedir. Ayrıca, kısa dönemli çalışmaların olayın anlamlılık etkilerinin ortaya çıkarılmasında daha başarılı sonuçlar verdiği ifade edilmektedir.⁴⁵¹

Olay çalışmalarındaki ilk adım olan tahmin ve olay pencerelerinin belirlenmesinin ardından, t zamanındaki hisse senedinin günlük verimleri hesaplanmaktadır. Bunun için aşağıdaki formül kullanılmaktadır.

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

$R_{i,t}$: i firmasının t zamanındaki günlük verimi

$P_{i,t}$: i firmasına ait hisselerin t zamanındaki piyasa fiyatı

$P_{i,t-1}$: i firmasına ait hisselerin t-1 zamanındaki piyasa fiyatı

Günlük verimlerin hesaplanmasının ardından piyasa endeksinin veriminin elde edilmesi gereklidir. Bunun nedeni, olay çalışmasının temeli olan aşırı getirilerin hesaplanmasında kullanılan ikinci veri setinin endeks verimleri olmasıdır. Çalışma dönemi kapsamında gereken bileşik endeks değerleri, her firma için belirlenen tarihler arasındaki bileşik endeks kapanış değerleri alınarak oluşturulmaktadır. Bu seri yardımı ile, her bir gün için bileşik endeks verimleri hesaplanmaktadır. Aşağıda günlük endeks verimlerinin hesaplanması gösterilmektedir.

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

$R_{m,t}$ = t günü bileşik endeks günlük verimi

$P_{m,t}$ = t günü bileşik endeks kapanış değeri

$P_{m,t-1}$ = t - 1 günü bileşik endeks kapanış değeri

Dördüncü aşamada bu çalışma için belirlenen tahmin dönemindeki 200 gün boyunca [(-240,-41)], OLS (Ordinary Least Squares Method – En Küçük Ortanca Kareler Yöntemi) yöntemi kullanılarak piyasa modeli parametrelerinin tahmini gerçekleştirilmektedir. Piyasa modeli parametreleri, tahmin penceresi içerisinde, regresyon yöntemi ile tahmin edilmektedir.⁴⁵²

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

$R_{i,t}$: i hissesinin t günü için getirisi

$R_{m,t}$: t döneminde piyasadaki tüm senetlerin getirisi (piyasa endeksi)

$\varepsilon_{i,t}$: t günü i hisse senedinin hata terimi;

$$E(\varepsilon_{i,t}) = 0 \text{ ve } \text{var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma^2 \varepsilon_{i,t}$$

α_i ve β_i : Katsayılar

Bir sonraki aşamada, regresyon sonucunda elde edilen tahmini alfa ve beta değerleri kullanılarak olay penceresi içerisinde beklenen getiriler elde edilmektedir. Aşağıda beklenen getiri hesaplaması gösterilmektedir. Yukarıda belirtildiği gibi, regresyon sonucu parametrelerin belirlenmesinin ardından, olay penceresi için beklenen getirilerin elde edilmesi gereklidir.

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

$\hat{R}_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi

$\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$: Tahmin dönemi içerisinde OLS kullanılarak tahmin edilen piyasa modeli parametreleri

$R_{m,t}$: t dönemindeki piyasa endeksi getirisi

Ardından gerçekleşen getiri ile beklenen getiriler arasındaki fark alınarak olay penceresi kapsamındaki aşırı getirilere (Abnormal Return – AR; Aşırı Getiri - AG) ulaşılmaktadır:

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

⁴⁵¹ Abigail MCWILLIAMS, Donald SIEGEL, "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", **Academy of Management Journal**, Vol. 40, Iss. 3, Jun 1997, s. 636.

⁴⁵² Jacinto António Setúbal Vidigal Da SILVA, Miguel Coelho Rodrigues DIZ, a.g.e., s. 4.

veya

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

Daha sonra değerlendirmeye alınan tüm firmalar için hedef ve alıcı firma ayırımı gözetilerek ortalama aşırı getirilerin hesaplanması gereklidir. Ortalama aşırı getiriler aşığıdaki şekilde elde edilmektedir:

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

AR_t : Ortalama aşırı getiri

N : Analize dahil edilen firma sayısı

$AR_{i,t}$: i firmasının t zamanındaki aşırı getirisi

Bulunan ortalama aşırı getiriler toplanarak, (-40,+40) dönemini içeren olay penceresi için kümülatif ortalama aşırı getirilere (Cumulative Average Abnormal Return – CAR; Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri - KAG) ulaşılmaktadır:

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

Son aşamada ise, t-testi kullanılarak ortalama aşırı getirilerin ve kümülatif aşırı getirilerin olay penceresi süresince sıfırdan anlamlı derecede farklı olup olmadığının belirlenmesi gereklidir.

4.3.3. Hipotezler

Bu aşamada, önceki bölümde gerçekleştirilen hesaplamalar sonucunda ortaya çıkan verilerin analizi yapılmaktadır. Bu anlamda, çalışmada kullanılan olay çalışması yöntemi ile elde edilen ampirik sonuçların değerlendirmesi ve bulguların analizi ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

Araştırmanın hipotezleri, birleşme ve satınalmalar sureti ile gerek hedef gerek alıcı firmaların aşırı getiri elde edebilmelerinin mümkün olup olmadığı esası üzerine kurulmaktadır. Buna göre çalışmada iki grup hipotez oluşturulmaktadır. Şöyle ki;

İ) Alıcı firmalar için;

H_0 : $T_1 - T_2$ dönemi içerisinde birleşme ve satınalma faaliyetinde alıcı firmaların kümülatif ortalama aşırı getirisi (KAG) sıfıra eşittir.

$$KAG_a=0$$

ii) Hedef firmalar için;

H_0 : $T_1 - T_2$ dönemi içerisinde birleşme ve satınalma faaliyetinde hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirisi (KAG) sıfıra eşittir.

$$KAG_h=0$$

Bu hipotezler test edilerek katılımcı firmaların pay sahiplerinin birleşme ve satınalma duyurusu neticesinde bir aşırı getiri ya da kümülatif ortalama aşırı getiriye ulaşmış olup ulaşamadıkları belirlenmeye çalışılmaktadır. Hipotezler gerek alıcı gerekse hedef firma açısından aşağıda geniş olarak tartışılmaktadır.

4.3.4. Araştırmada Kullanılan Test Yöntemi

Araştırmada çift yönlü test kullanılmaktadır. Araştırma kapsamında yer alan tüm hisse senetleri için günlük aşırı getirilerinin, normal dağılım gösterdiği varsayılmaktadır. Kapsam dahilinde yer alan firma sayısının otuzun altında olması nedeni ile anlamlılık testi, t test normal dağılım ile yapılacaktır.⁴⁵³

$$t = \frac{AR_t}{\hat{S}(AR)} \quad (8)$$

AR_t : Ortalama Aşırı Getiri

$\hat{S}(AR)$: Tahmini Standart Sapma

$$t = \frac{CAR}{\sqrt{T \times \hat{S}(AR)}} \quad (9)$$

CAR : Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri

T : Olay Penceresindeki Gün Sayısı

Yukarıda gösterilen sekiz numaralı formül, değerlendirme kapsamında ele alınan alıcı ve hedef firmalar için günlük ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını belirlemede kullanılan t-test değerini, dokuz numaralı formül ise çeşitli olay pencereleri dahilindeki kümülatif ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını belirlemede kullanılmaktadır. T değerinin %1'de anlamlı olması için elde edilen değer 2,58'den; %5'de anlamlı

⁴⁵³ J. Fred WESTON, Kwang S. CHUNG, Juan A. SIU, a.g.e., s.104 – 105.

olması için 1,96'dan ve %10'da anlamlı olması için 1,65'den büyük belirlenmesi gereklidir. Bu durumda H_0 hipotezinin reddi söz konusu olacaktır.

4.3.5. Bulgular

Çalışmada ilk hipotez grubunda yer alan on yedi adet alıcı firma için birleşme ve satınalmalar sonucunda aşırı getiri elde edilip edilmediği araştırılmaktadır. Tablo 4.4., alıcı firmalar için (-40,+40) süresince günlük ortalama aşırı getirileri göstermektedir. Tabloda, t istatistik değerleri her bir gün için ayrı ayrı belirtilmektedir. Alıcı firma pay sahipleri için olay günündeki (0. gün) aşırı getiri, %0,79 olarak gerçekleşmekle beraber, değer istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır. Bir gün öncesinde alıcı firma pay sahiplerinin %0,75'lik bir ortalama aşırı getiriye sahip olduğu görülmektedir. Aynı şekilde bu değer de anlamlı görülmemektedir. Duyuru gününden sonraki ilk gün, pozitif ve %0,78'lik ($t=1,050$) bir getiri elde edilmektedir. Ancak yine de bu üç gün için büyük bir değişimin var olduğunu söylemek doğru olmayacaktır. Duyuru günü etrafında alıcı firma pay sahipleri oldukça zayıf ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmayan ortalama aşırı getirilere sahip bulunmaktadırlar. Bu bulgu literatürde Asquith, Bruner ve Mullins (1983), Dodd ve Ruback (1977), Frank ve Haris (1989)* gibi araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalarda da desteklenmektedir.

Ortalama aşırı getiriler olay öncesi dönem için ve olay sonrası dönem için ayrı ayrı değerlendirildiğinde Tablo 4.4.'den görüleceği üzere, (-40,-1) olay penceresinde en düşük ortalama aşırı getirilerin -39. gün, -% 1,23 ($t= -1,658$) ve (+1,+40) olay penceresinde ise, 11. gün, -% 1,15 ($t=-1,550$) olduğu görülmektedir. En yüksek aşırı getiriler ise, ilk olay penceresinde, -3. gün, %1,83 ($t= 2,457$) ve ikinci olay penceresinde ise 32. gün, %1,58 ($t= 2,123$) olarak gerçekleşmektedir. Görüldüğü üzere, en düşük ortalama getiriler, -39. gün için %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, en yüksek aşırı getiriler her iki gün için de %5 düzeyinde bir anlamlılığa sahip çıkmaktadır.

Tablo 4.4.
Alıcı Firma için Ortalama Aşırı Getiriler

Gün	Ag. (%)	T - istatistik	Gün	Ag. (%)	T - istatistik	Gün	Ag. (%)	T - istatistik
-----	---------	-------------------	-----	---------	-------------------	-----	---------	-------------------

* Bknz. Paul Asquith, R. Bruner, D. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", Journal of Financial Economics, Vol. 11, ss. 121 – 139; Peter Dodd, Richard Ruback, "Tender Offers and Stockholder Returns and Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, Vol. 5, Iss. 3, December 1977, ss. 351 – 373; Julian Franks, Robert Harris, "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955 – 1985", Journal of Financial Economic, Vol. 23, Iss.2 , Aug 1989, ss. 225 – 249.

-40	-0,08	-0,109	-10	-0,61	-0,818	20	0,83	1,110
-39	-1,23	-1,658***	-9	1,04	1,392	21	0,23	0,309
-38	0,17	0,228	-8	-0,92	-1,237	22	-0,43	-0,578
-37	1,02	1,368	-7	-0,12	-0,167	23	0,51	0,692
-36	0,79	1,068	-6	-0,20	-0,266	24	0,52	0,700
-35	-0,86	-1,155	-5	-0,75	-1,008	25	0,98	1,312
-34	-0,84	-1,133	-4	0,35	0,468	26	0,01	0,009
-33	-0,13	-0,180	-3	1,83	2,457**	27	-0,60	-0,804
-32	0,03	0,038	-2	-0,78	-1,048	28	-0,07	-0,094
-31	0,10	0,131	-1	0,75	1,009	29	0,01	0,016
-30	-0,37	-0,500	0	0,79	1,061	30	0,29	0,394
-29	0,03	0,039	1	0,78	1,050	31	-0,28	-0,381
-28	-0,17	-0,225	2	0,56	0,750	32	1,58	2,123**
-27	-0,14	-0,192	3	0,00	0,002	33	0,15	0,195
-26	0,76	1,027	4	0,91	1,220	34	0,33	0,445
-25	1,33	1,789***	5	0,65	0,872	35	0,06	0,086
-24	-0,71	-0,954	6	0,98	1,321	36	-0,66	-0,885
-23	-1,20	-1,620	7	-0,09	-0,122	37	-0,07	-0,100
-22	-0,52	-0,697	8	0,10	0,136	38	0,17	0,224
-21	1,36	1,828***	9	-0,28	-0,378	39	1,54	2,069**
-20	-0,61	-0,822	10	-0,26	-0,345	40	-0,40	-0,533
-19	1,05	1,418	11	-1,15	-1,550			
-18	0,99	1,326	12	0,34	0,461			
-17	-0,05	-0,073	13	0,17	0,222			
-16	-0,87	-1,177	14	0,15	0,208			
-15	1,01	1,356	15	0,34	0,458			
-14	-0,32	-0,437	16	0,34	0,462			
-13	-0,43	-0,584	17	0,06	0,079			
-12	0,25	0,333	18	-0,06	-0,074			
-11	0,56	0,748	19	-0,02	-0,029			
:%5 seviyesinde anlamlı, *: %10 seviyesinde anlamlı.								

Grafik 4.1., alıcı firmalar için duyuru öncesindeki kırk gün ile duyuru sonrasındaki kırk günde meydana gelen ortalama aşırı getirileri göstermektedir. Ortalama aşırı getiriler \pm %1,50 etrafında dağılım göstermektedir. Grafikten de görüldüğü şekli ile, en yüksek ortalama aşırı getiri, duyuru günü öncesinde gerçekleşmektedir.

Grafik 4.1.

Alıcı Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Ortalama Aşırı Getiriler

Tablo 4.5., alıcı firmalar için kümülatif ortalama aşırı getirileri göstermektedir. (-40,+40) olay penceresi iki bölüme ayrılıp değerlendirildiğinde, duyuru öncesi dönemdeki kümülatif ortalama aşırı getirilerin genellikle negatif değerlerde olduğu görülmektedir. Olay günü sonrasındaki kümülatif ortalama aşırı getirilerin ise, pozitif değerlere sahip olduğu belirtilmelidir. En düşük kümülatif aşırı getiri, -% 2,03 ile duyurudan önceki 22. günde gerçekleşirken, en yüksek değer ise %10,86 ile 39. günde elde edildiği görülmektedir. Olay penceresinin tümü için ise [(-40,+40)], %10,47'ye ulaşılmaktadır. Bahsi edilen aralıkta elde edilen kümülatif ortalama aşırı getirinin t değeri ise 1,565 olarak hesaplanmaktadır. Bu değer istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır. Bu durumda alıcı firmalar için (-40,+40) olay penceresi dahilinde $H_0:KAG=0$ hipotezinin reddedilemeyeceği görülmektedir.

Tablo 4.5.

Alıcı Firma için Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler

Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)
-40	-0,08	-22	-2,03	-4	-0,34	14	5,11	32	9,35
-39	-1,31	-21	-0,67	-3	1,49	15	5,45	33	9,50
-38	-1,14	-20	-1,28	-2	0,71	16	5,79	34	9,83
-37	-0,13	-19	-0,23	-1	1,46	17	5,85	35	9,89
-36	0,67	-18	0,76	0	2,25	18	5,80	36	9,23
-35	-0,19	-17	0,70	1	3,03	19	5,78	37	9,16
-34	-1,03	-16	-0,17	2	3,59	20	6,60	38	9,33
-33	-1,17	-15	0,83	3	3,59	21	6,83	39	10,86
-32	-1,14	-14	0,51	4	4,50	22	6,40	40	10,47
-31	-1,04	-13	0,08	5	5,14	23	6,91		
-30	-1,41	-12	0,32	6	6,13	24	7,44		
-29	-1,38	-11	0,88	7	6,04	25	8,41		
-28	-1,55	-10	0,27	8	6,14	26	8,42		

-27	-1,69	-9	1,31	9	5,86	27	7,82		
-26	-0,93	-8	0,39	10	5,60	28	7,75		
-25	0,40	-7	0,26	11	4,45	29	7,76		
-24	-0,31	-6	0,07	12	4,79	30	8,06		
-23	-1,51	-5	-0,68	13	4,95	31	7,77		

Grafik 4.2., alıcı firmalar için duyuru öncesindeki kırk gün ve sonrasındaki kırk gün için kümülatif ortalama aşırı getirilerin değerlerini göstermektedir. Burada, olay günü öncesinde kümülatif ortalama aşırı getirilerin oldukça küçük dalgalanmalar yaptığı, ancak duyuru gününün ardından gelen günler için ise, bu dalganın yukarı doğru bir eğilim sergilediği görülmektedir. Özellikle duyurudan bir gün öncesinden başlamak üzere yukarı doğru hareketin oldukça belirgin olduğu görülmektedir.

Grafik 4.2.

Alıcı Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler

İkinci hipotez grubu ise, hedef firmaların getirileri için oluşturulmaktadır. Tablo 4.6., (-40, +40) olay penceresi içerisindeki yedi adet hedef firmanın günlük ortalama aşırı getirilerini göstermektedir. Ayrıca bu getirilerin t istatistik değerleri de tabloda yer almaktadır. Sıfırıncı gün olarak tanımlanan duyuru günündeki ortalama aşırı getirinin %8,38 ile alıcı firmaların duyuru gününde elde ettikleri ortalama aşırı getirinin oldukça üzerinde bir değerde gerçekleştiği görülmektedir. Bunun yanında elde edilen aşırı getiriler %1 düzeyinde anlamlı bulunmaktadır ($t= 7,117$). Bir başka ifade ile duyuru gününde hedef firma pay sahipleri, alıcı firma pay sahiplerinden oldukça yüksek getiri elde etmektedirler. Hedef firma pay sahiplerinin servetlerinde meydana gelen bu pozitif getiriler, literatürde Goergen ve Renneboog^{*}'un (2003) çalışmaları ile büyük oranda benzerlik göstermektedir. Bu çalışmada Avrupa'da gerçekleştirilen birleşme ve

^{*} Marc Goergen, Luc Renneboog, "Value Creation in Large European Mergers and Acquisitions", *Advances in Mergers and Acquisitions*, Elsevier Science Ltd., Vol. 2, 2003, s. 104.

satınalmalar için hedef firmaların olay gününde elde ettikleri ortalama aşırı getirilerin %9 gerçekleştiği belirtilmektedir. Ayrıca, olay gününden bir ay öncesinden başlayan ve olay gününü de içerisine alan olay penceresi dahilinde, hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirilerinin %21'e ulaştığı belirtilerek, bu durumun içeriden öğrenenlerin ticaretine işaret edebileceğine dikkat çekilmektedir.

Daha ayrıntılı olarak değerlendirildiğinde, duyuru öncesindeki gün (-1), getirinin -%0,24 olduğu görülmektedir ($t=-0,204$). Ancak, (+1). günde hedef firma pay sahipleri, %2,85 ($t=2,419$) ile %5 seviyesinde anlamlı ortalama aşırı getirilere sahip olmaktadır. Burada en dikkat çekici durum, (-1,+1) döneminde yaşanan –alıcı firmalar için gerçekleşmeyen- büyük değişimdir. Ortalama aşırı getirilerin olay öncesi dönem için ve olay sonrası dönem için değerlendirilmesi halinde, (-40,-1) için en düşük ortalama aşırı getirilerin -%0,65 ($t=-0,554$) ile -40. günde ve (+1,+40) için ise -% 0,87 ($t=-0,735$) ile +3. günde gerçekleştiği görülmektedir. Duyuru öncesi dönem için (-40,-1) -8. gün %2,41 ($t=2,042$) ile en yüksek değere %5 anlamlılık seviyesinde sahip olunurken ve (+1,+40) için ise +8. gün gün %2,37 ($t= 2,008$) ile ulaşıldığı görülmektedir. Bu değer %5 anlamlılık seviyesine sahip olduğu belirtilmelidir.

Tablo 4.6.
Hedef Firma için Ortalama Aşırı Getiriler

Gün	Ag _t (%)	T - İstatistik	Gün	Ag _t (%)	T - İstatistik	Gün	Ag _t (%)	T - İstatistik
-40	-0,65	-0,554	-10	1,30	1,107	20	-0,43	-0,365
-39	0,28	0,236	-9	2,28	1,931***	21	-1,04	-0,880
-38	-0,49	-0,416	-8	2,41	2,042**	22	-0,40	-0,337
-37	-0,41	-0,350	-7	-0,32	-0,268	23	-0,41	-0,350
-36	-0,01	-0,008	-6	1,17	0,997	24	0,87	0,738
-35	0,94	0,800	-5	0,56	0,477	25	-0,10	-0,081
-34	-0,71	-0,599	-4	1,50	1,270	26	-0,20	-0,172
-33	2,61	2,212**	-3	-0,59	-0,500	27	-0,78	-0,664
-32	-0,84	-0,717	-2	0,94	0,800	28	0,93	0,786
-31	-0,16	-0,133	-1	-0,24	-0,204	29	-0,17	-0,147
-30	0,93	0,792	0	8,38	7,117*	30	1,91	1,621
-29	0,79	0,675	1	2,85	2,419**	31	0,01	0,010
-28	-0,39	-0,329	2	1,19	1,010	32	-0,72	-0,611
-27	-0,58	-0,494	3	-0,87	-0,735	33	-0,18	-0,156
-26	0,27	0,229	4	-1,60	-1,360	34	1,19	1,013
-25	-1,01	-0,854	5	-0,18	-0,150	35	-1,02	-0,866
-24	0,07	0,059	6	-0,80	-0,678	36	-0,68	-0,578
-23	0,15	0,126	7	-1,08	-0,913	37	-0,35	-0,299
-22	-0,19	-0,163	8	2,37	2,008**	38	1,23	1,045

-21	0,50	0,422	9	-0,59	-0,503	39	-0,13	-0,109
-20	0,26	0,217	10	-1,20	-1,020	40	-0,96	-0,818
-19	-1,46	-1,239	11	2,12	1,797***			
-18	0,90	0,763	12	1,07	0,911			
-17	-1,04	-0,879	13	-1,05	-0,890			
-16	-1,14	-0,971	14	2,25	1,909***			
-15	-0,94	-0,794	15	0,80	0,677			
-14	-0,73	-0,619	16	2,07	1,758***			
-13	0,55	0,470	17	-0,89	-0,756			
-12	-0,64	-0,544	18	-1,05	-0,889			
-11	0,70	0,598	19	1,00	0,847			
*: %1 anlamlılık seviyesi, **: %5 anlamlılık seviyesi, ***: %10 anlamlılık seviyesi								

Grafik 4.3. Hedef firmalar için (-40,+40) olay penceresine ait ortalama aşırı getirileri ifade etmektedir. Buna göre, hedef firma pay senedi sahiplerinin en çok ortalama aşırı getiriye duyuru gününde ulaştıkları açıkça görülmektedir. Bu günün öncesinde ve sonrasındaki hiçbir dönemde ise, böylesine büyük bir dalganın meydana gelmediği görülmektedir. Ancak genel olarak ortalama aşırı getirilerin, duyuru öncesine kıyasla duyuru sonrasındaki dönemde daha büyük değerlere ulaştığı gözlenebilmektedir.

Grafik 4. 3.

Hedef Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Ortalama Aşırı Getiriler

Tablo 4.7., hedef firmaların olay penceresi içerisindeki kümülatif ortalama aşırı getirilerinin göstermektedir. Burada da, genel olarak, (-40,+40) için pozitif kümülatif aşırı getiriler ile karşılaşmaktadır. Negatif değerlerin var olduğu görülmele beraber oldukça küçük değerlerde kaldığı belirtilmelidir. En düşük kümülatif ortalama aşırı getiri -%3,14 ile duyuru öncesindeki 12. günde gerçekleşirken, en yüksek değere %22,32 ile 16. günde ulaşıldığı görülmektedir. Olay penceresinin tümü için ise [(-40,+40)], %19,94'lük ($t=1,8805$) bir değere ulaşıldığı görülmektedir. T değerinden de anlaşılacağı

üzere getiri %10 seviyesinde anlamlılığa sahip bulunmaktadır. Bu durumda hedef firmalar için (-40,+40) olay penceresi için $H_0:KAG=0$ hipotezi reddedilmektedir.

Tablo 4.7.
Hedef Firma için Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler

Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)
-40	-0,65	-22	0,60	-4	6,47	14	19,45	32	20,84
-39	-0,37	-21	1,10	-3	5,88	15	20,24	33	20,66
-38	-0,86	-20	1,35	-2	6,82	16	22,32	34	21,85
-37	-1,28	-19	-0,10	-1	6,58	17	21,43	35	20,83
-36	-1,29	-18	0,79	0	14,97	18	20,38	36	20,15
-35	-0,34	-17	-0,24	1	17,82	19	21,38	37	19,80
-34	-1,05	-16	-1,38	2	19,01	20	20,95	38	21,03
-33	1,56	-15	-2,32	3	18,14	21	19,91	39	20,90
-32	0,71	-14	-3,05	4	16,54	22	19,51	40	19,94
-31	0,55	-13	-2,50	5	16,36	23	19,10		
-30	1,49	-12	-3,14	6	15,56	24	19,97		
-29	2,28	-11	-2,43	7	14,49	25	19,87		
-28	1,89	-10	-1,13	8	16,85	26	19,67		
-27	1,31	-9	1,15	9	16,26	27	18,89		
-26	1,58	-8	3,55	10	15,06	28	19,81		
-25	0,58	-7	3,24	11	17,17	29	19,64		
-24	0,65	-6	4,41	12	18,25	30	21,55		
-23	0,79	-5	4,97	13	17,20	31	21,56		

Grafik 4.4. ise, hedef firmaların olay penceresi içerisindeki kümülatif aşırı getirilerini göstermektedir. Duyuru öncesi ve sonrası olarak analiz edildiğinde açıkça görülen duyuru sonrasındaki kümülatif aşırı getirilerin kesinlikle sıfırdan farklı olduğu ve genel olarak yükselen bir grafik sergilediğidir. Duyuru öncesi döneme bakıldığında, negatif aşırı getiriler ile bu dönemde karşılaşıldığı söylenebilmektedir. Kümülatif ortalama aşırı getirilerde meydana gelen artışın başlangıcı olarak duyuru öncesindeki sekizinci gün görülmektedir. Ancak duyuru günü ile başlayan ve sonra gelen ilk günden itibaren de oldukça büyük bir yükseliş eğilimi çizildiği açıkça kendini göstermektedir. Ayrıca, duyuru öncesindeki bir hafta ile duyurunun ardından gelen birkaç gün boyunca oluşan kümülatif ortalama aşırı getirilerin dalganın eğimini dike yakın bir konuma ulaştırdığı belirtilebilmektedir.

Grafik 4.4.

Hedef Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler

Grafik 4.5. kümülatif ortalama getirilerdeki farklılıkları gösterebilmesi açısından alıcı ve hedef firmaların getirilerinin ikisinin birden aynı grafik üzerine oturtulması ile elde edilmektedir. Buna göre, duyuru öncesindeki dönemde kümülatif ortalama getirilerde birbirine yakın değerlere sahip olduğu görülmektedir. Bir başka ifade ile, gerek alıcı gerekse hedef firma pay sahiplerinin servetlerinde çok yoğun bir farklılık gözlenmemektedir. Oysa duyuru gününün hemen ertesine gelindiğinde, getirilerin arasındaki büyük farklılık gözle görülür şekilde öne çıkmaktadır. Dolayısıyla hedef firma pay senetlerini ellerinde bulunduran yatırımcılar, alıcı firma pay sahiplerine kıyasla oldukça büyük servet artışları ile karşılaşmaktadırlar. Hemen belirtilmelidir ki, bu sonuç literatürdeki benzer çalışmalar ile paralellik göstermektedir. Görüldüğü üzere, her iki eğrinin eğimleri farklı olsa da yönü, yukarı doğru bir seyir izlemektedir.

Grafik 4.5.

Alıcı ve Hedef Firmalar için (-40,+40) Olay Penceresindeki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler

Değerlendirmeye alınan firmaların kümülatif ortalama aşırı getirilerinin daha ayrıntılı alt analizleri yapıldığında da farklı durumlar ile karşılaşılması söz konusu

olacağından Tablo 4.8'de bu analizlerin sonuçlarına yer verilmektedir. Nitekim, literatürde alıcı firma ve hedef firma pay sahiplerinin birleşme ve satınalma faaliyetlerinden elde edilen getirileri arasındaki büyük farklılıkların meydana geldiği önemli bazı olay pencereleri, bize ülkemizde de bu durum ile karşılaşıldığının kanıtını sunmaktadır. Bu gerekçe ile alt ayırımların analizlerini hedef firma verileri ile kıyaslı verilmesinde fayda görülmektedir.

Tablo 4.8.'den de net olarak görüldüğü üzere, bu iki grup arasındaki en büyük farklılık, (-10,0) olay penceresinde ortaya çıkmaktadır. Bu duruma bir açıklama olarak, birleşme veya satınalma faaliyetinde bulunacak olan firmalar hakkında, haberin önceden öğrenilmesi neticesinde yatırımcılar tarafından hedef firmanın hisse senetlerinde büyük artış meydana geleceği beklentisi ile bu firmaların hisselerine yönelmesi gösterilebilmektedir. Böyle bir neden dolayısıyla artan talep ile karşılaşan hedef firma hisse senetlerinin fiyatları dolayısıyla da bu firma senetlerine sahip olan yatırımcıların getirilerinin yükselmesi beklenmektedir. Özellikle duyuru günü etrafındaki günler için $[-1,+1]$ aralığı] değerler oldukça farklı gerçekleşmektedir. Belirtilen aralıkta alıcı firma pay sahipleri %2,32 ($t= 1,802$) kazanırken, hedef firma pay sahiplerinin %11'lik ($t= 5,388$) bir değere ulaştıkları görülmektedir. Hedef firma hisse senetlerinin kümülatif ortalama aşırı getirilerinin %1 seviyesinde anlamlılığa sahip olduğu da belirtilmelidir.

Literatürde gerçekleştirilen çalışmalarda oldukça önem verilen birkaç olay penceresinden olan (-1,0) ve (0,+1) aralıklarında da alıcı ve hedef firmalar arasında meydana gelen büyük farklılık göz önüne çıkmaktadır. İlk aralıkta alıcı firma pay sahipleri %1,54 ($t= 1,464$) gibi küçük bir değer ile karşılaşırken, hedef firma pay sahiplerinin %8,14 kazandıkları ve bu değer %1 anlamlılık seviyesinde anlamlı bulunduğu görülmektedir. İkinci önemli aralık için, alıcı firma pay sahipleri yine %1,57 ($t= 1,493$) elde ederken, hedef firma pay sahipleri bu kez daha büyük oranda (%11,23) getiriye sahip olmaktadır. Üstelik elde edilen değer yine %1 seviyesinde anlamlı bulunmaktadır.

Birleşme ve satınalma duyurusunun yapılmasından önceki on gün ve sonraki on gün değerlendirildiğinde, bu aralıkta alıcı firma pay sahiplerinin pozitif ve anlamlı olmayan (%4,72, $t= 1,385$) bir kümülatif ortalama getiri elde etmelerine karşın, hedef firma pay sahiplerinin ise yine oldukça yüksek oranda ve %1 anlamlılık seviyesinde

(%17,49) getiriye sahip oldukları görülmektedir. (-40,+40) olay penceresi için ise, alıcı firma pay sahiplerinin %10,47 (t= 1,565), hedef firmaların ise pozitif ancak alıcı firma için de geçerli olduğu şekli ile anlamlı olmayan (%19,94, t= 1,881) bir kümülatif ortalama aşırı getiriye sahip oldukları görülmektedir.

Tablo 4.8.
Alıcı ve Hedef Firmalar için Çeşitli Olay Penceresi Kapsamındaki Kümülatif Ortalama Aşırı Getiriler

ALICI FİRMA			HEDEF FİRMA				
DÖNEM	KAG	SSKAG	T TEST	DÖNEM	KAG	SSKAG	T TEST
(-40,40)	10,47%	0,073	1,565	(-40,40)	19,94%	0,106021	1,881***
(-20,20)	7,27%	0,052	1,528	(-20,20)	19,85%	0,07543	2,631*
(-10,10)	4,72%	0,037	1,385	(-10,10)	17,49%	0,053983	3,240*
(-5,5)	5,08%	0,027	2,060**	(-5,5)	11,95%	0,03907	3,059*
(-1,1)	2,32%	0,014	1,802***	(-1,1)	10,99%	0,020404	5,388*
(-2,2)	2,10%	0,018	1,262	(-2,2)	13,13%	0,026341	4,983*
(-5,0)	2,18%	0,020	1,199	(-5,0)	10,55%	0,028855	3,658*
(-10,0)	1,37%	0,027	0,555	(-10,0)	17,40%	0,03907	4,453*
(-1,0)	1,54%	0,011	1,464	(-1,0)	8,14%	0,01666	4,888*
AR(0)	0,79%	0,008	1,061	AR(0)	8,38%	0,01178	7,117*
(0,1)	1,57%	0,011	1,493	(0,1)	11,23%	0,01666	6,743*
(0,20)	5,14%	0,037	1,509	(0,20)	14,36%	0,053983	2,661*
(0,10)	4,14%	0,027	1,679***	(0,10)	8,48%	0,03907	2,169**
(0,5)	3,68%	0,020	2,023**	(0,5)	9,78%	0,028855	3,389*
(0,2)	2,13%	0,014	1,652***	(0,2)	12,42%	0,020404	6,089*
(-20,0)	2,92%	0,037	0,858	(-20,0)	13,87%	0,053983	2,569**
(-40,0)	2,25%	0,052	0,473	(-40,0)	14,97%	0,07543	1,984**
(1,5)	2,89%	0,018	1,741***	(1,5)	1,40%	0,026341	0,530
(1,10)	3,35%	0,026	1,425	(1,10)	0,09%	0,037252	0,025
(1,40)	8,22%	0,051	1,748***	(1,40)	4,97%	0,074504	0,667
(-40,-1)	1,46%	0,051	0,311	(-40,-1)	6,58%	0,074504	0,884
(-10,-1)	0,58%	0,026	0,247	(-10,-1)	9,01%	0,037252	2,420**
(-5,-1)	1,40%	0,018	0,839	(-5,-1)	2,17%	0,026341	0,824

*: %1 anlamlılık seviyesi; **: %5 anlamlılık seviyesi; ***: %10 anlamlılık seviyesi

Sadece sıfırıncı gün olarak değerlendirildiğinde hedef firma pay sahiplerinin alıcı firma pay sahiplerinin on bir katına yakın getiri elde ettikleri görülmektedir. (-40,+40) aralığında hedef firmalar için kümülatif ortalama aşırı getiriler %19,94 olarak belirlenir ve bu değer %10'da anlamlı bulunurken, alıcı firmalar için %10,47 olan getiri istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır. Hedef firma pay sahipleri için değerlendirme kapsamına alınan dönemler içerisinde (-20,+20) aralığının önemli olduğu belirtilmelidir. Şöyle ki, bu dönemde hedef firma pay sahipleri hem oldukça yüksek sayılabilecek kümülatif ortalama aşırı getirilere sahip olmaktadır hem de elde

ettikleri bu getiri %1'de anlamlı sonuçlar vermektedir. Aynı şekilde alıcı firma için bakıldığında (-5,+5) döneminin bir tercih dönemi olabileceği söylenebilir. Bunun nedeni, belirtilen dönemde ortaya çıkan getiri diğer dönemler içerisinde yeterince yüksek olmasa da, değer %5'de istatistiksel olarak anlamlı bulunmaktadır.

SONUÇ

90'lı yılların başından itibaren yoğun olarak artışın yaşandığı birleşme ve satınalmalar, önceki dönemlerde birçok defa dalgalar halinde kendini göstermektedir. Dönemlerin kendine özgü şartları, birleşme ve satınalmaların yine kendine özgü oluşum koşullarını meydana getirmektedir. Temelinde benzer şartların varlığı kabul edilmekle beraber, son dönemde gerçekleşen birleşme ve satınalmaların, içinde bulunduğumuz yüzyılın mevcut koşullarını kapsayan çok sayıda nedeni bulunmaktadır.

Özellikle teknolojik gelişim ve bu gelişimin oldukça hızlı yaşanmasının getirdiği yapısal yatırım maliyetlerinin yükselmesi, küresel alanda yaşanan serbestleşme çalışmaları, finansal piyasalarda kullanılan enstrümanların giderek çeşitlenmesi ve sayılarının artması gibi unsurlara bağlı olarak karşı konulamayan oldukça zorlu rekabet şartları ve daha birçok neden, firmaların tek başlarına ayakta durmalarını zorlaştırmaktadır. Ayrıca, temel bir unsur olan sinerji yaratılmasının firmalara ve firma ilgililerine sağlayacağı katkıların da oldukça önemli bir birleşme ve satınalma nedeni olarak belirtilmesi gerekmektedir. Böyle bir ortamda firmanın ve firma ilgililerinin çıkarları doğrultusunda birleşme ve satınalma anlaşmalarına girişilmesinin faydalı sonuçların doğmasına neden olması beklenmektedir.

Firmaları birleşme ve satınalmalara yönelten çok sayıda güdü, anlaşmanın taraflarının bu işlemde beklentileri ile ilgili özellikleri içermektedir. Ancak temel olan bazı unsurlar vardır ki, bunlar her iki taraf için de genel geçer bir isteği karşılamaktadır. Etkinliğin artırılması bunlardan birisidir. Varolan sert rekabet koşulları içerisinde hiçbir firmanın bu unsuru göz ardı etme lüksü bulunmamaktadır. Ayrıca, topyekün firma değerini ençoklamak amacıyla olan firmalar için etkinlik oldukça hayati bir önem taşımaktadır. Firma yönetiminde söz sahibi olan kişilerin, özellikle önemli kararlara imza atan üst düzey yöneticilerin, bu etkinliğe katkı sağlayacak kararlar alması gereklidir. Aksi takdirde piyasada tutunmanın zor olacağı açıktır. Yine, firmaların hayatta kalabilmeleri için yöneticilerin, pay sahipleri ile çıkar çatışması içerisine girmesi, bir başka ifade ile kendi çıkarlarını paydaşların çıkarlarının üzerinde tutan bir yönetimin mevcudiyeti, firmalar için önemli bir tehdidi oluşturmaktadır. Somut olarak ifade etmek

gerekirse, alıcı firma yönetiminin böylesi bir tutum içerisinde birleşme kararı alması halinde, hedef konumundaki firmaya değerinin üzerinde ödeme yapması söz konusu olacaktır. Dolayısıyla, birleşmeden kazançlı olan taraf, kendisi değil hedef firma olacaktır. Bir süre için hedef firma hissedarları bu işlemde kazançlı çıkarken, alıcı firma hissedarlarının servetlerinde kayıpların meydana gelmesi söz konusu olabilecektir. Birleşme gerçekleştikten sonra ise piyasa koşullarında belirlenen fiyatın, firmanın gerçek değerine yaklaşacağı varsayımı ile, belli bir süre sonra yeni firmanın hisselerinde de aşağı doğru salınımlar kaçınılmaz olacaktır.

Birleşme ve satınalmalar konusunda gerçekleştiren çalışmalar, alıcı firma değer yaratma özellikleri, hedef firma değer yaratma özellikleri veya yeni firma açısından değer yaratma özellikleri olmak üzere üç farklı açıdan yürütülmektedir. Bu genel ayırımının dışında, sektörel bazda yapılan çalışmalar ile birleşme ve satınalmaların hangi alanda nasıl sonuçlar verdiği görülmektedir. Literatürde özellikle sektörel alanda yapılan çalışmaların yoğun olduğu görülmektedir.

Yatay birleşmeler konusu çalışmaların ağırlık noktasını oluşturmaktadır. Ülkemizde ise, birleşme ve satınalmalar açısından yapılan çalışmaların oldukça sınırlı kaldığı görülmektedir. Az sayıda yapılan çalışmaların, kapsam olarak çok dar olduğu dikkate değerdir. Bunun nedeni oldukça yeni sayılabilecek ve sığ olduğu ifade edilen bir sermaye piyasamızın varlığıdır. Türkiye’de birleşme ve satınalma faaliyetlerinin yoğunluğu son beş yıl içerisinde artış göstermektedir. Ülkemizde oldukça sınırlı gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetleri, gerek işlem adedi gerekse uzun vadeli analiz açısından küresel anlamda karşılaştırma yapmayı mümkün kılmamaktadır. Ayrıca, verilere ulaşılması konusunda da oldukça önemli sorunlar yaşanmaktadır. Özellikle birleşme ve satınalma faaliyetlerinin toplu olarak tüm bilgilerinin yer aldığı bir veri tabanının hala oluşturulmamış olması büyük bir sorun ve eksiklik olarak karşımızda durmaktadır. Bu durum, çalışmaların sayısının artırılmasını engellemektedir.

Küresel piyasaların gelişmesinin etkisi ile sınır ötesi birleşme ve satınalmaların Türkiye’de de büyüyen bir yapı içerisinde bulunmasının, yakın gelecekte birleşme ve satınalmalar ile ilgili standartların oluşmasını sağlayarak, bu alanda yapılan çalışmaların daha da artmasına yön vermesi beklenmektedir.

Çalışmamızın temel amacı, 1998 – 2005 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören finansal hizmetler sektörü firmalarından birleşme ve satınalmalara taraf olan alıcı ve hedef firmaların bu faaliyet nedeni ile hisse senetlerinin fiyatlarında herhangi bir değişim ile karşılaşmış ve karşılaşmadıklarının belirlenmesidir. Alıcı ve hedef firma pay sahipleri açısından bakıldığında, birleşme ve satınalma faaliyetlerinin yatırımcıların servetlerinde bir değişim oluşturup oluşturmadığı, herhangi bir değişimin meydana gelmesi durumunda ise, ortaya çıkan değişimin yönü ve anlamlılığı analiz edilmektedir. Bir başka ifade ile, birleşme ve satınalmaların gerçekleşmesi halinde alıcı ve hedef firma pay sahiplerinin aşırı getiri elde edip etmedikleri araştırılmaktadır.

Çalışmada, İMKB'de işlem gören ve finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren firmalardan birleşme ve satınalma faaliyetinde bulunan firmaların gerek alıcı gerekse hedef firma olarak pozitif ya da negatif yönde etkilenme değerleri –ya da etkilenmemeleri- ve bu değerlerin anlamlılığı üzerinde analiz yapılmaktadır.

Analiz kapsamında on yedi alıcı firma ve yedi hedef firma bulunmaktadır. Değerlendirmeye alınan firmaların getiri analizleri, olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılmaktadır. Bilindiği üzere, olay çalışmasının temelde üç farklı uygulaması bulunmaktadır. Bunlar ortalama düzeltilmiş getiri modeli, piyasaya göre düzeltilmiş getiri modeli ve piyasa modelidir. Çalışmada piyasa modeli tercih edilmektedir. Bu model yardımı ile aşırı getirilere ve kümülatif aşırı getirilere ulaşılarak (-40,+40) olay penceresi içerisinde firmaların anlamlı getirilere sahip olup olmadıkları araştırılmaktadır.

Değerlendirilen dönem içerisinde hedef firma pay sahipleri ortalama olarak pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı aşırı getirilere ulaşıırken, alıcı firma pay sahiplerinin yine pozitif getirilere sahip oldukları ancak bu değer istatistiksel olarak anlamlı bulunmadığı görülmektedir. Ayrıca günlük ortalama aşırı getiriler için, hedef firma pay sahiplerinin duyuru gününde oldukça yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı aşırı getirilere sahip olduğu dikkate değer bulunmaktadır. Bunun yanında alıcı firma pay sahiplerinin duyuru günündeki ortalama aşırı getirileri sıfıra oldukça yakın bir değerde oluşmakta ve bu değer istatistiksel olarak anlamlı bulunmamaktadır. Özellikle duyuru gününde meydana gelen bu değişimler literatürde birçok çalışma ile paralellik

göstermektedir. Bu anlamda Frank ve Haris (1989) ile Dodd ve Ruback'ın (1977) analizleri çalışmamızdan elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermektedir.

Analizlerden anlaşıldığı gibi, hedef firmalar birleşme ve satınalmalarda daha çok kazanç elde eden taraftır. Bunun yanında alıcı firmaların da pozitif getirilere sahip oldukları ancak bu getirilerin anlamlı bulunmadığı görülmektedir. Diğer bir ifade ile, hedef olan firmaların pay sahiplerinin servetlerinde piyasa getirisinin üzerinde artışlara ulaşılabilmektedir. Literatürde aynı yönde alınan sonuçların değerlendirilmesi halinde hedef firmaların sağladığı avantajın bir kısmının hubris hipotezine bağlandığı görülmektedir. Bu hipotezde, hedef firma pay sahiplerinin servetlerinde meydana gelen artışın, alıcı firmaların ödedikleri yüksek primler sayesinde olduğu ifade edilmektedir. Bu durum hedef firma için özellikle duyuru etrafındaki günlerde dikkat çekici büyüklüğe ulaşmaktadır. Bir başka ifade ile, birleşme ve satınalmaların duyurusunun yapılmasının akabinde hedef firmaların hisse senetlerinde meydana gelen artış, alıcı firmaların hedef firmalara ödedikleri yüksek primler olarak görülmektedir. Ayrıca yatırımcıların bir kısmının, alıcı firma için satıcı pozisyonu almaları ve hedef firmalarda alıcı durumuna geçmeleri de söz konusu olacaktır.

Alıcı ve hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirileri duyuru günü öncesi ve sonrası olarak çok kesin bir işaret ile birbirinden ayrılmaktadır. Bu noktada, iki tarafın duyuru öncesinde aşırı getirilerinin birbirlerine oldukça yakın seyretmekte olduğu görülmektedir. Değerler arasındaki farkların küçük olduğu gözlenmektedir. Ancak, duyurunun yapılmasının hemen ardından hedef firma pay sahiplerinin getirilerinin büyük bir ivme ile yukarı doğru yol aldığı görülmektedir. Alıcı firma pay sahiplerinin getirileri için de bir yukarı meydana gelmekle beraber, hedef firmanın sahip olduğu aşırı getiriler, oldukça önemli bir getiri farklılığına işaret etmektedir. Dolayısıyla hedef firma pay sahiplerinin kazancı net olarak ortaya çıkmaktadır.

Alıcı ve hedef firmaların ortalama aşırı getirilerinin analizi sırasında, hedef firmanın duyuru gününde sağladığı büyük kazanç –ki bu değer %1 anlamlılık seviyesindedir- bu çalışmada dikkate değer önemli bir bilgiyi oluşturmaktadır. Aynı gün alıcı firmanın getirilerinin ise sifıra oldukça yakın bir sonuç vermesi beklentimizi doğrulamaktadır. Üstelik bu değer istatistiksel olarak da anlamlı bulunmamaktadır. Kümülatif ortalama aşırı getiriler açısından, değerlendirmesi yapılan tüm olay

pencerelerinde bu değerin her iki taraf için de pozitif sonuçlandığı görölmektedir. Farklılık, gerek anlamlılıklarda gerekse kümülatif aşırı getirilerin büyüklüklerinde ortaya çıkmaktadır. (-40,+40) olay penceresinde her iki tarafında pozitif getirilere sahip oldukları ve fakat sadece hedef firmaların anlamlı getiriler elde ettikleri görölmektedir. (-20,+20) olay penceresinde hedef firmaların en büyük kümülatif aşırı getiri değerine ulaştıkları ve bu değerin anlamlı bulunduğu görölmektedir.

Alıcı firmalar için önemli olay pencereleri ise (-5,+5) ve (0,+5) olarak değerlendirilebilmektedir. Bunun nedeni sadece bu iki dönemde alıcı firmalar pozitif getirinin yanı sıra anlamlı getiriler elde etmeleridir. Hedef firma için değerlendirme yaparken değerlendirmeye alınan olay pencerelerini çok azında anlamlı olmayan pozitif getirilere sahip oldukları görölmektedir. Bu olay pencereleri ise (1,+5), (1,+10), (1,+40), (-40,-1) ve (-5,-1)'dir. Belirtilen dönemler haricinde hedef firmaların kümülatif ortalama aşırı getirilerinin çoğunlukla %1 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğu ortaya konmaktadır.

Küreselleşme ve serbestleşme ile yoğunluk gözlenen sınırötesi birleşme ve satınalmalardan, ölkemiz piyasaları da etkilenmektedir. Ölkemizde, özellikle finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen birleşme ve satınalmaların çok büyük oranının yabancı alıcılar tarafından gerçekleştirildiği görölmektedir. Uluslararası piyasalarda alıcı konumunda bulunan firmalar, sinerjik fayda yaratmak, rekabetçi avantaj elde etmek gibi birçok nedenin yanı sıra, risklerini çeşitlendirmek ve buna bağlı olarak iflas riskine karşı koyabilmek arzusu ile, ölkede dışındaki hedef firmalara yönelmektedir. Diğer taraftan hedef olan firmanın ölkesinde de, özellikle ölkemiz piyasaları gibi gelişmekte olan ölkede piyasasından bahsediliyor ise, yabancı bir ortakla sektöre bir hareketlilik gelmektedir. Hareketlilik, yeni finansal araçlar, yeni yönetsel yapılanmalar ve yeni finansal hizmet talep edicilerin ölkede piyasasında yer almasına neden olmaktadır. Bu itibarla önümüzdeki yıllar içerisinde aynı sektör içinde daha büyük kapsamlı ve daha çok sayıda firmada satınalma faaliyetlerin devam edebileceği öngörülebilmektedir. Özellikle de gerek alıcı ve gerek hedef firmalar için çalışma boyunca yapılan analizlerin olumlu olarak yorumlanabilecek sonuçları değerlendirildiğinde, bahsedilen öngörüye olan inancın en azından önümüzdeki birkaç yıl boyunca da devam edebileceği beklentisi içerisinde bulunmaktadır.

EKLER

EK.1. BİRLEŞME VE SATINALMALARIN KAZANÇ KAYNAKLARI

A. STRATEJİ

1. Yeni bir stratejik bakış geliştirmek
2. Uzun dönemli stratejik hedefleri başarmak
3. Yeni sektörlerdeki kapasiteleri satınalmak
4. Hızlı gelişen sektörlerin yeteneklerine sahip olmak
5. Teknolojik olarak avantaja sahip sektörlerin genişleme özelliklerine sahip olmak
6. Yeni pazarlara ve ürünlere hızla giriş yapmak
7. Yeni alanlardaki yönetim yeteneklerini ve gücünü büyük oranda uygulamak

B. ÖLÇEK EKONOMİLERİ

1. Geniş hacimden kaynaklanan üretim maliyetlerini azaltmak
2. AR-GE faaliyetlerini birleştirmek
3. Satış gücünü arttırmak
4. Genel imalat maliyetlerini azaltmak
5. Dağıtım sistemlerini güçlendirmek

C. FAALİYET EKONOMİLERİ

1. Ürün hattını genişletmek
2. One-stop shopping hizmetini desteklemek
3. Tamamlayıcı ürünleri üretmek

D. FARKLILAŞTIRILMIŞ ÜRÜNLERİN AVANTAJLARINI ARTTIRMAK

E. BÜYÜKLÜK AVANTAJINDAN YARARLANMAK

1. Büyüklük (large size) ileri teknoloji teçhizatlarını karşılayabilmeli
2. Birçok birimde pahalı teçhizatın kullanılabilmesi için yatırımları geniş alanlara yayabilmek
3. Miktar iskontolarını gerçekleştirebilmek
4. Anlaşmalarda daha iyi şartlara sahip olma şansı

F. EN İYİ UYGULAMALAR (BEST PRACTICE)

1. Faaliyet etkinlikleri (alacakların, stokların, sabit varlıkların vb. yönetimini geliştirmek)
2. Daha hızlı taktiksel uygulamalar ortaya koymak
3. Çalışanları ödüllendirmek
4. Kaynakları daha etkin kullanılmak

G. PAZAR GENİŞLEMESİ

1. Pazar payını arttırmak
2. Yeni pazarlara girmek

H. YENİ YÖNETSEL YETENEKLER

1. Yeni alanlarda geniş çaplı yönetimsel yetenekler uygulamak
2. Yeni sektörlerdeki güçleri, yetenekleri satınalmak
3. Hızla değişen sektörlerle özel yeteneklere sahip olmak

I. REKABET

1. Kritik unsurlar konusunda rakiplerden daha önce başarılı olmak
2. Yüksek değerlendirme için Faiz ve vergi öncesi kârda büyüme sağlamak

J. MÜŞTERİLER

1. Yeni müşteri ilişkileri geliştirmek
2. Müşterileri izlemek

3. Biraraya gelen firma için, müşteri taleplerini karşılama konusunda geniş bir servis ağıının oluşturulmasını sağlamak

K. TEKNOLOJİ

1. Teknolojik bakımdan dinamik sektörlere giriş yapmak
2. Gelişmekte olan teknolojilere sahip sektörlerle girme fırsatlarını yakalamak
3. Teknolojik avantajları kendi çıkarları için kullanmak
4. Yeni AR-GE olanakları sağlamak
5. Yeni anahtar tamamlayıcı teknolojik yetenekler elde etmek
6. Yeni patentler elde etmek
7. Geri kalmış anlalar için teknolojiler oluşturmak

L. SEKTÖRÜN ORGANİZASYONUNU DEĞİŞTİRMEK

1. Düzenlemeleri değiştirmek
2. Stratejik bilimsel sektör segmentinde değişiklik yapmak

M. SEKTÖRDEKİ KONSOLİDASYON FAALİYETLERİNİ DÜZENLEMEKE

1. Sektördeki aşırı kapasiteyi elimine etmek
2. Maliyet azaltımını sağlamak

N. ÜRÜN STRATEJİSİNİ DEĞİŞTİRMEK

1. Daha uygun bir satış kapasitesi oluşturarak değişik alanlardaki aşırı kapasiteyi değiştirmek
2. Uzmanlık alanı mala dayalı olmaya başlamış ürün alanlarından çekilmek

O. KÜRESELLEŞME

1. Uluslararası rekabet – Yabancı piyasalarda varlık gösterme ve yerel piyasalardaki konumunu güçlendirme olanağını sağlamak
2. Etkin bir küresel rekabet için büyüklük ve ölçek ekonomilerine gereksinim duymak
3. Yerel piyasaların ötesinde büyüme fırsatlarına sahip olmak
4. Çeşitlendirme
 - A. Ürün hattında
 - B. Piyasa boyutunda
 - C. Sistematik riskin azaltılması
 - D. İhracata bağımlılığın azaltılması
5. Ürün Girdileri
 - A. Ham madde kaynaklarını kolaylıkla sağlamak
 - B. Pahalı olmayan ve iyi eğitilmiş iş gücünü oluşturabilmek
 - C. Lokal üretim ihtiyacı
6. Diğer ülkelere dağıtımın geliştirilmesi
7. Politik/Düzenleyici uygulamalar
 - A. Koruyucu tariflerden kaçınmak
 - B. Politik ve ekonomik istikrar sağlamak
 - C. Hükümet politikaları
 - D. Güvenilir ve öngörülebilir bir çevrede yatırım yapabilmek
 - E. Ortak pazarların avantajlarından yararlanmak
8. Göreceli döviz kuru durumu

Ö. YATIRIM – FİRMA AL, GELİŞTİR- BÜYÜT

P. RAKİPLERİN HEDEF FİRMA SATIN ALMASINI ÖNLEMEK

R. POTANSİYEL AÇIDAN FİRMAYI KORUMAK AMACI İLE ANTİTRÖST SORUNLARI ÇIKARMAK

EK. 2. SATINALMA, ORTAK GİRİŞİM VE STRATEJİK İŞBİRLİKLERİNİN KARŞILAŞTIRMALI ÖZELLİKLERİ

SATINALMA	ORTAK GİRİŞİM	STRATEJİK İŞBİRLİKLERİ
<ul style="list-style-type: none"> Firma kontrolüne %100 olanak sağlanır. Firma içi uzlaşma sağlanmasına gerek yoktur. Daha risklidir. İhtiyaçtan daha fazlasına sahip olunur. Firma kültüründe karmaşaya neden olabilir. Farklı yönetim sistemlerinin uygulanmasına gerek duyulabilir. Bilgi sistemlerinde harmonizasyon ve bütünleşmeyi gelmeyi gerektirir. Hızlı ve etkin entegrasyon gerektirir. Yapılan stratejik yanlış hesaplamalara yanlış çare bulunması gerekir. Birçok unsorda maliyetlerin azaltılması söz konusudur. Aralıklar ile kısmi yatırımlara olanak tanır. Sınır ötesi yapılabilir. 	<ul style="list-style-type: none"> Firmalar dar alanlarda, iyi tanımlanmış bölümlerde keşilebilir. Farklı ya da sınırlı fırsatları kullanma olanağı ortaya çıkar. Genellikle iki firmayı içerir. Daha sınırlı risk söz konusudur. Tek üründe ortak üretim yapılır. Kaynakların ortak kullanımı söz konusudur. Yönetimde yüksek seviyede etkileşimi gerektirir. Yeni pazarlar ya da teknolojilerde az kullanılır. Birleşme faaliyetinde riski azaltmak amacı ile kullanılabilir. Genellikle sınır ötesidir. 	<ul style="list-style-type: none"> Çoklu firma yapılanmalarında karmaşık sistem çözümleri için faydalıdır. Firma sınırlarını belirsizleştirir. Ortak, ortak girişime kıyasla daha çoktur. (10:1'e karşı 5:1 gibi) Katkı ya da fayda daha az bellidir. Sonuçlarını önceden tahmin etmek daha zordur. Doğrudan firma ile bağlantısı olmasa da, çalışanlara işbirliği içerisinde olan diğer firmalar ile çalışma olanağı sağlar. Sınırlıdır. Bir süresi vardır. Devamlı olarak kademeli yöneticiler tarafından yönetilmesi gerekir. İlişkiler yavaş yavaş gelişir, başta planlandığı şekli ile kalmayabilir. Değişime ve yeni bilgilere adapte olma yeteneği gerektirir. Özellikle sınır ötesi için faydalıdır. Hükümetlerin sınır ötesi birleşmelere izin vermemesi halinde bu faaliyetlerin yerine kullanılabilir.

EK. 3 FİNANSAL HİZMETLER SEKTÖRÜ BİRLEŞME VE SATINALMA LİSTESİ

NO	DUYURU TARİHİ	ALICI FİRMA	HEDEF FİRMA
1	08.01.1998	Doğan Hayat Sigorta A.Ş.	Ray Sigorta A.Ş.
2	28.06.1999	Aksigorta A.Ş.	Akhayat A.Ş.
3	10.09.1999	T. Garanti Bankası A.Ş.	Compagnie Ottamane d'Investissements B.V.
4	01.06.2001	Aviva	Commercial Union Sigorta A.Ş.
5	20.07.2001	HSBC Holdings plc	Demirbank TA.Ş.
6	13.09.2001	Unicredito Italiano spa (unicredit)	Demirbank Romania SA/ Demir Romlease
7	16.10.2001	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	Osmanlı Bankası
8	07.11.2001	Yapı Kredi Bankası A.Ş.	Grup SEB İstanbul Ev Aletleri
9	07.12.2001	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB)	Sınai Yatırım Bankası A.Ş. (SYB)
10	24.12.2001	Global Menkul Değerler A.Ş.	Ege Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
11	26.12.2001	Global Menkul Değerler A.Ş.	Hedef Menkul Değerler A.Ş.
12	30.01.2002	Rant Finansal Kiralama A.Ş.	Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.
13	25.03.2002	Finans Finansal Kiralama A.Ş.	Finans Deniz Finansal Kiralama A.Ş.
14	24.05.2002	Unicredito Italiano spa (unicredit)	Koç Finansal Hizmetler
15	11.07.2002	Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	Vakıf Deniz Finansal Kiralama A.Ş.
16	08.08.2002	Garanti Factoring Hizmetleri A.Ş.	Aktif Finansal Kiralama A.Ş.

NO	DUYURU TARİHİ	ALICI FIRMA	HEDEF FIRMA
17	28.08.2002	Finansbank	Roketsan
18	19.11.2002	Finansbank A.Ş.	Fiba Bank A.Ş.
19	09.12.2002	Global Menkul Değerler	Toprak Hayat Sigorta
20	14.07.2003	İş Girişim Sermayesi	Mars Sinema Turizm ve Sportif Tesisler İşletme.
21	17.02.2004	Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.
22	23.11.2004	BNP Paribas Sa	Türk Ekonomi Bankası
23	17.12.2004	Denizbank A.Ş.	Deniz Finansal Kiralama A.Ş.
24	01.02.2005	Koç Finansal Hizmetler	Yapı ve Kredi Bankası A. Ş.
25	09.03.2005	Akbank	BNP AK Dresdner Bank
26	30.03.2005	Fon Finansal Kiralama A.Ş.	Toprak Finansal Kiralama A.Ş.
27	12.04.2005	Fortis Bank	Dışbank (Türk Dış Ticaret Bankası A.Ş.)
28	11.05.2005	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	Ana Konut Danışmanlık A.Ş.
29	25.08.2005	GE Consumer Finance	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.

EK. 4. OLAY PENCERESİ İÇERİSİNDEKİ ALICI FİRMALARIN BEKLENEN GETİRİLERİ, AŞIRI GETİRİLERİ VE KÜMÜLATİF AŞIRI GETİRİLERİ

AKGRT Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
30.04.1999	0,3488	-40	-1,91%	-1,58%	0,00075169	1,00090326	-1,51%	-0,41%	-0,41%
03.05.1999	0,342	-39	-1,95%	0,73%			0,80%	-2,75%	-3,16%
04.05.1999	0,3556	-38	3,98%	1,08%			1,15%	2,82%	-0,33%
05.05.1999	0,3898	-37	9,62%	2,37%			2,44%	7,17%	6,84%
06.05.1999	0,4172	-36	7,03%	0,18%			0,25%	6,77%	13,61%
07.05.1999	0,3898	-35	-6,57%	0,29%			0,36%	-6,93%	6,69%
10.05.1999	0,3967	-34	1,77%	1,11%			1,18%	0,59%	7,27%
11.05.1999	0,383	-33	-3,45%	2,52%			2,60%	-6,05%	1,22%
12.05.1999	0,3625	-32	-5,35%	-6,09%			-6,02%	0,67%	1,89%
13.05.1999	0,3693	-31	1,88%	-1,01%			-0,93%	2,81%	4,70%
14.05.1999	0,3898	-30	5,55%	4,70%			4,78%	0,77%	5,47%
17.05.1999	0,3762	-29	-3,49%	-1,98%			-1,91%	-1,58%	3,89%
18.05.1999	0,383	-28	1,81%	2,87%			2,95%	-1,14%	2,75%
20.05.1999	0,3701	-27	-3,37%	-0,88%			-0,80%	-2,57%	0,18%
21.05.1999	0,3631	-26	-1,89%	-2,78%			-2,70%	0,81%	1,00%
24.05.1999	0,3701	-25	1,93%	-4,08%			-4,00%	5,93%	6,93%
25.05.1999	0,3561	-24	-3,78%	-3,53%			-3,46%	-0,33%	6,60%
26.05.1999	0,3491	-23	-1,97%	-0,16%			-0,08%	-1,88%	4,72%
27.05.1999	0,3561	-22	2,01%	3,68%			3,76%	-1,76%	2,96%
28.05.1999	0,3631	-21	1,97%	-0,34%			-0,27%	2,23%	5,19%
31.05.1999	0,3631	-20	0,00%	-3,39%			-3,32%	3,32%	8,51%
01.06.1999	0,3561	-19	-1,93%	1,14%			1,22%	-3,15%	5,37%
02.06.1999	0,3351	-18	-5,90%	-3,08%			-3,01%	-2,89%	2,48%
03.06.1999	0,3351	-17	0,00%	0,34%			0,42%	-0,42%	2,06%
04.06.1999	0,3561	-16	6,27%	7,64%			7,72%	-1,46%	0,60%
07.06.1999	0,3421	-15	-3,93%	-1,27%			-1,19%	-2,74%	-2,13%
08.06.1999	0,3351	-14	-2,05%	-0,21%			-0,13%	-1,91%	-4,05%
09.06.1999	0,3351	-13	0,00%	0,02%			0,09%	-0,09%	-4,14%
10.06.1999	0,3491	-12	4,18%	5,12%			5,20%	-1,03%	-5,17%
11.06.1999	0,3631	-11	4,01%	-0,50%			-0,43%	4,44%	-0,73%
14.06.1999	0,3561	-10	-1,93%	-2,35%			-2,28%	0,35%	-0,38%
15.06.1999	0,3491	-9	-1,97%	-2,98%			-2,91%	0,94%	0,56%
16.06.1999	0,3421	-8	-2,01%	-3,03%			-2,96%	0,96%	1,52%
17.06.1999	0,3561	-7	4,09%	3,54%			3,62%	0,47%	1,99%
18.06.1999	0,3561	-6	0,00%	1,14%			1,22%	-1,22%	0,77%
21.06.1999	0,3421	-5	-3,93%	-0,62%			-0,55%	-3,39%	-2,61%
22.06.1999	0,3421	-4	0,00%	-1,32%			-1,25%	1,25%	-1,36%
23.06.1999	0,3491	-3	2,05%	-1,71%			-1,63%	3,68%	2,32%
24.06.1999	0,3351	-2	-4,01%	-0,78%			-0,71%	-3,31%	-0,99%
25.06.1999	0,3282	-1	-2,06%	-2,91%			-2,84%	0,78%	-0,21%
28.06.1999	0,3072	0	-6,40%	-5,28%			-5,21%	-1,19%	-1,40%
29.06.1999	0,3072	1	0,00%	-0,11%			-0,03%	0,03%	-1,37%
30.06.1999	0,3282	2	6,84%	5,86%			5,94%	0,90%	-0,47%
01.07.1999	0,3631	3	10,63%	4,24%			4,32%	6,31%	5,84%
02.07.1999	0,3631	4	0,00%	-5,79%			-5,72%	5,72%	11,56%
05.07.1999	0,391	5	7,68%	3,50%			3,58%	4,11%	15,67%
06.07.1999	0,377	6	-3,58%	-4,19%			-4,12%	0,54%	16,21%

07.07.1999	0,3631	7	-3,69%	-1,35%	-1,27%	-2,41%	13,80%
08.07.1999	0,3561	8	-1,93%	2,57%	2,64%	-4,57%	9,23%
09.07.1999	0,3631	9	1,97%	5,15%	5,23%	-3,26%	5,97%
12.07.1999	0,398	10	9,61%	9,59%	9,68%	-0,07%	5,90%
13.07.1999	0,405	11	1,76%	-0,80%	-0,73%	2,49%	8,39%
14.07.1999	0,4259	12	5,16%	3,73%	3,81%	1,35%	9,74%
15.07.1999	0,412	13	-3,26%	-0,35%	-0,27%	-2,99%	6,75%
16.07.1999	0,398	14	-3,40%	-1,51%	-1,44%	-1,96%	4,78%
19.07.1999	0,4259	15	7,01%	4,37%	4,45%	2,56%	7,35%
20.07.1999	0,4399	16	3,29%	1,13%	1,21%	2,08%	9,43%
21.07.1999	0,4329	17	-1,59%	0,20%	0,28%	-1,87%	7,56%
22.07.1999	0,412	18	-4,83%	-2,30%	-2,23%	-2,60%	4,96%
23.07.1999	0,398	19	-3,40%	-1,40%	-1,32%	-2,07%	2,88%
26.07.1999	0,384	20	-3,52%	-4,39%	-4,32%	0,80%	3,69%
27.07.1999	0,405	21	5,47%	4,16%	4,24%	1,23%	4,92%
28.07.1999	0,405	22	0,00%	-1,13%	-1,05%	1,05%	5,97%
29.07.1999	0,398	23	-1,73%	0,28%	0,36%	-2,08%	3,89%
30.07.1999	0,398	24	0,00%	1,66%	1,74%	-1,74%	2,15%
02.08.1999	0,384	25	-3,52%	-2,12%	-2,05%	-1,47%	0,67%
03.08.1999	0,391	26	1,82%	0,42%	0,50%	1,32%	2,00%
04.08.1999	0,377	27	-3,58%	-0,33%	-0,26%	-3,32%	-1,32%
05.08.1999	0,3631	28	-3,69%	-1,58%	-1,51%	-2,18%	-3,50%
06.08.1999	0,3701	29	1,93%	0,13%	0,20%	1,73%	-1,77%
09.08.1999	0,405	30	9,43%	3,62%	3,70%	5,73%	3,95%
10.08.1999	0,384	31	-5,19%	-0,90%	-0,82%	-4,36%	-0,41%
11.08.1999	0,398	32	3,65%	-1,39%	-1,32%	4,96%	4,55%
12.08.1999	0,405	33	1,76%	-0,85%	-0,77%	2,53%	7,08%
13.08.1999	0,398	34	-1,73%	2,83%	2,90%	-4,63%	2,45%
16.08.1999	0,391	35	-1,76%	0,36%	0,44%	-2,20%	0,25%
26.08.1999	0,3142	36	-19,64%	-10,38%	-10,32%	-9,32%	-9,07%
27.08.1999	0,3282	37	4,46%	1,40%	1,48%	2,98%	-6,09%
31.08.1999	0,3142	38	-4,27%	-4,91%	-4,84%	0,57%	-5,52%
01.09.1999	0,3421	39	8,88%	2,39%	2,47%	6,41%	0,89%
02.09.1999	0,3421	40	0,00%	1,79%	1,87%	-1,87%	-0,98%

GARAN Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
06.07.1999	0,3615	-40	-3,29%	-4,19%	0,001162778	1,128584929	-4,62%	1,33%	1,33%
07.07.1999	0,3493	-39	-3,37%	-1,35%			-1,41%	-1,97%	-0,64%
08.07.1999	0,3677	-38	5,27%	2,57%			3,01%	2,26%	1,61%
09.07.1999	0,3861	-37	5,00%	5,15%			5,92%	-0,92%	0,69%
12.07.1999	0,4351	-36	12,69%	9,59%			10,94%	1,75%	2,44%
13.07.1999	0,4289	-35	-1,42%	-0,80%			-0,79%	-0,64%	1,80%
14.07.1999	0,4473	-34	4,29%	3,73%			4,33%	-0,04%	1,76%
15.07.1999	0,4657	-33	4,11%	-0,35%			-0,27%	4,39%	6,15%
16.07.1999	0,4535	-32	-2,62%	-1,51%			-1,59%	-1,03%	5,12%
19.07.1999	0,478	-31	5,40%	4,37%			5,05%	0,36%	5,48%
20.07.1999	0,478	-30	0,00%	1,13%			1,39%	-1,39%	4,08%
21.07.1999	0,478	-29	0,00%	0,20%			0,34%	-0,34%	3,74%
22.07.1999	0,4657	-28	-2,57%	-2,30%			-2,48%	-0,10%	3,65%
23.07.1999	0,4535	-27	-2,62%	-1,40%			-1,46%	-1,16%	2,49%
26.07.1999	0,4289	-26	-5,42%	-4,39%			-4,84%	-0,58%	1,90%
27.07.1999	0,4473	-25	4,29%	4,16%			4,81%	-0,52%	1,38%
28.07.1999	0,4412	-24	-1,36%	-1,13%			-1,16%	-0,21%	1,18%
29.07.1999	0,4412	-23	0,00%	0,28%			0,43%	-0,43%	0,74%
30.07.1999	0,4473	-22	1,38%	1,66%			1,99%	-0,61%	0,13%
02.08.1999	0,4473	-21	0,00%	-2,12%			-2,28%	2,28%	2,41%
03.08.1999	0,4535	-20	1,39%	0,42%			0,59%	0,79%	3,20%
04.08.1999	0,4412	-19	-2,71%	-0,33%			-0,26%	-2,45%	0,75%
05.08.1999	0,4351	-18	-1,38%	-1,58%			-1,67%	0,29%	1,03%
06.08.1999	0,4351	-17	0,00%	0,13%			0,26%	-0,26%	0,78%
09.08.1999	0,4412	-16	1,40%	3,62%			4,20%	-2,80%	-2,03%
10.08.1999	0,4351	-15	-1,38%	-0,90%			-0,89%	-0,49%	-2,51%
11.08.1999	0,4351	-14	0,00%	-1,39%			-1,45%	1,45%	-1,06%
12.08.1999	0,4167	-13	-4,23%	-0,85%			-0,84%	-3,39%	-4,45%
13.08.1999	0,4351	-12	4,42%	2,83%			3,31%	1,11%	-3,34%
16.08.1999	0,4289	-11	-1,42%	0,36%			0,53%	-1,95%	-5,29%
26.08.1999	0,3922	-10	-8,56%	-10,38%			-11,60%	3,05%	-2,25%
27.08.1999	0,3922	-9	0,00%	1,40%			1,70%	-1,70%	-3,95%
31.08.1999	0,3677	-8	-6,25%	-4,91%			-5,42%	-0,82%	-4,77%
01.09.1999	0,3738	-7	1,66%	2,39%			2,82%	-1,16%	-5,93%
02.09.1999	0,3799	-6	1,63%	1,79%			2,14%	-0,51%	-6,43%
03.09.1999	0,3861	-5	1,63%	2,45%			2,88%	-1,25%	-7,68%
06.09.1999	0,4228	-4	9,51%	8,68%			9,91%	-0,41%	-8,08%
07.09.1999	0,4167	-3	-1,44%	-0,39%			-0,33%	-1,11%	-9,20%
08.09.1999	0,4289	-2	2,93%	5,09%			5,86%	-2,93%	-12,13%
09.09.1999	0,4228	-1	-1,42%	0,38%			0,54%	-1,96%	-14,09%
10.09.1999	0,4228	0	0,00%	0,98%			1,22%	-1,22%	-15,31%
13.09.1999	0,4167	1	-1,44%	-2,06%			-2,20%	0,76%	-14,55%
14.09.1999	0,4228	2	1,46%	1,50%			1,81%	-0,35%	-14,90%
15.09.1999	0,4228	3	0,00%	-0,55%			-0,51%	0,51%	-14,39%
16.09.1999	0,4167	4	-1,44%	0,69%			0,89%	-2,34%	-16,73%
17.09.1999	0,4106	5	-1,46%	0,24%			0,39%	-1,86%	-18,58%
20.09.1999	0,4167	6	1,49%	0,91%			1,14%	0,34%	-18,24%
21.09.1999	0,4167	7	0,00%	-0,77%			-0,75%	0,75%	-17,48%
22.09.1999	0,4167	8	0,00%	-0,84%			-0,83%	0,83%	-16,65%
23.09.1999	0,4289	9	2,93%	2,14%			2,53%	0,40%	-16,25%

24.09.1999	0,4167	10	-2,84%	-1,17%	-1,20%	-1,64%	-17,90%
27.09.1999	0,4106	11	-1,46%	-1,41%	-1,47%	0,01%	-17,89%
28.09.1999	0,4167	12	1,49%	-0,10%	0,01%	1,48%	-16,41%
29.09.1999	0,4106	13	-1,46%	0,16%	0,30%	-1,77%	-18,17%
30.09.1999	0,4106	14	0,00%	-0,41%	-0,35%	0,35%	-17,83%
01.10.1999	0,4044	15	-1,51%	-1,81%	-1,93%	0,42%	-17,41%
04.10.1999	0,3922	16	-3,02%	-1,86%	-1,99%	-1,03%	-18,44%
05.10.1999	0,3983	17	1,56%	-0,48%	-0,42%	1,98%	-16,46%
06.10.1999	0,4044	18	1,53%	1,73%	2,07%	-0,54%	-17,00%
07.10.1999	0,3861	19	-4,53%	-1,15%	-1,18%	-3,35%	-20,35%
08.10.1999	0,3861	20	0,00%	-1,04%	-1,06%	1,06%	-19,29%
11.10.1999	0,3799	21	-1,61%	-1,64%	-1,73%	0,13%	-19,16%
12.10.1999	0,3861	22	1,63%	1,46%	1,76%	-0,13%	-19,29%
13.10.1999	0,3738	23	-3,19%	-1,40%	-1,46%	-1,72%	-21,01%
14.10.1999	0,3799	24	1,63%	0,30%	0,45%	1,18%	-19,83%
15.10.1999	0,3861	25	1,63%	3,73%	4,32%	-2,69%	-22,52%
18.10.1999	0,4044	26	4,74%	1,13%	1,39%	3,35%	-19,17%
19.10.1999	0,4167	27	3,04%	-0,47%	-0,41%	3,45%	-15,72%
20.10.1999	0,4106	28	-1,46%	-0,97%	-0,98%	-0,48%	-16,20%
21.10.1999	0,4044	29	-1,51%	-1,22%	-1,26%	-0,25%	-16,45%
22.10.1999	0,4228	30	4,55%	5,50%	6,32%	-1,77%	-18,22%
25.10.1999	0,4412	31	4,35%	3,93%	4,55%	-0,20%	-18,42%
26.10.1999	0,4964	32	12,51%	2,23%	2,64%	9,87%	-8,55%
27.10.1999	0,4902	33	-1,25%	-0,55%	-0,50%	-0,74%	-9,29%
28.10.1999	0,5025	34	2,51%	0,71%	0,91%	1,60%	-7,70%
01.11.1999	0,5147	35	2,43%	-0,34%	-0,26%	2,69%	-5,01%
02.11.1999	0,5209	36	1,20%	0,12%	0,25%	0,95%	-4,06%
03.11.1999	0,5392	37	3,51%	4,62%	5,33%	-1,81%	-5,87%
04.11.1999	0,5638	38	4,56%	2,91%	3,40%	1,16%	-4,70%
05.11.1999	0,5638	39	0,00%	1,26%	1,54%	-1,54%	-6,25%
08.11.1999	0,5638	40	0,00%	0,62%	0,81%	-0,81%	-7,06%

GARAN1 Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
17.08.2001	0,7336	-40	3,75%	2,09%	0,00152928	1,13356804	2,52%	1,23%	1,23%
20.08.2001	0,7159	-39	-2,41%	-0,84%			-0,80%	-1,61%	-0,38%
21.08.2001	0,7336	-38	2,47%	0,00%			0,15%	2,32%	1,94%
22.08.2001	0,7336	-37	0,00%	-0,30%			-0,19%	0,19%	2,13%
23.08.2001	0,7601	-36	3,61%	2,76%			3,28%	0,33%	2,46%
24.08.2001	0,7424	-35	-2,33%	1,60%			1,96%	-4,29%	-1,84%
27.08.2001	0,7512	-34	1,19%	2,43%			2,90%	-1,72%	-3,56%
28.08.2001	0,7601	-33	1,18%	-0,53%			-0,45%	1,64%	-1,92%
29.08.2001	0,7336	-32	-3,49%	-2,43%			-2,60%	-0,89%	-2,81%
31.08.2001	0,7247	-31	-1,21%	-1,11%			-1,11%	-0,10%	-2,91%
03.09.2001	0,7071	-30	-2,43%	-2,66%			-2,86%	0,43%	-2,48%
04.09.2001	0,7071	-29	0,00%	-0,18%			-0,06%	0,06%	-2,42%
05.09.2001	0,7071	-28	0,00%	0,33%			0,53%	-0,53%	-2,95%
06.09.2001	0,7159	-27	1,24%	1,82%			2,22%	-0,97%	-3,92%
07.09.2001	0,7336	-26	2,47%	-1,81%			-1,90%	4,37%	0,45%
10.09.2001	0,7689	-25	4,81%	-1,14%			-1,14%	5,96%	6,41%
11.09.2001	0,7424	-24	-3,45%	-2,33%			-2,49%	-0,96%	5,45%
13.09.2001	0,6982	-23	-5,95%	-8,93%			-9,97%	4,02%	9,47%
14.09.2001	0,6629	-22	-5,06%	-6,24%			-6,92%	1,86%	11,33%
17.09.2001	0,6187	-21	-6,67%	-2,15%			-2,29%	-4,38%	6,95%
18.09.2001	0,5568	-20	-10,00%	-0,82%			-0,77%	-9,23%	-2,29%
19.09.2001	0,548	-19	-1,58%	2,54%			3,04%	-4,62%	-6,90%
20.09.2001	0,5038	-18	-8,07%	-3,13%			-3,40%	-4,67%	-11,57%
21.09.2001	0,4596	-17	-8,77%	-4,51%			-4,96%	-3,81%	-15,38%
24.09.2001	0,4684	-16	1,91%	2,86%			3,39%	-1,48%	-16,86%
25.09.2001	0,4684	-15	0,00%	1,06%			1,35%	-1,35%	-18,21%
26.09.2001	0,4331	-14	-7,54%	-1,55%			-1,60%	-5,94%	-24,15%
27.09.2001	0,4242	-13	-2,05%	-0,84%			-0,80%	-1,25%	-25,40%
28.09.2001	0,4419	-12	4,17%	2,85%			3,39%	0,79%	-24,61%
01.10.2001	0,4684	-11	6,00%	1,36%			1,69%	4,31%	-20,31%
02.10.2001	0,4684	-10	0,00%	1,48%			1,83%	-1,83%	-22,13%
03.10.2001	0,4596	-9	-1,88%	-2,21%			-2,36%	0,48%	-21,65%
04.10.2001	0,4684	-8	1,91%	1,76%			2,15%	-0,24%	-21,89%
05.10.2001	0,4596	-7	-1,88%	-2,64%			-2,84%	0,96%	-20,93%
08.10.2001	0,4596	-6	0,00%	-1,31%			-1,34%	1,34%	-19,59%
09.10.2001	0,4596	-5	0,00%	1,85%			2,25%	-2,25%	-21,84%
10.10.2001	0,4684	-4	1,91%	5,38%			6,25%	-4,33%	-26,17%
11.10.2001	0,5038	-3	7,56%	7,18%			8,30%	-0,74%	-26,91%
12.10.2001	0,4684	-2	-7,03%	-2,26%			-2,41%	-4,62%	-31,53%
15.10.2001	0,4684	-1	0,00%	1,73%			2,11%	-2,11%	-33,64%
16.10.2001	0,5038	0	7,56%	0,63%			0,87%	6,69%	-26,95%
17.10.2001	0,5038	1	0,00%	3,81%			4,48%	-4,48%	-31,43%
18.10.2001	0,5038	2	0,00%	-1,59%			-1,65%	1,65%	-29,78%
19.10.2001	0,4949	3	-1,77%	0,05%			0,21%	-1,98%	-31,76%
22.10.2001	0,5391	4	8,93%	5,47%			6,35%	2,58%	-29,18%
23.10.2001	0,5568	5	3,28%	3,89%			4,56%	-1,28%	-30,46%
24.10.2001	0,5568	6	0,00%	-0,92%			-0,89%	0,89%	-29,57%
25.10.2001	0,5303	7	-4,76%	-2,46%			-2,63%	-2,13%	-31,70%
26.10.2001	0,5745	8	8,33%	6,13%			7,10%	1,23%	-30,46%
30.10.2001	0,5656	9	-1,55%	0,04%			0,20%	-1,75%	-32,21%

31.10.2001	0,5656	10	0,00%	-0,72%	-0,66%	0,66%	-31,55%
01.11.2001	0,548	11	-3,11%	-2,17%	-2,31%	-0,80%	-32,35%
02.11.2001	0,5656	12	3,21%	4,52%	5,27%	-2,06%	-34,41%
05.11.2001	0,5833	13	3,13%	2,21%	2,65%	0,48%	-33,94%
06.11.2001	0,601	14	3,03%	1,60%	1,96%	1,07%	-32,87%
07.11.2001	0,5833	15	-2,95%	-0,89%	-0,85%	-2,09%	-34,96%
08.11.2001	0,5833	16	0,00%	0,91%	1,18%	-1,18%	-36,14%
09.11.2001	0,5656	17	-3,03%	-3,60%	-3,93%	0,89%	-35,25%
12.11.2001	0,5656	18	0,00%	2,45%	2,93%	-2,93%	-38,18%
13.11.2001	0,5656	19	0,00%	-1,57%	-1,63%	1,63%	-36,55%
14.11.2001	0,601	20	6,26%	4,63%	5,40%	0,86%	-35,69%
15.11.2001	0,6894	21	14,71%	5,24%	6,09%	8,62%	-27,07%
16.11.2001	0,6894	22	0,00%	1,59%	1,95%	-1,95%	-29,02%
19.11.2001	0,7778	23	12,82%	7,85%	9,05%	3,77%	-25,25%
20.11.2001	0,7866	24	1,13%	-3,82%	-4,18%	5,31%	-19,94%
21.11.2001	0,7954	25	1,12%	-1,51%	-1,55%	2,67%	-17,27%
22.11.2001	0,8131	26	2,23%	2,06%	2,48%	-0,26%	-17,52%
23.11.2001	0,7866	27	-3,26%	-1,15%	-1,15%	-2,11%	-19,63%
26.11.2001	0,8131	28	3,37%	2,93%	3,47%	-0,11%	-19,74%
27.11.2001	0,7866	29	-3,26%	-2,83%	-3,05%	-0,21%	-19,94%
28.11.2001	0,7336	30	-6,74%	-5,06%	-5,58%	-1,16%	-21,10%
29.11.2001	0,6717	31	-8,44%	-1,51%	-1,56%	-6,88%	-27,98%
30.11.2001	0,7424	32	10,53%	6,14%	7,11%	3,41%	-24,57%
03.12.2001	0,7424	33	0,00%	-1,43%	-1,47%	1,47%	-23,10%
04.12.2001	0,7159	34	-3,57%	-1,38%	-1,42%	-2,15%	-25,25%
05.12.2001	0,7689	35	7,40%	5,50%	6,39%	1,01%	-24,24%
06.12.2001	0,8043	36	4,60%	6,34%	7,34%	-2,74%	-26,97%
07.12.2001	0,7954	37	-1,11%	-0,19%	-0,07%	-1,04%	-28,02%
10.12.2001	0,7954	38	0,00%	-0,14%	0,00%	0,00%	-28,01%
11.12.2001	0,7778	39	-2,21%	-0,75%	-0,70%	-1,51%	-29,52%
12.12.2001	0,7778	40	0,00%	1,35%	1,68%	-1,68%	-31,20%

YKBNK Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
10.09.2001	1,1702	-40	1,73%	-1,14%	0,00100684	1,16226808	-0,01229	2,96%	2,96%
11.09.2001	1,1107	-39	-5,08%	-2,33%			-0,0261	-2,47%	0,48%
13.09.2001	1,0512	-38	-5,36%	-8,93%			-0,10278	4,92%	5,41%
14.09.2001	0,9917	-37	-5,66%	-6,24%			-0,07148	1,49%	6,89%
17.09.2001	0,9818	-36	-1,00%	-2,15%			-0,02402	1,40%	8,30%
18.09.2001	0,9619	-35	-2,03%	-0,82%			-0,00848	-1,18%	7,12%
19.09.2001	0,9619	-34	0,00%	2,54%			0,030565	-3,06%	4,06%
20.09.2001	0,9223	-33	-4,12%	-3,13%			-0,03543	-0,57%	3,49%
21.09.2001	0,8826	-32	-4,30%	-4,51%			-0,05146	0,84%	4,33%
24.09.2001	0,9024	-31	2,24%	2,86%			0,034246	-1,18%	3,15%
25.09.2001	0,9223	-30	2,21%	1,06%			0,013314	0,87%	4,02%
26.09.2001	0,8925	-29	-3,23%	-1,55%			-0,01697	-1,53%	2,49%
27.09.2001	0,8727	-28	-2,22%	-0,84%			-0,00879	-1,34%	1,15%
28.09.2001	0,8925	-27	2,27%	2,85%			0,034155	-1,15%	0,00%
01.10.2001	0,8925	-26	0,00%	1,36%			0,016781	-1,68%	-1,68%
02.10.2001	0,9123	-25	2,22%	1,48%			0,018169	0,40%	-1,27%
03.10.2001	0,8826	-24	-3,26%	-2,21%			-0,02473	-0,78%	-2,06%
04.10.2001	0,8826	-23	0,00%	1,76%			0,021495	-2,15%	-4,21%
05.10.2001	0,8429	-22	-4,50%	-2,64%			-0,02969	-1,53%	-5,74%
08.10.2001	0,8231	-21	-2,35%	-1,31%			-0,01427	-0,92%	-6,66%
09.10.2001	0,8231	-20	0,00%	1,85%			0,022482	-2,25%	-8,91%
10.10.2001	0,8826	-19	7,23%	5,38%			0,063506	0,88%	-8,03%
11.10.2001	0,952	-18	7,86%	7,18%			0,084513	-0,59%	-8,62%
12.10.2001	0,9123	-17	-4,17%	-2,26%			-0,02527	-1,64%	-10,26%
15.10.2001	0,9024	-16	-1,09%	1,73%			0,021079	-3,19%	-13,45%
16.10.2001	0,9223	-15	2,21%	0,63%			0,008364	1,37%	-12,08%
17.10.2001	0,9619	-14	4,29%	3,81%			0,045342	-0,24%	-12,32%
18.10.2001	0,9421	-13	-2,06%	-1,59%			-0,01748	-0,31%	-12,63%
19.10.2001	0,952	-12	1,05%	0,05%			0,001605	0,89%	-11,74%
22.10.2001	1,0214	-11	7,29%	5,47%			0,064594	0,83%	-10,91%
23.10.2001	1,0512	-10	2,92%	3,89%			0,04623	-1,71%	-12,62%
24.10.2001	1,0313	-9	-1,89%	-0,92%			-0,00972	-0,92%	-13,54%
25.10.2001	1,0313	-8	0,00%	-2,46%			-0,02755	2,75%	-10,79%
26.10.2001	1,0908	-7	5,77%	6,13%			0,072245	-1,46%	-12,24%
30.10.2001	1,1107	-6	1,82%	0,04%			0,00151	1,67%	-10,57%
31.10.2001	1,1503	-5	3,57%	-0,72%			-0,00732	4,30%	-6,27%
01.11.2001	1,0908	-4	-5,17%	-2,17%			-0,02427	-2,75%	-9,02%
02.11.2001	1,1702	-3	7,28%	4,52%			0,053496	1,93%	-7,09%
05.11.2001	1,2297	-2	5,08%	2,21%			0,026646	2,42%	-4,67%
06.11.2001	1,2495	-1	1,61%	1,60%			0,019563	-0,35%	-5,01%
07.11.2001	1,2098	0	-3,18%	-0,89%			-0,0093	-2,25%	-7,26%
08.11.2001	1,2098	1	0,00%	0,91%			0,011534	-1,15%	-8,41%
09.11.2001	1,1503	2	-4,92%	-3,60%			-0,04083	-0,84%	-9,25%
12.11.2001	1,19	3	3,45%	2,45%			0,029474	0,50%	-8,75%
13.11.2001	1,2098	4	1,66%	-1,57%			-0,01723	3,39%	-5,36%
14.11.2001	1,2892	5	6,56%	4,63%			0,054785	1,08%	-4,27%
15.11.2001	1,3288	6	3,07%	5,24%			0,061885	-3,12%	-7,39%
16.11.2001	1,428	7	7,47%	1,59%			0,019449	5,52%	-1,87%
19.11.2001	1,5867	8	11,11%	7,85%			0,092216	1,89%	0,02%

20.11.2001	1,4875	9	-6,25%	-3,82%	-0,04338	-1,91%	-1,89%
21.11.2001	1,4677	10	-1,33%	-1,51%	-0,0165	0,32%	-1,57%
22.11.2001	1,5073	11	2,70%	2,06%	0,024902	0,21%	-1,37%
23.11.2001	1,5073	12	0,00%	-1,15%	-0,01238	1,24%	-0,13%
26.11.2001	1,5668	13	3,95%	2,93%	0,035067	0,44%	0,31%
27.11.2001	1,5073	14	-3,80%	-2,83%	-0,03184	-0,61%	-0,30%
28.11.2001	1,3883	15	-7,89%	-5,06%	-0,05776	-2,12%	-2,42%
29.11.2001	1,3685	16	-1,43%	-1,51%	-0,01656	0,23%	-2,19%
30.11.2001	1,4677	17	7,25%	6,14%	0,072359	0,01%	-2,18%
03.12.2001	1,4478	18	-1,36%	-1,43%	-0,01565	0,21%	-1,97%
04.12.2001	1,428	19	-1,37%	-1,38%	-0,01509	0,14%	-1,83%
05.12.2001	1,5073	20	5,55%	5,50%	0,064957	-0,94%	-2,77%
06.12.2001	1,6263	21	7,89%	6,34%	0,074719	0,42%	-2,35%
07.12.2001	1,5867	22	-2,43%	-0,19%	-0,00123	-2,31%	-4,66%
10.12.2001	1,5668	23	-1,25%	-0,14%	-0,0006	-1,19%	-5,85%
11.12.2001	1,547	24	-1,26%	-0,75%	-0,00777	-0,49%	-6,34%
12.12.2001	1,547	25	0,00%	1,35%	0,016682	-1,67%	-8,01%
13.12.2001	1,5272	26	-1,28%	-0,50%	-0,00478	-0,80%	-8,81%
14.12.2001	1,547	27	1,30%	0,84%	0,01075	0,22%	-8,59%
19.12.2001	1,5867	28	2,57%	0,21%	0,003468	2,22%	-6,37%
20.12.2001	1,5668	29	-1,25%	-0,86%	-0,00896	-0,36%	-6,72%
21.12.2001	1,5272	30	-2,53%	0,33%	0,00486	-3,01%	-9,74%
24.12.2001	1,5668	31	2,59%	-0,27%	-0,00218	2,81%	-6,93%
25.12.2001	1,5867	32	1,27%	1,49%	0,018364	-0,57%	-7,49%
26.12.2001	1,6263	33	2,50%	1,50%	0,018396	0,66%	-6,84%
27.12.2001	1,6858	34	3,66%	4,14%	0,049083	-1,25%	-8,09%
28.12.2001	1,7652	35	4,71%	1,28%	0,015848	3,13%	-4,96%
02.01.2002	1,785	36	1,12%	2,14%	0,025902	-1,47%	-6,43%
03.01.2002	1,785	37	0,00%	1,38%	0,01708	-1,71%	-8,14%
07.01.2002	1,904	38	6,67%	5,09%	0,060196	0,65%	-7,49%
08.01.2002	1,904	39	0,00%	-0,80%	-0,00834	0,83%	-6,66%
09.01.2002	1,8048	40	-5,21%	-5,62%	-0,06431	1,22%	-5,44%

TSKB Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
11.10.2001	0,1585	-40	3,66%	7,18%	0,001268439	0,699802213	5,15%	-1,49%	-1,49%
12.10.2001	0,1585	-39	0,00%	-2,26%			-1,46%	1,46%	-0,04%
15.10.2001	0,1585	-38	0,00%	1,73%			1,34%	-1,34%	-1,37%
16.10.2001	0,1614	-37	1,83%	0,63%			0,57%	1,26%	-0,11%
17.10.2001	0,1727	-36	7,00%	3,81%			2,80%	4,20%	4,09%
18.10.2001	0,167	-35	-3,30%	-1,59%			-0,99%	-2,31%	1,78%
19.10.2001	0,167	-34	0,00%	0,05%			0,16%	-0,16%	1,62%
22.10.2001	0,1755	-33	5,09%	5,47%			3,96%	1,13%	2,75%
23.10.2001	0,184	-32	4,84%	3,89%			2,85%	1,99%	4,74%
24.10.2001	0,1783	-31	-3,10%	-0,92%			-0,52%	-2,58%	2,16%
25.10.2001	0,1783	-30	0,00%	-2,46%			-1,59%	1,59%	3,76%
26.10.2001	0,1812	-29	1,63%	6,13%			4,42%	-2,79%	0,97%
30.10.2001	0,184	-28	1,55%	0,04%			0,16%	1,39%	2,36%
31.10.2001	0,1812	-27	-1,52%	-0,72%			-0,37%	-1,15%	1,21%
01.11.2001	0,1812	-26	0,00%	-2,17%			-1,39%	1,39%	2,60%
02.11.2001	0,1812	-25	0,00%	4,52%			3,29%	-3,29%	-0,68%
05.11.2001	0,1953	-24	7,78%	2,21%			1,67%	6,11%	5,43%
06.11.2001	0,1925	-23	-1,43%	1,60%			1,24%	-2,68%	2,75%
07.11.2001	0,1897	-22	-1,45%	-0,89%			-0,49%	-0,96%	1,79%
08.11.2001	0,2067	-21	8,96%	0,91%			0,76%	8,20%	9,99%
09.11.2001	0,1982	-20	-4,11%	-3,60%			-2,39%	-1,72%	8,27%
12.11.2001	0,1982	-19	0,00%	2,45%			1,84%	-1,84%	6,43%
13.11.2001	0,2038	-18	2,83%	-1,57%			-0,97%	3,80%	10,22%
14.11.2001	0,2067	-17	1,42%	4,63%			3,36%	-1,94%	8,28%
15.11.2001	0,2151	-16	4,06%	5,24%			3,79%	0,27%	8,55%
16.11.2001	0,218	-15	1,35%	1,59%			1,24%	0,11%	8,66%
19.11.2001	0,2378	-14	9,08%	7,85%			5,62%	3,46%	12,13%
20.11.2001	0,2463	-13	3,57%	-3,82%			-2,55%	6,12%	18,25%
21.11.2001	0,2406	-12	-2,31%	-1,51%			-0,93%	-1,39%	16,86%
22.11.2001	0,2463	-11	2,37%	2,06%			1,57%	0,80%	17,67%
23.11.2001	0,2435	-10	-1,14%	-1,15%			-0,68%	-0,46%	17,21%
26.11.2001	0,2435	-9	0,00%	2,93%			2,18%	-2,18%	15,03%
27.11.2001	0,2435	-8	0,00%	-2,83%			-1,85%	1,85%	16,88%
28.11.2001	0,2265	-7	-6,98%	-5,06%			-3,41%	-3,57%	13,31%
29.11.2001	0,2265	-6	0,00%	-1,51%			-0,93%	0,93%	14,24%
30.11.2001	0,2321	-5	2,47%	6,14%			4,42%	-1,95%	12,29%
03.12.2001	0,2293	-4	-1,21%	-1,43%			-0,88%	-0,33%	11,96%
04.12.2001	0,2236	-3	-2,49%	-1,38%			-0,84%	-1,64%	10,32%
05.12.2001	0,235	-2	5,10%	5,50%			3,98%	1,12%	11,44%
06.12.2001	0,2406	-1	2,38%	6,34%			4,57%	-2,18%	9,26%
07.12.2001	0,235	0	-2,33%	-0,19%			-0,01%	-2,32%	6,94%
10.12.2001	0,2548	1	8,43%	-0,14%			0,03%	8,40%	15,33%
11.12.2001	0,2661	2	4,43%	-0,75%			-0,40%	4,84%	20,17%
12.12.2001	0,2661	3	0,00%	1,35%			1,07%	-1,07%	19,10%
13.12.2001	0,2604	4	-2,14%	-0,50%			-0,22%	-1,92%	17,18%
14.12.2001	0,2604	5	0,00%	0,84%			0,71%	-0,71%	16,46%
19.12.2001	0,2576	6	-1,08%	0,21%			0,28%	-1,35%	15,11%
20.12.2001	0,2519	7	-2,21%	-0,86%			-0,47%	-1,74%	13,38%
21.12.2001	0,2519	8	0,00%	0,33%			0,36%	-0,36%	13,02%
24.12.2001	0,2576	9	2,26%	-0,27%			-0,06%	2,33%	15,34%
25.12.2001	0,2576	10	0,00%	1,49%			1,17%	-1,17%	14,17%

26.12.2001	0,2576	11	0,00%	1,50%	1,17%	-1,17%	13,00%
27.12.2001	0,2689	12	4,39%	4,14%	3,02%	1,37%	14,36%
28.12.2001	0,2661	13	-1,04%	1,28%	1,02%	-2,06%	12,30%
02.01.2002	0,2803	14	5,34%	2,14%	1,63%	3,71%	16,01%
03.01.2002	0,2831	15	1,00%	1,38%	1,09%	-0,10%	15,92%
07.01.2002	0,2972	16	4,98%	5,09%	3,69%	1,29%	17,21%
08.01.2002	0,2972	17	0,00%	-0,80%	-0,44%	0,44%	17,64%
09.01.2002	0,2689	18	-9,52%	-5,62%	-3,81%	-5,72%	11,93%
10.01.2002	0,2746	19	2,12%	-1,60%	-0,99%	3,11%	15,04%
11.01.2002	0,2859	20	4,12%	-1,46%	-0,90%	5,01%	20,05%
14.01.2002	0,2831	21	-0,98%	0,16%	0,24%	-1,22%	18,83%
15.01.2002	0,2803	22	-0,99%	-2,13%	-1,36%	0,37%	19,20%
16.01.2002	0,2718	23	-3,03%	-4,41%	-2,96%	-0,07%	19,13%
17.01.2002	0,2689	24	-1,07%	1,06%	0,87%	-1,93%	17,20%
18.01.2002	0,2689	25	0,00%	0,92%	0,77%	-0,77%	16,43%
21.01.2002	0,2661	26	-1,04%	-2,94%	-1,93%	0,89%	17,32%
22.01.2002	0,2576	27	-3,19%	0,08%	0,18%	-3,38%	13,94%
23.01.2002	0,2633	28	2,21%	2,14%	1,63%	0,58%	14,53%
24.01.2002	0,2774	29	5,36%	0,90%	0,75%	4,60%	19,13%
25.01.2002	0,2831	30	2,05%	-1,19%	-0,71%	2,76%	21,89%
28.01.2002	0,3001	31	6,00%	-0,83%	-0,45%	6,46%	28,35%
29.01.2002	0,3326	32	10,83%	-1,96%	-1,24%	12,07%	40,42%
30.01.2002	0,3326	33	0,00%	0,19%	0,26%	-0,26%	40,16%
31.01.2002	0,3468	34	4,27%	5,69%	4,11%	0,16%	40,32%
01.02.2002	0,3468	35	0,00%	0,93%	0,78%	-0,78%	39,54%
04.02.2002	0,3255	36	-6,14%	-2,25%	-1,45%	-4,70%	34,85%
05.02.2002	0,2972	37	-8,69%	-4,24%	-2,84%	-5,86%	28,99%
06.02.2002	0,2902	38	-2,36%	-2,10%	-1,34%	-1,01%	27,98%
07.02.2002	0,3255	39	12,16%	-4,53%	-3,04%	15,21%	43,19%
08.02.2002	0,3043	40	-6,51%	-3,82%	-2,55%	-3,97%	39,22%

GLMDE1		Gün	Günlük	Endeks			Beklenen	Aşırı	Kümülatif
Tarih	Kapanış	Sayısı	Verim	Verim	Alfa	Beta	Getiriler	Getiriler	Aşırı
24.10.2001	0,9158	-40	0,00%	-0,92%	0,000296961	1,052569086	-0,94%	0,94%	0,94%
25.10.2001	0,8831	-39	-3,57%	-2,46%			-2,56%	-1,01%	-0,07%
26.10.2001	0,9158	-38	3,70%	6,13%			6,48%	-2,78%	-2,85%
30.10.2001	0,8831	-37	-3,57%	0,04%			0,08%	-3,65%	-6,50%
31.10.2001	0,8667	-36	-1,86%	-0,72%			-0,72%	-1,13%	-7,63%
01.11.2001	0,8504	-35	-1,88%	-2,17%			-2,26%	0,38%	-7,25%
02.11.2001	0,9158	-34	7,69%	4,52%			4,78%	2,91%	-4,34%
05.11.2001	0,8994	-33	-1,79%	2,21%			2,35%	-4,14%	-8,49%
06.11.2001	0,9321	-32	3,64%	1,60%			1,71%	1,93%	-6,56%
07.11.2001	0,9321	-31	0,00%	-0,89%			-0,90%	0,90%	-5,66%
08.11.2001	0,9485	-30	1,76%	0,91%			0,98%	0,78%	-4,88%
09.11.2001	0,8994	-29	-5,18%	-3,60%			-3,76%	-1,42%	-6,30%
12.11.2001	0,9158	-28	1,82%	2,45%			2,61%	-0,78%	-7,08%
13.11.2001	0,9158	-27	0,00%	-1,57%			-1,62%	1,62%	-5,46%
14.11.2001	0,9812	-26	7,14%	4,63%			4,90%	2,24%	-3,22%
15.11.2001	1,1284	-25	15,00%	5,24%			5,54%	9,46%	6,24%
16.11.2001	1,112	-24	-1,45%	1,59%			1,70%	-3,15%	3,09%
19.11.2001	1,1938	-23	7,36%	7,85%			8,29%	-0,93%	2,15%
20.11.2001	1,1284	-22	-5,48%	-3,82%			-3,99%	-1,49%	0,66%
21.11.2001	1,112	-21	-1,45%	-1,51%			-1,56%	0,10%	0,77%
22.11.2001	1,112	-20	0,00%	2,06%			2,19%	-2,19%	-1,43%
23.11.2001	1,0957	-19	-1,47%	-1,15%			-1,18%	-0,28%	-1,71%
26.11.2001	1,112	-18	1,49%	2,93%			3,11%	-1,63%	-3,34%
27.11.2001	1,1611	-17	4,42%	-2,83%			-2,95%	7,36%	4,02%
28.11.2001	1,0793	-16	-7,05%	-5,06%			-5,29%	-1,75%	2,27%
29.11.2001	1,063	-15	-1,51%	-1,51%			-1,56%	0,05%	2,32%
30.11.2001	1,1284	-14	6,15%	6,14%			6,49%	-0,34%	1,98%
03.12.2001	1,0793	-13	-4,35%	-1,43%			-1,48%	-2,87%	-0,89%
04.12.2001	1,0793	-12	0,00%	-1,38%			-1,43%	1,43%	0,54%
05.12.2001	1,1447	-11	6,06%	5,50%			5,82%	0,24%	0,78%
06.12.2001	1,2101	-10	5,71%	6,34%			6,71%	-0,99%	-0,22%
07.12.2001	1,2101	-9	0,00%	-0,19%			-0,17%	0,17%	-0,04%
10.12.2001	1,2101	-8	0,00%	-0,14%			-0,12%	0,12%	0,07%
11.12.2001	1,2101	-7	0,00%	-0,75%			-0,76%	0,76%	0,84%
12.12.2001	1,1938	-6	-1,35%	1,35%			1,45%	-2,80%	-1,96%
13.12.2001	1,1938	-5	0,00%	-0,50%			-0,49%	0,49%	-1,46%
14.12.2001	1,1938	-4	0,00%	0,84%			0,91%	-0,91%	-2,38%
19.12.2001	1,1938	-3	0,00%	0,21%			0,25%	-0,25%	-2,63%
20.12.2001	1,2592	-2	5,48%	-0,86%			-0,87%	6,35%	3,72%
21.12.2001	1,341	-1	6,50%	0,33%			0,38%	6,12%	9,84%
24.12.2001	1,4227	0	6,09%	-0,27%			-0,26%	6,35%	16,19%
25.12.2001	1,5699	1	10,35%	1,49%			1,60%	8,74%	24,94%
26.12.2001	1,8316	2	16,67%	1,50%			1,60%	15,07%	40,00%
27.12.2001	1,8643	3	1,79%	4,14%			4,38%	-2,60%	37,40%
28.12.2001	1,7988	4	-3,51%	1,28%			1,37%	-4,89%	32,52%
02.01.2002	1,7334	5	-3,64%	2,14%			2,28%	-5,92%	26,60%
03.01.2002	1,897	6	9,44%	1,38%			1,49%	7,95%	34,55%
07.01.2002	2,1586	7	13,79%	5,09%			5,39%	8,40%	42,95%
08.01.2002	2,2894	8	6,06%	-0,80%			-0,82%	6,88%	49,83%
09.01.2002	2,0932	9	-8,57%	-5,62%			-5,89%	-2,68%	47,14%
10.01.2002	2,0932	10	0,00%	-1,60%			-1,65%	1,65%	48,79%

11.01.2002	1,8643	11	-10,94%	-1,46%	-1,51%	-9,42%	39,37%
14.01.2002	1,7661	12	-5,27%	0,16%	0,20%	-5,47%	33,90%
15.01.2002	1,7334	13	-1,85%	-2,13%	-2,21%	0,36%	34,26%
16.01.2002	1,6026	14	-7,55%	-4,41%	-4,62%	-2,93%	31,33%
17.01.2002	1,7334	15	8,16%	1,06%	1,14%	7,02%	38,35%
18.01.2002	1,7661	16	1,89%	0,92%	1,00%	0,89%	39,24%
21.01.2002	1,7007	17	-3,70%	-2,94%	-3,07%	-0,64%	38,60%
22.01.2002	1,6353	18	-3,85%	0,08%	0,11%	-3,96%	34,65%
23.01.2002	1,668	19	2,00%	2,14%	2,29%	-0,29%	34,36%
24.01.2002	1,8643	20	11,77%	0,90%	0,97%	10,79%	45,15%
25.01.2002	1,8316	21	-1,75%	-1,19%	-1,22%	-0,53%	44,62%
28.01.2002	1,7661	22	-3,58%	-0,83%	-0,84%	-2,73%	41,89%
29.01.2002	1,7334	23	-1,85%	-1,96%	-2,03%	0,18%	42,06%
30.01.2002	1,7007	24	-1,89%	0,19%	0,23%	-2,12%	39,95%
31.01.2002	1,8643	25	9,62%	5,69%	6,02%	3,60%	43,55%
01.02.2002	1,897	26	1,75%	0,93%	1,01%	0,75%	44,30%
04.02.2002	1,8643	27	-1,72%	-2,25%	-2,34%	0,61%	44,91%
05.02.2002	1,7988	28	-3,51%	-4,24%	-4,43%	0,92%	45,83%
06.02.2002	1,7661	29	-1,82%	-2,10%	-2,18%	0,37%	46,19%
07.02.2002	1,6353	30	-7,41%	-4,53%	-4,74%	-2,67%	43,52%
08.02.2002	1,5208	31	-7,00%	-3,82%	-3,99%	-3,01%	40,51%
11.02.2002	1,7007	32	11,83%	3,73%	3,96%	7,87%	48,38%
12.02.2002	1,668	33	-1,92%	-0,50%	-0,50%	-1,42%	46,96%
13.02.2002	1,7007	34	1,96%	1,81%	1,94%	0,02%	46,99%
14.02.2002	1,7007	35	0,00%	0,16%	0,19%	-0,19%	46,79%
15.02.2002	1,7334	36	1,92%	-3,10%	-3,23%	5,15%	51,94%
18.02.2002	1,7661	37	1,89%	-1,81%	-1,88%	3,76%	55,71%
19.02.2002	1,7661	38	0,00%	2,19%	2,33%	-2,33%	53,37%
20.02.2002	1,668	39	-5,55%	-3,69%	-3,86%	-1,70%	51,68%
21.02.2002	1,7007	40	1,96%	0,67%	0,73%	1,23%	52,91%

GLMDE2 Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
26.10.2001	0,9158	-40	3,70%	6,13%	-0,00215	1,05941	0,06	-2,58%	-2,58%
30.10.2001	0,8831	-39	-3,57%	0,04%			- 0,00	-3,40%	-3,40%
31.10.2001	0,8667	-38	-1,86%	-0,72%			- 0,01	-0,88%	-4,29%
01.11.2001	0,8504	-37	-1,88%	-2,17%			- 0,03	0,64%	-3,65%
02.11.2001	0,9158	-36	7,69%	4,52%			0,05	3,12%	-0,53%
05.11.2001	0,8994	-35	-1,79%	2,21%			0,02	-3,91%	-4,44%
06.11.2001	0,9321	-34	3,64%	1,60%			0,01	2,16%	-2,28%
07.11.2001	0,9321	-33	0,00%	-0,89%			- 0,01	1,15%	-1,13%
08.11.2001	0,9485	-32	1,76%	0,91%			0,01	1,01%	-0,11%
09.11.2001	0,8994	-31	-5,18%	-3,60%			- 0,04	-1,15%	-1,26%
12.11.2001	0,9158	-30	1,82%	2,45%			0,02	-0,56%	-1,82%
13.11.2001	0,9158	-29	0,00%	-1,57%			- 0,02	1,88%	0,06%
14.11.2001	0,9812	-28	7,14%	4,63%			0,05	2,45%	2,51%
15.11.2001	1,1284	-27	15,00%	5,24%			0,05	9,67%	12,18%
16.11.2001	1,112	-26	-1,45%	1,59%			0,01	-2,92%	9,26%
19.11.2001	1,1938	-25	7,36%	7,85%			0,08	-0,74%	8,52%
20.11.2001	1,1284	-24	-5,48%	-3,82%			- 0,04	-1,22%	7,30%
21.11.2001	1,112	-23	-1,45%	-1,51%			- 0,02	0,36%	7,66%
22.11.2001	1,112	-22	0,00%	2,06%			0,02	-1,96%	5,70%
23.11.2001	1,0957	-21	-1,47%	-1,15%			- 0,01	-0,03%	5,67%
26.11.2001	1,112	-20	1,49%	2,93%			0,03	-1,40%	4,26%
27.11.2001	1,1611	-19	4,42%	-2,83%			- 0,03	7,62%	11,89%
28.11.2001	1,0793	-18	-7,05%	-5,06%			- 0,06	-1,47%	10,42%
29.11.2001	1,063	-17	-1,51%	-1,51%			- 0,02	0,31%	10,72%
30.11.2001	1,1284	-16	6,15%	6,14%			0,06	-0,14%	10,59%
03.12.2001	1,0793	-15	-4,35%	-1,43%			- 0,02	-2,62%	7,97%
04.12.2001	1,0793	-14	0,00%	-1,38%			- 0,02	1,68%	9,65%
05.12.2001	1,1447	-13	6,06%	5,50%			0,06	0,45%	10,09%
06.12.2001	1,2101	-12	5,71%	6,34%			0,07	-0,79%	9,30%
07.12.2001	1,2101	-11	0,00%	-0,19%			- 0,00	0,42%	9,72%
10.12.2001	1,2101	-10	0,00%	-0,14%			- 0,00	0,36%	10,08%
11.12.2001	1,2101	-9	0,00%	-0,75%			- 0,01	1,01%	11,10%
12.12.2001	1,1938	-8	-1,35%	1,35%			0,01	-2,56%	8,54%
13.12.2001	1,1938	-7	0,00%	-0,50%			- 0,01	0,74%	9,28%
14.12.2001	1,1938	-6	0,00%	0,84%			0,01	-0,67%	8,61%
19.12.2001	1,1938	-5	0,00%	0,21%			0,00	-0,01%	8,60%
20.12.2001	1,2592	-4	5,48%	-0,86%			- 0,01	6,60%	15,20%
21.12.2001	1,341	-3	6,50%	0,33%			0,00	6,36%	21,56%
24.12.2001	1,4227	-2	6,09%	-0,27%			- 0,01	6,60%	28,16%
25.12.2001	1,5699	-1	10,35%	1,49%			0,01	8,98%	37,14%
26.12.2001	1,8316	0	16,67%	1,50%			0,01	15,30%	52,44%
27.12.2001	1,8643	1	1,79%	4,14%			0,04	-2,38%	50,05%
28.12.2001	1,7988	2	-3,51%	1,28%			0,01	-4,65%	45,40%
02.01.2002	1,7334	3	-3,64%	2,14%			0,02	-5,69%	39,71%
03.01.2002	1,897	4	9,44%	1,38%			0,01	8,19%	47,90%
07.01.2002	2,1586	5	13,79%	5,09%			0,05	8,61%	56,51%
08.01.2002	2,2894	6	6,06%	-0,80%			- 0,01	7,13%	63,64%
09.01.2002	2,0932	7	-8,57%	-5,62%			- 0,06	-2,40%	61,23%
10.01.2002	2,0932	8	0,00%	-1,60%			- 0,02	1,91%	63,14%
11.01.2002	1,8643	9	-10,94%	-1,46%			- 0,02	-9,17%	53,97%
14.01.2002	1,7661	10	-5,27%	0,16%			- 0,00	-5,23%	48,75%

15.01.2002	1,7334	11	-1,85%	-2,13%	-	0,02	0,62%	49,37%
16.01.2002	1,6026	12	-7,55%	-4,41%	-	0,05	-2,66%	46,71%
17.01.2002	1,7334	13	8,16%	1,06%		0,01	7,26%	53,97%
18.01.2002	1,7661	14	1,89%	0,92%		0,01	1,13%	55,09%
21.01.2002	1,7007	15	-3,70%	-2,94%	-	0,03	-0,37%	54,72%
22.01.2002	1,6353	16	-3,85%	0,08%	-	0,00	-3,71%	51,01%
23.01.2002	1,668	17	2,00%	2,14%		0,02	-0,06%	50,95%
24.01.2002	1,8643	18	11,77%	0,90%		0,01	11,03%	61,99%
25.01.2002	1,8316	19	-1,75%	-1,19%	-	0,01	-0,28%	61,71%
28.01.2002	1,7661	20	-3,58%	-0,83%	-	0,01	-2,48%	59,22%
29.01.2002	1,7334	21	-1,85%	-1,96%	-	0,02	0,43%	59,66%
30.01.2002	1,7007	22	-1,89%	0,19%	-	0,00	-1,88%	57,78%
31.01.2002	1,8643	23	9,62%	5,69%		0,06	3,81%	61,59%
01.02.2002	1,897	24	1,75%	0,93%		0,01	0,99%	62,58%
04.02.2002	1,8643	25	-1,72%	-2,25%	-	0,03	0,87%	63,45%
05.02.2002	1,7988	26	-3,51%	-4,24%	-	0,05	1,19%	64,64%
06.02.2002	1,7661	27	-1,82%	-2,10%	-	0,02	0,62%	65,26%
07.02.2002	1,6353	28	-7,41%	-4,53%	-	0,05	-2,39%	62,87%
08.02.2002	1,5208	29	-7,00%	-3,82%	-	0,04	-2,74%	60,13%
11.02.2002	1,7007	30	11,83%	3,73%		0,04	8,09%	68,22%
12.02.2002	1,668	31	-1,92%	-0,50%	-	0,01	-1,17%	67,05%
13.02.2002	1,7007	32	1,96%	1,81%		0,02	0,25%	67,30%
14.02.2002	1,7007	33	0,00%	0,16%	-	0,00	0,05%	67,35%
15.02.2002	1,7334	34	1,92%	-3,10%	-	0,03	5,42%	72,77%
18.02.2002	1,7661	35	1,89%	-1,81%	-	0,02	4,02%	76,79%
19.02.2002	1,7661	36	0,00%	2,19%		0,02	-2,10%	74,69%
20.02.2002	1,668	37	-5,55%	-3,69%	-	0,04	-1,43%	73,26%
21.02.2002	1,7007	38	1,96%	0,67%		0,00	1,47%	74,73%
26.02.2002	1,6353	39	-3,85%	-2,10%	-	0,02	-1,41%	73,32%
27.02.2002	1,668	40	2,00%	2,33%		0,02	-0,26%	73,06%

RANTL Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
28.11.2001	0,2573	-40	-3,56%	-5,06%	0,000972157	0,827288235	-0,04085	0,52%	0,52%
29.11.2001	0,243	-39	-5,56%	-1,51%			-0,01153	-4,40%	-3,88%
30.11.2001	0,2573	-38	5,88%	6,14%			0,05176	0,71%	-3,17%
03.12.2001	0,2478	-37	-3,69%	-1,43%			-0,01088	-2,60%	-5,77%
04.12.2001	0,2382	-36	-3,87%	-1,38%			-0,01049	-2,83%	-8,60%
05.12.2001	0,2525	-35	6,00%	5,50%			0,046491	1,35%	-7,25%
06.12.2001	0,2573	-34	1,90%	6,34%			0,053439	-3,44%	-10,69%
07.12.2001	0,2525	-33	-1,87%	-0,19%			-0,00062	-1,80%	-12,49%
10.12.2001	0,2478	-32	-1,86%	-0,14%			-0,00017	-1,84%	-14,34%
11.12.2001	0,2573	-31	3,83%	-0,75%			-0,00527	4,36%	-9,98%
12.12.2001	0,2478	-30	-3,69%	1,35%			0,01213	-4,91%	-14,88%
13.12.2001	0,2525	-29	1,90%	-0,50%			-0,00315	2,21%	-12,67%
14.12.2001	0,2525	-28	0,00%	0,84%			0,007907	-0,79%	-13,46%
19.12.2001	0,2573	-27	1,90%	0,21%			0,002724	1,63%	-11,83%
20.12.2001	0,2621	-26	1,87%	-0,86%			-0,00613	2,48%	-9,35%
21.12.2001	0,2525	-25	-3,66%	0,33%			0,003715	-4,03%	-13,39%
24.12.2001	0,2621	-24	3,80%	-0,27%			-0,0013	3,93%	-9,46%
25.12.2001	0,2621	-23	0,00%	1,49%			0,013327	-1,33%	-10,79%
26.12.2001	0,2716	-22	3,62%	1,50%			0,01335	2,29%	-8,50%
27.12.2001	0,2906	-21	7,00%	4,14%			0,035192	3,48%	-5,02%
28.12.2001	0,3002	-20	3,30%	1,28%			0,011536	2,15%	-2,87%
02.01.2002	0,324	-19	7,93%	2,14%			0,018692	6,06%	3,19%
03.01.2002	0,3716	-18	14,69%	1,38%			0,012413	13,45%	16,64%
07.01.2002	0,3907	-17	5,14%	5,09%			0,043102	0,83%	17,47%
08.01.2002	0,3812	-16	-2,43%	-0,80%			-0,00568	-1,86%	15,60%
09.01.2002	0,3383	-15	-11,25%	-5,62%			-0,04552	-6,70%	8,90%
10.01.2002	0,3478	-14	2,81%	-1,60%			-0,01224	4,03%	12,93%
11.01.2002	0,3478	-13	0,00%	-1,46%			-0,01114	1,11%	14,05%
14.01.2002	0,3478	-12	0,00%	0,16%			0,002329	-0,23%	13,81%
15.01.2002	0,3383	-11	-2,73%	-2,13%			-0,01665	-1,07%	12,75%
16.01.2002	0,3192	-10	-5,65%	-4,41%			-0,03554	-2,09%	10,66%
17.01.2002	0,3335	-9	4,48%	1,06%			0,009704	3,51%	14,16%
18.01.2002	0,324	-8	-2,85%	0,92%			0,008584	-3,71%	10,46%
21.01.2002	0,3192	-7	-1,48%	-2,94%			-0,02337	0,86%	11,31%
22.01.2002	0,324	-6	1,50%	0,08%			0,001613	1,34%	12,66%
23.01.2002	0,324	-5	0,00%	2,14%			0,018716	-1,87%	10,78%
24.01.2002	0,3288	-4	1,48%	0,90%			0,008395	0,64%	11,43%
25.01.2002	0,3526	-3	7,24%	-1,19%			-0,00887	8,13%	19,55%
28.01.2002	0,3383	-2	-4,06%	-0,83%			-0,00588	-3,47%	16,08%
29.01.2002	0,3288	-1	-2,81%	-1,96%			-0,0152	-1,29%	14,80%
30.01.2002	0,324	0	-1,46%	0,19%			0,002561	-1,72%	13,08%
31.01.2002	0,3621	1	11,76%	5,69%			0,048034	6,96%	20,04%
01.02.2002	0,3478	2	-3,95%	0,93%			0,008653	-4,81%	15,22%
04.02.2002	0,3526	3	1,38%	-2,25%			-0,01762	3,14%	18,36%
05.02.2002	0,3288	4	-6,75%	-4,24%			-0,03409	-3,34%	15,02%
06.02.2002	0,3288	5	0,00%	-2,10%			-0,01642	1,64%	16,66%
07.02.2002	0,3049	6	-7,27%	-4,53%			-0,03651	-3,62%	13,05%
08.02.2002	0,2906	7	-4,69%	-3,82%			-0,03061	-1,63%	11,42%
11.02.2002	0,2954	8	1,65%	3,73%			0,031834	-1,53%	9,89%
12.02.2002	0,3145	9	6,47%	-0,50%			-0,0032	6,79%	16,67%

13.02.2002	0,324	10	3,02%	1,81%	0,015972	1,42%	18,10%
14.02.2002	0,324	11	0,00%	0,16%	0,002263	-0,23%	17,87%
15.02.2002	0,3192	12	-1,48%	-3,10%	-0,02464	0,98%	18,85%
18.02.2002	0,3383	13	5,98%	-1,81%	-0,01401	7,38%	26,24%
19.02.2002	0,3335	14	-1,42%	2,19%	0,01907	-3,33%	22,91%
20.02.2002	0,3288	15	-1,41%	-3,69%	-0,02958	1,55%	24,46%
21.02.2002	0,3288	16	0,00%	0,67%	0,006485	-0,65%	23,81%
26.02.2002	0,3192	17	-2,92%	-2,10%	-0,01637	-1,28%	22,53%
27.02.2002	0,3192	18	0,00%	2,33%	0,02027	-2,03%	20,50%
28.02.2002	0,324	19	1,50%	-1,17%	-0,00872	2,38%	22,88%
01.03.2002	0,3288	20	1,48%	3,76%	0,032041	-1,72%	21,15%
04.03.2002	0,3335	21	1,43%	1,70%	0,014995	-0,07%	21,08%
05.03.2002	0,3383	22	1,44%	-2,11%	-0,01652	3,09%	24,18%
06.03.2002	0,3335	23	-1,42%	-0,63%	-0,00424	-0,99%	23,18%
07.03.2002	0,3574	24	7,17%	2,42%	0,020984	5,07%	28,25%
08.03.2002	0,3431	25	-4,00%	0,72%	0,006936	-4,69%	23,55%
11.03.2002	0,3478	26	1,37%	-3,15%	-0,02508	3,88%	27,43%
12.03.2002	0,3335	27	-4,11%	-4,36%	-0,03509	-0,60%	26,83%
13.03.2002	0,3335	28	0,00%	-2,29%	-0,01796	1,80%	28,63%
14.03.2002	0,324	29	-2,85%	0,19%	0,002554	-3,10%	25,52%
15.03.2002	0,3335	30	2,93%	1,48%	0,013254	1,61%	27,13%
18.03.2002	0,3335	31	0,00%	-1,55%	-0,01185	1,19%	28,31%
19.03.2002	0,3288	32	-1,41%	0,37%	0,003999	-1,81%	26,50%
20.03.2002	0,3335	33	1,43%	1,25%	0,011279	0,30%	26,81%
21.03.2002	0,3478	34	4,29%	6,45%	0,054308	-1,14%	25,66%
22.03.2002	0,3383	35	-2,73%	2,79%	0,024089	-5,14%	20,52%
25.03.2002	0,3383	36	0,00%	1,91%	0,016754	-1,68%	18,85%
26.03.2002	0,3383	37	0,00%	-3,14%	-0,025	2,50%	21,35%
27.03.2002	0,3431	38	1,42%	1,92%	0,016842	-0,27%	21,08%
28.03.2002	0,3621	39	5,54%	-0,45%	-0,00278	5,82%	26,90%
29.03.2002	0,3526	40	-2,62%	-1,10%	-0,00809	-1,81%	25,08%

FFKRL Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
24.01.2002	0,3671	-40	7,00%	0,90%	0,001032282	0,688884709	0,72%	6,27%	6,27%
25.01.2002	0,3671	-39	0,00%	-1,19%			-0,72%	0,72%	6,99%
28.01.2002	0,3511	-38	-4,36%	-0,83%			-0,47%	-3,89%	3,10%
29.01.2002	0,3511	-37	0,00%	-1,96%			-1,24%	1,24%	4,34%
30.01.2002	0,3591	-36	2,28%	0,19%			0,24%	2,04%	6,39%
31.01.2002	0,3671	-35	2,23%	5,69%			4,02%	-1,79%	4,59%
01.02.2002	0,3671	-34	0,00%	0,93%			0,74%	-0,74%	3,85%
04.02.2002	0,3591	-33	-2,18%	-2,25%			-1,45%	-0,73%	3,11%
05.02.2002	0,3511	-32	-2,23%	-4,24%			-2,82%	0,59%	3,70%
06.02.2002	0,3431	-31	-2,28%	-2,10%			-1,34%	-0,93%	2,77%
07.02.2002	0,3272	-30	-4,63%	-4,53%			-3,02%	-1,62%	1,15%
08.02.2002	0,332	-29	1,47%	-3,82%			-2,53%	3,99%	5,15%
11.02.2002	0,3431	-28	3,34%	3,73%			2,67%	0,67%	5,82%
12.02.2002	0,3431	-27	0,00%	-0,50%			-0,24%	0,24%	6,06%
13.02.2002	0,3431	-26	0,00%	1,81%			1,35%	-1,35%	4,71%
14.02.2002	0,3431	-25	0,00%	0,16%			0,21%	-0,21%	4,50%
15.02.2002	0,3192	-24	-6,97%	-3,10%			-2,03%	-4,94%	-0,44%
18.02.2002	0,3096	-23	-3,01%	-1,81%			-1,14%	-1,86%	-2,30%
19.02.2002	0,3192	-22	3,10%	2,19%			1,61%	1,49%	-0,81%
20.02.2002	0,3096	-21	-3,01%	-3,69%			-2,44%	-0,57%	-1,38%
21.02.2002	0,3032	-20	-2,07%	0,67%			0,56%	-2,63%	-4,01%
26.02.2002	0,3096	-19	2,11%	-2,10%			-1,34%	3,45%	-0,55%
27.02.2002	0,3096	-18	0,00%	2,33%			1,71%	-1,71%	-2,27%
28.02.2002	0,3096	-17	0,00%	-1,17%			-0,70%	0,70%	-1,56%
01.03.2002	0,3224	-16	4,13%	3,76%			2,69%	1,44%	-0,12%
04.03.2002	0,316	-15	-1,99%	1,70%			1,27%	-3,26%	-3,37%
05.03.2002	0,316	-14	0,00%	-2,11%			-1,35%	1,35%	-2,02%
06.03.2002	0,3064	-13	-3,04%	-0,63%			-0,33%	-2,71%	-4,73%
07.03.2002	0,3128	-12	2,09%	2,42%			1,77%	0,32%	-4,41%
08.03.2002	0,3128	-11	0,00%	0,72%			0,60%	-0,60%	-5,01%
11.03.2002	0,2968	-10	-5,12%	-3,15%			-2,07%	-3,05%	-8,06%
12.03.2002	0,2873	-9	-3,20%	-4,36%			-2,90%	-0,30%	-8,36%
13.03.2002	0,2841	-8	-1,11%	-2,29%			-1,47%	0,36%	-8,00%
14.03.2002	0,2873	-7	1,13%	0,19%			0,23%	0,89%	-7,11%
15.03.2002	0,2905	-6	1,11%	1,48%			1,13%	-0,01%	-7,12%
18.03.2002	0,2905	-5	0,00%	-1,55%			-0,96%	0,96%	-6,15%
19.03.2002	0,2937	-4	1,10%	0,37%			0,36%	0,75%	-5,41%
20.03.2002	0,3	-3	2,15%	1,25%			0,96%	1,18%	-4,22%
21.03.2002	0,3064	-2	2,13%	6,45%			4,54%	-2,41%	-6,64%
22.03.2002	0,316	-1	3,13%	2,79%			2,03%	1,11%	-5,53%
25.03.2002	0,3192	0	1,01%	1,91%			1,42%	-0,40%	-5,94%
26.03.2002	0,3272	1	2,51%	-3,14%			-2,06%	4,57%	-1,37%
27.03.2002	0,3272	2	0,00%	1,92%			1,42%	-1,42%	-2,79%
28.03.2002	0,3351	3	2,41%	-0,45%			-0,21%	2,62%	-0,17%
29.03.2002	0,3591	4	7,16%	-1,10%			-0,65%	7,81%	7,64%
01.04.2002	0,3671	5	2,23%	-0,50%			-0,24%	2,47%	10,11%
02.04.2002	0,4389	6	19,56%	1,77%			1,32%	18,24%	28,34%
03.04.2002	0,4309	7	-1,82%	-4,65%			-3,10%	1,28%	29,62%
04.04.2002	0,4229	8	-1,86%	4,60%			3,27%	-5,13%	24,49%
05.04.2002	0,4469	9	5,68%	0,57%			0,50%	5,18%	29,67%
08.04.2002	0,4548	10	1,77%	-3,44%			-2,26%	4,03%	33,70%

09.04.2002	0,4469	11	-1,74%	3,92%	2,80%	-4,54%	29,16%
10.04.2002	0,4628	12	3,56%	1,06%	0,83%	2,72%	31,89%
11.04.2002	0,4628	13	0,00%	1,88%	1,40%	-1,40%	30,49%
12.04.2002	0,4469	14	-3,44%	-0,14%	0,01%	-3,44%	27,05%
15.04.2002	0,4548	15	1,77%	2,99%	2,16%	-0,39%	26,65%
16.04.2002	0,4469	16	-1,74%	-3,06%	-2,00%	0,27%	26,92%
17.04.2002	0,4469	17	0,00%	0,35%	0,35%	-0,35%	26,57%
18.04.2002	0,4389	18	-1,79%	-2,06%	-1,32%	-0,47%	26,10%
19.04.2002	0,4309	19	-1,82%	-0,33%	-0,12%	-1,70%	24,40%
22.04.2002	0,4309	20	0,00%	-1,76%	-1,11%	1,11%	25,51%
24.04.2002	0,4229	21	-1,86%	0,13%	0,19%	-2,05%	23,46%
25.04.2002	0,4309	22	1,89%	0,22%	0,25%	1,64%	25,10%
26.04.2002	0,4309	23	0,00%	2,04%	1,51%	-1,51%	23,59%
29.04.2002	0,4628	24	7,40%	-3,19%	-2,09%	9,50%	33,09%
30.04.2002	0,5187	25	12,08%	-1,85%	-1,17%	13,25%	46,34%
01.05.2002	0,5027	26	-3,08%	0,33%	0,33%	-3,42%	42,92%
02.05.2002	0,4868	27	-3,16%	-1,37%	-0,84%	-2,32%	40,60%
03.05.2002	0,4788	28	-1,64%	1,30%	1,00%	-2,64%	37,96%
06.05.2002	0,4788	29	0,00%	-0,19%	-0,03%	0,03%	37,99%
07.05.2002	0,4708	30	-1,67%	1,82%	1,36%	-3,03%	34,96%
08.05.2002	0,4788	31	1,70%	3,96%	2,83%	-1,13%	33,83%
09.05.2002	0,4708	32	-1,67%	-1,42%	-0,88%	-0,79%	33,04%
10.05.2002	0,4628	33	-1,70%	-2,56%	-1,66%	-0,04%	33,00%
13.05.2002	0,4548	34	-1,73%	0,26%	0,28%	-2,01%	30,99%
14.05.2002	0,4788	35	5,28%	-0,47%	-0,22%	5,50%	36,49%
15.05.2002	0,4708	36	-1,67%	-1,82%	-1,15%	-0,52%	35,97%
16.05.2002	0,4947	37	5,08%	-1,61%	-1,00%	6,08%	42,05%
17.05.2002	0,4868	38	-1,60%	-5,43%	-3,64%	2,04%	44,09%
20.05.2002	0,4947	39	1,62%	1,43%	1,09%	0,53%	44,62%
21.05.2002	0,4947	40	0,00%	1,24%	0,96%	-0,96%	43,66%

VAKFN Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
16.05.2002	1,273	-40	-3,58%	-1,61%	-0,000362196	0,868720019	-1,43%	-2,14%	-2,14%
17.05.2002	1,1551	-39	-9,26%	-5,43%			-4,75%	-4,51%	-6,65%
20.05.2002	1,2023	-38	4,09%	1,43%			1,21%	2,88%	-3,77%
21.05.2002	1,2966	-37	7,84%	1,24%			1,05%	6,80%	3,03%
22.05.2002	1,273	-36	-1,82%	-2,68%			-2,37%	0,55%	3,57%
23.05.2002	1,273	-35	0,00%	1,61%			1,36%	-1,36%	2,21%
24.05.2002	1,2966	-34	1,85%	1,11%			0,93%	0,92%	3,13%
27.05.2002	1,273	-33	-1,82%	2,80%			2,39%	-4,21%	-1,08%
28.05.2002	1,2494	-32	-1,85%	-2,36%			-2,09%	0,23%	-0,85%
29.05.2002	1,2259	-31	-1,88%	-1,17%			-1,05%	-0,83%	-1,68%
30.05.2002	1,2023	-30	-1,93%	-2,76%			-2,44%	0,51%	-1,17%
31.05.2002	1,2023	-29	0,00%	-0,90%			-0,82%	0,82%	-0,35%
03.06.2002	1,1551	-28	-3,93%	-0,93%			-0,84%	-3,08%	-3,43%
04.06.2002	1,1551	-27	0,00%	0,68%			0,55%	-0,55%	-3,99%
05.06.2002	1,1787	-26	2,04%	-0,03%			-0,07%	2,11%	-1,88%
06.06.2002	1,275	-25	8,17%	1,01%			0,84%	7,33%	5,45%
07.06.2002	1,2	-24	-5,88%	-3,21%			-2,83%	-3,05%	2,40%
10.06.2002	1,175	-23	-2,08%	-2,80%			-2,47%	0,39%	2,79%
11.06.2002	1,15	-22	-2,13%	-1,47%			-1,31%	-0,81%	1,97%
12.06.2002	1,175	-21	2,17%	-0,18%			-0,19%	2,36%	4,34%
13.06.2002	1,175	-20	0,00%	0,72%			0,59%	-0,59%	3,74%
14.06.2002	1,15	-19	-2,13%	-3,17%			-2,79%	0,66%	4,41%
17.06.2002	1,15	-18	0,00%	-2,47%			-2,18%	2,18%	6,59%
18.06.2002	1,175	-17	2,17%	3,73%			3,21%	-1,03%	5,56%
19.06.2002	1,125	-16	-4,26%	-2,05%			-1,82%	-2,43%	3,12%
20.06.2002	1,125	-15	0,00%	-2,12%			-1,88%	1,88%	5,00%
21.06.2002	1,1	-14	-2,22%	0,45%			0,35%	-2,58%	2,43%
24.06.2002	1,1	-13	0,00%	-2,56%			-2,26%	2,26%	4,69%
25.06.2002	1,125	-12	2,27%	1,23%			1,03%	1,24%	5,93%
26.06.2002	1,05	-11	-6,67%	-5,14%			-4,50%	-2,17%	3,76%
27.06.2002	1,1	-10	4,76%	4,43%			3,81%	0,95%	4,72%
28.06.2002	1,275	-9	15,91%	4,12%			3,54%	12,37%	17,09%
01.07.2002	1,125	-8	-11,76%	1,97%			1,68%	-13,44%	3,65%
02.07.2002	1,05	-7	-6,67%	-4,50%			-3,94%	-2,72%	0,92%
03.07.2002	1,01	-6	-3,81%	-1,39%			-1,24%	-2,57%	-1,65%
04.07.2002	1,025	-5	1,49%	0,57%			0,46%	1,02%	-0,62%
05.07.2002	1,05	-4	2,44%	3,21%			2,76%	-0,32%	-0,94%
08.07.2002	0,95	-3	-9,52%	-4,69%			-4,11%	-5,41%	-6,35%
09.07.2002	0,91	-2	-4,21%	-1,84%			-1,64%	-2,57%	-8,92%
10.07.2002	0,92	-1	1,10%	1,93%			1,64%	-0,54%	-9,46%
11.07.2002	0,96	0	4,35%	0,83%			0,68%	3,67%	-5,80%
12.07.2002	0,97	1	1,04%	5,66%			4,88%	-3,84%	-9,64%
15.07.2002	0,93	2	-4,12%	-1,08%			-0,98%	-3,15%	-12,79%
16.07.2002	0,97	3	4,30%	1,69%			1,43%	2,87%	-9,92%
17.07.2002	1,025	4	5,67%	10,13%			8,76%	-3,09%	-13,01%
18.07.2002	1,025	5	0,00%	0,27%			0,20%	-0,20%	-13,21%
19.07.2002	1,025	6	0,00%	-0,75%			-0,69%	0,69%	-12,52%
22.07.2002	1	7	-2,44%	-3,40%			-2,99%	0,55%	-11,97%
23.07.2002	1,025	8	2,50%	0,17%			0,11%	2,39%	-9,58%
24.07.2002	1	9	-2,44%	-4,13%			-3,62%	1,19%	-8,39%
25.07.2002	0,975	10	-2,50%	0,40%			0,31%	-2,81%	-11,21%

26.07.2002	1,01	11	3,59%	3,23%	2,77%	0,82%	-10,39%
29.07.2002	1,025	12	1,49%	1,10%	0,92%	0,57%	-9,82%
30.07.2002	1,025	13	0,00%	1,61%	1,37%	-1,37%	-11,19%
31.07.2002	1,025	14	0,00%	-1,04%	-0,94%	0,94%	-10,25%
01.08.2002	1,025	15	0,00%	3,38%	2,90%	-2,90%	-13,14%
02.08.2002	1,05	16	2,44%	1,89%	1,60%	0,84%	-12,31%
05.08.2002	1,05	17	0,00%	-1,32%	-1,18%	1,18%	-11,13%
06.08.2002	1,05	18	0,00%	-0,38%	-0,36%	0,36%	-10,76%
07.08.2002	1,075	19	2,38%	-0,72%	-0,66%	3,05%	-7,72%
08.08.2002	1,05	20	-2,33%	0,69%	0,56%	-2,89%	-10,60%
09.08.2002	1,025	21	-2,38%	-1,69%	-1,51%	-0,87%	-11,48%
12.08.2002	1	22	-2,44%	-2,18%	-1,93%	-0,51%	-11,99%
13.08.2002	1,025	23	2,50%	0,62%	0,50%	2,00%	-9,99%
14.08.2002	1,025	24	0,00%	-2,08%	-1,84%	1,84%	-8,14%
15.08.2002	0,98	25	-4,39%	-3,62%	-3,18%	-1,21%	-9,35%
16.08.2002	0,97	26	-1,02%	2,55%	2,18%	-3,20%	-12,55%
19.08.2002	0,96	27	-1,03%	-0,93%	-0,84%	-0,19%	-12,74%
20.08.2002	0,96	28	0,00%	-1,70%	-1,51%	1,51%	-11,23%
21.08.2002	0,95	29	-1,04%	-0,33%	-0,32%	-0,72%	-11,95%
22.08.2002	0,93	30	-2,11%	-1,73%	-1,54%	-0,56%	-12,51%
23.08.2002	0,92	31	-1,08%	-1,20%	-1,08%	0,01%	-12,50%
26.08.2002	0,9	32	-2,17%	0,16%	0,10%	-2,28%	-14,78%
27.08.2002	0,87	33	-3,33%	-0,94%	-0,85%	-2,48%	-17,27%
28.08.2002	0,89	34	2,30%	1,26%	1,06%	1,24%	-16,03%
29.08.2002	0,89	35	0,00%	1,63%	1,38%	-1,38%	-17,41%
02.09.2002	0,88	36	-1,12%	-1,66%	-1,48%	0,35%	-17,05%
03.09.2002	0,87	37	-1,14%	-0,87%	-0,79%	-0,34%	-17,39%
04.09.2002	0,86	38	-1,15%	1,75%	1,48%	-2,63%	-20,03%
05.09.2002	0,85	39	-1,16%	-0,74%	-0,68%	-0,49%	-20,51%
06.09.2002	0,88	40	3,53%	2,70%	2,31%	1,22%	-19,29%

GARFA		Gün	Günlük	Endeks			Beklenen	Aşırı	Kümülatif
Tarih	Kapanış	Sayısı	Verim	Verim	Alfa	Beta	Getiriler	Getiriler	Aşırı
13.06.2002	1,275	-40	-1,92%	0,72%	0,0031289	0,515236241	0,69%	-2,61%	-2,61%
14.06.2002	1,3	-39	1,96%	-3,17%			-1,32%	3,28%	0,67%
17.06.2002	1,25	-38	-3,85%	-2,47%			-0,96%	-2,89%	-2,21%
18.06.2002	1,25	-37	0,00%	3,73%			2,24%	-2,24%	-4,45%
19.06.2002	1,225	-36	-2,00%	-2,05%			-0,75%	-1,25%	-5,70%
20.06.2002	1,25	-35	2,04%	-2,12%			-0,78%	2,82%	-2,88%
21.06.2002	1,2	-34	-4,00%	0,45%			0,54%	-4,54%	-7,43%
24.06.2002	1,15	-33	-4,17%	-2,56%			-1,01%	-3,16%	-10,59%
25.06.2002	1,175	-32	2,17%	1,23%			0,94%	1,23%	-9,36%
26.06.2002	1,125	-31	-4,26%	-5,14%			-2,33%	-1,92%	-11,28%
27.06.2002	1,125	-30	0,00%	4,43%			2,59%	-2,59%	-13,87%
28.06.2002	1,175	-29	4,44%	4,12%			2,43%	2,01%	-11,86%
01.07.2002	1,15	-28	-2,13%	1,97%			1,33%	-3,46%	-15,32%
02.07.2002	1,1	-27	-4,35%	-4,50%			-2,00%	-2,34%	-17,66%
03.07.2002	1,1	-26	0,00%	-1,39%			-0,40%	0,40%	-17,26%
04.07.2002	1,1	-25	0,00%	0,57%			0,61%	-0,61%	-17,87%
05.07.2002	1,1	-24	0,00%	3,21%			1,97%	-1,97%	-19,84%
08.07.2002	1,025	-23	-6,82%	-4,69%			-2,11%	-4,71%	-24,55%
09.07.2002	0,99	-22	-3,41%	-1,84%			-0,64%	-2,78%	-27,33%
10.07.2002	0,975	-21	-1,52%	1,93%			1,31%	-2,82%	-30,15%
11.07.2002	1	-20	2,56%	0,83%			0,74%	1,83%	-28,32%
12.07.2002	1	-19	0,00%	5,66%			3,23%	-3,23%	-31,55%
15.07.2002	1,025	-18	2,50%	-1,08%			-0,24%	2,74%	-28,81%
16.07.2002	1,025	-17	0,00%	1,69%			1,18%	-1,18%	-29,99%
17.07.2002	1,1	-16	7,32%	10,13%			5,53%	1,78%	-28,21%
18.07.2002	1,275	-15	15,91%	0,27%			0,45%	15,46%	-12,75%
19.07.2002	1,175	-14	-7,84%	-0,75%			-0,07%	-7,77%	-20,52%
22.07.2002	1,1	-13	-6,38%	-3,40%			-1,44%	-4,94%	-25,46%
23.07.2002	1,15	-12	4,55%	0,17%			0,40%	4,15%	-21,32%
24.07.2002	1,125	-11	-2,17%	-4,13%			-1,82%	-0,36%	-21,68%
25.07.2002	1,125	-10	0,00%	0,40%			0,52%	-0,52%	-22,20%
26.07.2002	1,125	-9	0,00%	3,23%			1,98%	-1,98%	-24,18%
29.07.2002	1,15	-8	2,22%	1,10%			0,88%	1,34%	-22,83%
30.07.2002	1,15	-7	0,00%	1,61%			1,14%	-1,14%	-23,98%
31.07.2002	1,125	-6	-2,17%	-1,04%			-0,22%	-1,95%	-25,93%
01.08.2002	1,15	-5	2,22%	3,38%			2,05%	0,17%	-25,76%
02.08.2002	1,175	-4	2,17%	1,89%			1,28%	0,89%	-24,87%
05.08.2002	1,175	-3	0,00%	-1,32%			-0,37%	0,37%	-24,50%
06.08.2002	1,175	-2	0,00%	-0,38%			0,12%	-0,12%	-24,62%
07.08.2002	1,15	-1	-2,13%	-0,72%			-0,06%	-2,07%	-26,69%
08.08.2002	1,15	0	0,00%	0,69%			0,67%	-0,67%	-27,36%
09.08.2002	1,125	1	-2,17%	-1,69%			-0,56%	-1,61%	-28,97%
12.08.2002	1,125	2	0,00%	-2,18%			-0,81%	0,81%	-28,16%
13.08.2002	1,025	3	-8,89%	0,62%			0,63%	-9,52%	-37,68%
14.08.2002	1,05	4	2,44%	-2,08%			-0,76%	3,20%	-34,48%
15.08.2002	1	5	-4,76%	-3,62%			-1,55%	-3,21%	-37,69%
16.08.2002	1,025	6	2,50%	2,55%			1,63%	0,87%	-36,82%
19.08.2002	1	7	-2,44%	-0,93%			-0,17%	-2,27%	-39,09%
20.08.2002	1,025	8	2,50%	-1,70%			-0,56%	3,06%	-36,03%
21.08.2002	1,05	9	2,44%	-0,33%			0,14%	2,30%	-33,73%
22.08.2002	1,05	10	0,00%	-1,73%			-0,58%	0,58%	-33,15%

23.08.2002	0,975	11	-7,14%	-1,20%	-0,31%	-6,84%	-39,99%
26.08.2002	1	12	2,56%	0,16%	0,40%	2,17%	-37,82%
27.08.2002	0,97	13	-3,00%	-0,94%	-0,17%	-2,83%	-40,65%
28.08.2002	0,99	14	2,06%	1,26%	0,96%	1,10%	-39,55%
29.08.2002	1	15	1,01%	1,63%	1,15%	-0,14%	-39,69%
02.09.2002	1	16	0,00%	-1,66%	-0,54%	0,54%	-39,15%
03.09.2002	1	17	0,00%	-0,87%	-0,14%	0,14%	-39,02%
04.09.2002	1	18	0,00%	1,75%	1,21%	-1,21%	-40,23%
05.09.2002	0,98	19	-2,00%	-0,74%	-0,07%	-1,93%	-42,16%
06.09.2002	1,01	20	3,06%	2,70%	1,70%	1,36%	-40,80%
09.09.2002	0,99	21	-1,98%	-2,63%	-1,04%	-0,94%	-41,74%
10.09.2002	0,95	22	-4,04%	-4,16%	-1,83%	-2,21%	-43,95%
11.09.2002	1	23	5,26%	2,89%	1,80%	3,46%	-40,49%
12.09.2002	0,99	24	-1,00%	-0,37%	0,12%	-1,12%	-41,61%
13.09.2002	1,03	25	4,04%	0,16%	0,40%	3,64%	-37,97%
16.09.2002	1	26	-2,91%	-1,69%	-0,56%	-2,36%	-40,32%
17.09.2002	1	27	0,00%	1,44%	1,06%	-1,06%	-41,38%
18.09.2002	1,025	28	2,50%	0,36%	0,50%	2,00%	-39,38%
19.09.2002	1,02	29	-0,49%	0,07%	0,35%	-0,84%	-40,21%
20.09.2002	1	30	-1,96%	0,66%	0,65%	-2,61%	-42,83%
23.09.2002	1	31	0,00%	-0,46%	0,08%	-0,08%	-42,90%
24.09.2002	0,98	32	-2,00%	-2,26%	-0,85%	-1,15%	-44,05%
25.09.2002	1	33	2,04%	0,52%	0,58%	1,46%	-42,59%
26.09.2002	1	34	0,00%	-1,91%	-0,67%	0,67%	-41,92%
27.09.2002	0,98	35	-2,00%	-0,75%	-0,07%	-1,93%	-43,85%
30.09.2002	1	36	2,04%	-0,40%	0,10%	1,94%	-41,91%
01.10.2002	0,98	37	-2,00%	2,43%	1,57%	-3,57%	-45,48%
02.10.2002	1	38	2,04%	-0,62%	-0,01%	2,05%	-43,43%
03.10.2002	1	39	0,00%	-1,19%	-0,30%	0,30%	-43,13%
04.10.2002	1	40	0,00%	0,44%	0,54%	-0,54%	-43,66%

FINBN Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
03.07.2002	0,1621	-40	-5,09%	-1,39%	-0,000573704	1,24372777	-1,78%	-3,31%	-3,31%
04.07.2002	0,1592	-39	-1,79%	0,57%			0,65%	-2,44%	-5,76%
05.07.2002	0,1621	-38	1,82%	3,21%			3,94%	-2,12%	-7,88%
08.07.2002	0,1505	-37	-7,16%	-4,69%			-5,90%	-1,26%	-9,14%
09.07.2002	0,1476	-36	-1,93%	-1,84%			-2,35%	0,42%	-8,71%
10.07.2002	0,1534	-35	3,93%	1,93%			2,34%	1,59%	-7,12%
11.07.2002	0,1534	-34	0,00%	0,83%			0,97%	-0,97%	-8,09%
12.07.2002	0,1766	-33	15,12%	5,66%			6,99%	8,14%	0,04%
15.07.2002	0,1708	-32	-3,28%	-1,08%			-1,40%	-1,88%	-1,84%
16.07.2002	0,1766	-31	3,40%	1,69%			2,05%	1,35%	-0,49%
17.07.2002	0,1911	-30	8,21%	10,13%			12,54%	-4,33%	-4,82%
18.07.2002	0,194	-29	1,52%	0,27%			0,28%	1,24%	-3,58%
19.07.2002	0,194	-28	0,00%	-0,75%			-0,99%	0,99%	-2,59%
22.07.2002	0,1795	-27	-7,47%	-3,40%			-4,29%	-3,18%	-5,77%
23.07.2002	0,1795	-26	0,00%	0,17%			0,15%	-0,15%	-5,93%
24.07.2002	0,1737	-25	-3,23%	-4,13%			-5,19%	1,96%	-3,96%
25.07.2002	0,1737	-24	0,00%	0,40%			0,44%	-0,44%	-4,40%
26.07.2002	0,1795	-23	3,34%	3,23%			3,96%	-0,62%	-5,03%
29.07.2002	0,1795	-22	0,00%	1,10%			1,31%	-1,31%	-6,34%
30.07.2002	0,1824	-21	1,62%	1,61%			1,95%	-0,34%	-6,67%
31.07.2002	0,1795	-20	-1,59%	-1,04%			-1,35%	-0,24%	-6,91%
01.08.2002	0,194	-19	8,08%	3,38%			4,14%	3,94%	-2,97%
02.08.2002	0,2113	-18	8,92%	1,89%			2,29%	6,63%	3,66%
05.08.2002	0,2171	-17	2,74%	-1,32%			-1,70%	4,44%	8,10%
06.08.2002	0,2142	-16	-1,34%	-0,38%			-0,53%	-0,81%	7,29%
07.08.2002	0,2142	-15	0,00%	-0,72%			-0,96%	0,96%	8,24%
08.08.2002	0,2171	-14	1,35%	0,69%			0,80%	0,56%	8,80%
09.08.2002	0,2113	-13	-2,67%	-1,69%			-2,16%	-0,51%	8,29%
12.08.2002	0,2084	-12	-1,37%	-2,18%			-2,77%	1,40%	9,69%
13.08.2002	0,2084	-11	0,00%	0,62%			0,71%	-0,71%	8,98%
14.08.2002	0,2055	-10	-1,39%	-2,08%			-2,64%	1,25%	10,23%
15.08.2002	0,194	-9	-5,60%	-3,62%			-4,56%	-1,03%	9,20%
16.08.2002	0,2055	-8	5,93%	2,55%			3,12%	2,81%	12,01%
19.08.2002	0,2026	-7	-1,41%	-0,93%			-1,21%	-0,20%	11,81%
20.08.2002	0,1968	-6	-2,86%	-1,70%			-2,17%	-0,69%	11,12%
21.08.2002	0,1968	-5	0,00%	-0,33%			-0,47%	0,47%	11,59%
22.08.2002	0,1968	-4	0,00%	-1,73%			-2,21%	2,21%	13,80%
23.08.2002	0,2026	-3	2,95%	-1,20%			-1,55%	4,50%	18,30%
26.08.2002	0,1968	-2	-2,86%	0,16%			0,14%	-3,01%	15,29%
27.08.2002	0,1968	-1	0,00%	-0,94%			-1,22%	1,22%	16,51%
28.08.2002	0,1997	0	1,47%	1,26%			1,52%	-0,04%	16,47%
29.08.2002	0,2026	1	1,45%	1,63%			1,96%	-0,51%	15,96%
02.09.2002	0,1968	2	-2,86%	-1,66%			-2,12%	-0,74%	15,22%
03.09.2002	0,194	3	-1,42%	-0,87%			-1,14%	-0,28%	14,94%
04.09.2002	0,1968	4	1,44%	1,75%			2,12%	-0,67%	14,26%
05.09.2002	0,1968	5	0,00%	-0,74%			-0,98%	0,98%	15,24%
06.09.2002	0,1968	6	0,00%	2,70%			3,30%	-3,30%	11,94%
09.09.2002	0,1911	7	-2,90%	-2,63%			-3,33%	0,43%	12,37%
10.09.2002	0,1795	8	-6,07%	-4,16%			-5,23%	-0,84%	11,54%
11.09.2002	0,1824	9	1,62%	2,89%			3,54%	-1,92%	9,62%

12.09.2002	0,1853	10	1,59%	-0,37%	-0,52%	2,11%	11,72%
13.09.2002	0,1795	11	-3,13%	0,16%	0,14%	-3,27%	8,45%
16.09.2002	0,1795	12	0,00%	-1,69%	-2,15%	2,15%	10,60%
17.09.2002	0,1795	13	0,00%	1,44%	1,74%	-1,74%	8,87%
18.09.2002	0,1824	14	1,62%	0,36%	0,39%	1,23%	10,09%
19.09.2002	0,1824	15	0,00%	0,07%	0,03%	-0,03%	10,07%
20.09.2002	0,1824	16	0,00%	0,66%	0,77%	-0,77%	9,30%
23.09.2002	0,1824	17	0,00%	-0,46%	-0,63%	0,63%	9,93%
24.09.2002	0,1795	18	-1,59%	-2,26%	-2,87%	1,28%	11,21%
25.09.2002	0,1824	19	1,62%	0,52%	0,59%	1,03%	12,24%
26.09.2002	0,1795	20	-1,59%	-1,91%	-2,43%	0,84%	13,08%
27.09.2002	0,1795	21	0,00%	-0,75%	-0,99%	0,99%	14,07%
30.09.2002	0,1795	22	0,00%	-0,40%	-0,56%	0,56%	14,63%
01.10.2002	0,1882	23	4,85%	2,43%	2,97%	1,88%	16,51%
02.10.2002	0,1824	24	-3,08%	-0,62%	-0,83%	-2,25%	14,26%
03.10.2002	0,1824	25	0,00%	-1,19%	-1,54%	1,54%	15,80%
04.10.2002	0,1824	26	0,00%	0,44%	0,49%	-0,49%	15,31%
07.10.2002	0,1824	27	0,00%	-0,22%	-0,34%	0,34%	15,65%
08.10.2002	0,1795	28	-1,59%	-1,16%	-1,50%	-0,09%	15,56%
09.10.2002	0,1911	29	6,46%	3,82%	4,69%	1,77%	17,33%
10.10.2002	0,1882	30	-1,52%	1,91%	2,32%	-3,83%	13,50%
11.10.2002	0,1968	31	4,57%	-0,14%	-0,23%	4,80%	18,30%
14.10.2002	0,1882	32	-4,37%	-2,98%	-3,77%	-0,60%	17,69%
15.10.2002	0,194	33	3,08%	2,90%	3,54%	-0,46%	17,23%
16.10.2002	0,194	34	0,00%	-1,09%	-1,41%	1,41%	18,64%
17.10.2002	0,2026	35	4,43%	5,54%	6,84%	-2,40%	16,24%
18.10.2002	0,2084	36	2,86%	2,11%	2,57%	0,29%	16,54%
21.10.2002	0,2113	37	1,39%	0,95%	1,12%	0,27%	16,81%
22.10.2002	0,22	38	4,12%	1,40%	1,68%	2,43%	19,24%
23.10.2002	0,2142	39	-2,64%	-1,91%	-2,43%	-0,20%	19,04%
24.10.2002	0,2229	40	4,06%	4,43%	5,45%	-1,39%	17,65%

FINBN 2 Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
23.09.2002	0,1824	-40	0,00%	-0,46%	0,00070281	1,243557428	-0,50%	0,50%	0,50%
24.09.2002	0,1795	-39	-1,59%	-2,26%			-2,75%	1,16%	1,66%
25.09.2002	0,1824	-38	1,62%	0,52%			0,72%	0,90%	2,56%
26.09.2002	0,1795	-37	-1,59%	-1,91%			-2,30%	0,71%	3,27%
27.09.2002	0,1795	-36	0,00%	-0,75%			-0,86%	0,86%	4,13%
30.09.2002	0,1795	-35	0,00%	-0,40%			-0,43%	0,43%	4,56%
01.10.2002	0,1882	-34	4,85%	2,43%			3,10%	1,75%	6,31%
02.10.2002	0,1824	-33	-3,08%	-0,62%			-0,70%	-2,38%	3,93%
03.10.2002	0,1824	-32	0,00%	-1,19%			-1,42%	1,42%	5,35%
04.10.2002	0,1824	-31	0,00%	0,44%			0,61%	-0,61%	4,73%
07.10.2002	0,1824	-30	0,00%	-0,22%			-0,21%	0,21%	4,94%
08.10.2002	0,1795	-29	-1,59%	-1,16%			-1,37%	-0,22%	4,73%
09.10.2002	0,1911	-28	6,46%	3,82%			4,82%	1,64%	6,37%
10.10.2002	0,1882	-27	-1,52%	1,91%			2,44%	-3,96%	2,41%
11.10.2002	0,1968	-26	4,57%	-0,14%			-0,10%	4,67%	7,08%
14.10.2002	0,1882	-25	-4,37%	-2,98%			-3,64%	-0,73%	6,35%
15.10.2002	0,194	-24	3,08%	2,90%			3,67%	-0,59%	5,76%
16.10.2002	0,194	-23	0,00%	-1,09%			-1,29%	1,29%	7,05%
17.10.2002	0,2026	-22	4,43%	5,54%			6,96%	-2,53%	4,52%
18.10.2002	0,2084	-21	2,86%	2,11%			2,70%	0,17%	4,68%
21.10.2002	0,2113	-20	1,39%	0,95%			1,25%	0,15%	4,83%
22.10.2002	0,22	-19	4,12%	1,40%			1,81%	2,31%	7,13%
23.10.2002	0,2142	-18	-2,64%	-1,91%			-2,31%	-0,33%	6,80%
24.10.2002	0,2229	-17	4,06%	4,43%			5,58%	-1,52%	5,29%
25.10.2002	0,2258	-16	1,30%	0,27%			0,40%	0,90%	6,19%
28.10.2002	0,2403	-15	6,42%	0,25%			0,38%	6,04%	12,23%
30.10.2002	0,2374	-14	-1,21%	-2,87%			-3,50%	2,29%	14,52%
31.10.2002	0,2403	-13	1,22%	1,12%			1,46%	-0,24%	14,28%
01.11.2002	0,2403	-12	0,00%	-0,34%			-0,35%	0,35%	14,63%
04.11.2002	0,2634	-11	9,61%	6,14%			7,71%	1,91%	16,54%
05.11.2002	0,3011	-10	14,31%	10,17%			12,72%	1,60%	18,13%
06.11.2002	0,3184	-9	5,75%	0,22%			0,34%	5,40%	23,53%
07.11.2002	0,3773	-8	18,50%	12,52%			15,64%	2,86%	26,40%
08.11.2002	0,3923	-7	3,98%	-1,86%			-2,24%	6,22%	32,61%
11.11.2002	0,3736	-6	-4,77%	-3,39%			-4,14%	-0,62%	31,99%
12.11.2002	0,3325	-5	-11,00%	-5,29%			-6,51%	-4,49%	27,50%
13.11.2002	0,3474	-4	4,48%	2,64%			3,36%	1,13%	28,63%
14.11.2002	0,3811	-3	9,70%	4,46%			5,62%	4,08%	32,71%
15.11.2002	0,3923	-2	2,94%	4,83%			6,08%	-3,14%	29,57%
18.11.2002	0,4203	-1	7,14%	3,39%			4,28%	2,85%	32,43%
19.11.2002	0,3829	0	-8,90%	-4,77%			-5,86%	-3,04%	29,39%
20.11.2002	0,3736	1	-2,43%	-0,72%			-0,82%	-1,61%	27,78%
21.11.2002	0,3923	2	5,01%	3,91%			4,93%	0,08%	27,86%
22.11.2002	0,3923	3	0,00%	-2,24%			-2,72%	2,72%	30,58%
25.11.2002	0,3736	4	-4,77%	-3,32%			-4,06%	-0,71%	29,87%
26.11.2002	0,3699	5	-0,99%	-1,75%			-2,11%	1,12%	30,99%
27.11.2002	0,3773	6	2,00%	1,66%			2,13%	-0,13%	30,86%
28.11.2002	0,3736	7	-0,98%	-0,87%			-1,01%	0,03%	30,88%
29.11.2002	0,3848	8	3,00%	2,91%			3,69%	-0,70%	30,19%
02.12.2002	0,3923	9	1,95%	0,48%			0,67%	1,28%	31,47%

03.12.2002	0,3829	10	-2,40%	-1,03%	-1,21%	-1,18%	30,29%
04.12.2002	0,3848	11	0,50%	0,46%	0,64%	-0,15%	30,14%
09.12.2002	0,3661	12	-4,86%	-4,39%	-5,39%	0,53%	30,67%
10.12.2002	0,3699	13	1,04%	2,71%	3,44%	-2,40%	28,27%
11.12.2002	0,3829	14	3,51%	-2,53%	-3,08%	6,59%	34,86%
12.12.2002	0,4035	15	5,38%	3,38%	4,27%	1,11%	35,97%
13.12.2002	0,3923	16	-2,78%	-0,76%	-0,87%	-1,91%	34,07%
16.12.2002	0,3736	17	-4,77%	-5,02%	-6,17%	1,41%	35,47%
17.12.2002	0,3549	18	-5,01%	-7,11%	-8,78%	3,77%	39,24%
18.12.2002	0,3474	19	-2,11%	0,50%	0,70%	-2,81%	36,43%
19.12.2002	0,325	20	-6,45%	-3,83%	-4,70%	-1,75%	34,68%
20.12.2002	0,3288	21	1,17%	1,45%	1,87%	-0,70%	33,98%
23.12.2002	0,3063	22	-6,84%	-5,17%	-6,36%	-0,48%	33,50%
24.12.2002	0,2951	23	-3,66%	-2,38%	-2,89%	-0,76%	32,74%
25.12.2002	0,3101	24	5,08%	4,17%	5,26%	-0,18%	32,56%
26.12.2002	0,2914	25	-6,03%	-4,47%	-5,49%	-0,54%	32,02%
27.12.2002	0,2951	26	1,27%	0,65%	0,87%	0,40%	32,42%
30.12.2002	0,2914	27	-1,25%	-1,68%	-2,02%	0,77%	33,18%
31.12.2002	0,2914	28	0,00%	0,80%	1,06%	-1,06%	32,13%
02.01.2003	0,3026	29	3,84%	2,21%	2,81%	1,03%	33,16%
03.01.2003	0,3101	30	2,48%	2,25%	2,87%	-0,40%	32,76%
06.01.2003	0,2914	31	-6,03%	-4,43%	-5,44%	-0,59%	32,17%
07.01.2003	0,2615	32	-10,26%	-5,84%	-7,19%	-3,07%	29,10%
08.01.2003	0,2727	33	4,28%	4,19%	5,28%	-0,99%	28,10%
09.01.2003	0,2839	34	4,11%	0,64%	0,86%	3,25%	31,35%
10.01.2003	0,2765	35	-2,61%	-0,21%	-0,19%	-2,41%	28,94%
13.01.2003	0,2802	36	1,34%	2,05%	2,61%	-1,28%	27,66%
14.01.2003	0,2727	37	-2,68%	-2,76%	-3,37%	0,69%	28,35%
15.01.2003	0,2765	38	1,39%	1,54%	1,98%	-0,59%	27,76%
16.01.2003	0,2877	39	4,05%	1,82%	2,33%	1,72%	29,48%
17.01.2003	0,2765	40	-3,89%	-1,14%	-1,35%	-2,54%	26,93%

GLMDE 4 Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiri	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
09.10.2002	0,6698	-40	3,57%	3,82%	0,000149896	1,29374296	4,96%	-1,38%	-1,38%
10.10.2002	0,6698	-39	0,00%	1,91%			2,48%	-2,48%	-3,87%
11.10.2002	0,6698	-38	0,00%	-0,14%			-0,17%	0,17%	-3,70%
14.10.2002	0,6544	-37	-2,30%	-2,98%			-3,84%	1,54%	-2,16%
15.10.2002	0,6621	-36	1,18%	2,90%			3,76%	-2,58%	-4,74%
16.10.2002	0,6467	-35	-2,33%	-1,09%			-1,40%	-0,93%	-5,67%
17.10.2002	0,6775	-34	4,76%	5,54%			7,18%	-2,42%	-8,10%
18.10.2002	0,6929	-33	2,27%	2,11%			2,75%	-0,47%	-8,57%
21.10.2002	0,7006	-32	1,11%	0,95%			1,24%	-0,13%	-8,70%
22.10.2002	0,7237	-31	3,30%	1,40%			1,82%	1,47%	-7,22%
23.10.2002	0,7083	-30	-2,13%	-1,91%			-2,46%	0,33%	-6,90%
24.10.2002	0,7237	-29	2,17%	4,43%			5,75%	-3,57%	-10,47%
25.10.2002	0,7468	-28	3,19%	0,27%			0,36%	2,83%	-7,63%
28.10.2002	0,7699	-27	3,09%	0,25%			0,34%	2,75%	-4,88%
30.10.2002	0,7622	-26	-1,00%	-2,87%			-3,69%	2,69%	-2,19%
31.10.2002	0,7853	-25	3,03%	1,12%			1,46%	1,57%	-0,62%
01.11.2002	0,7699	-24	-1,96%	-0,34%			-0,42%	-1,54%	-2,15%
04.11.2002	0,7699	-23	0,00%	6,14%			7,96%	-7,96%	-10,11%
05.11.2002	0,8854	-22	15,00%	10,17%			13,17%	1,83%	-8,28%
06.11.2002	0,9816	-21	10,87%	0,22%			0,30%	10,57%	2,29%
07.11.2002	1,1548	-20	17,64%	12,52%			16,21%	1,44%	3,72%
08.11.2002	1,2318	-19	6,67%	-1,86%			-2,39%	9,06%	12,78%
11.11.2002	1,1548	-18	-6,25%	-3,39%			-4,37%	-1,88%	10,90%
12.11.2002	1,0201	-17	-11,66%	-5,29%			-6,83%	-4,83%	6,06%
13.11.2002	1,0586	-16	3,77%	2,64%			3,43%	0,34%	6,41%
14.11.2002	1,1933	-15	12,72%	4,46%			5,79%	6,94%	13,34%
15.11.2002	1,2318	-14	3,23%	4,83%			6,26%	-3,04%	10,31%
18.11.2002	1,328	-13	7,81%	3,39%			4,40%	3,41%	13,72%
19.11.2002	1,2318	-12	-7,24%	-4,77%			-6,16%	-1,09%	12,63%
20.11.2002	1,2318	-11	0,00%	-0,72%			-0,91%	0,91%	13,54%
21.11.2002	1,2126	-10	-1,56%	3,91%			5,07%	-6,63%	6,91%
22.11.2002	1,1548	-9	-4,77%	-2,24%			-2,89%	-1,88%	5,03%
25.11.2002	1,0778	-8	-6,67%	-3,32%			-4,28%	-2,39%	2,65%
26.11.2002	1,0586	-7	-1,78%	-1,75%			-2,25%	0,47%	3,12%
27.11.2002	1,1163	-6	5,45%	1,66%			2,16%	3,29%	6,41%
28.11.2002	1,0971	-5	-1,72%	-0,87%			-1,11%	-0,61%	5,80%
29.11.2002	1,1741	-4	7,02%	2,91%			3,79%	3,23%	9,03%
02.12.2002	1,2703	-3	8,19%	0,48%			0,64%	7,56%	16,59%
03.12.2002	1,2318	-2	-3,03%	-1,03%			-1,32%	-1,71%	14,88%
04.12.2002	1,2318	-1	0,00%	0,46%			0,61%	-0,61%	14,26%
09.12.2002	1,1163	0	-9,38%	-4,39%			-5,67%	-3,71%	10,55%
10.12.2002	1,1741	1	5,18%	2,71%			3,52%	1,66%	12,21%
11.12.2002	1,1356	2	-3,28%	-2,53%			-3,26%	-0,02%	12,20%
12.12.2002	1,1933	3	5,08%	3,38%			4,38%	0,70%	12,89%
13.12.2002	1,1933	4	0,00%	-0,76%			-0,96%	0,96%	13,86%
16.12.2002	1,1163	5	-6,45%	-5,02%			-6,48%	0,03%	13,88%
17.12.2002	0,9623	6	-13,80%	-7,11%			-9,19%	-4,61%	9,27%
18.12.2002	0,9239	7	-3,99%	0,50%			0,67%	-4,66%	4,62%
19.12.2002	0,8661	8	-6,26%	-3,83%			-4,95%	-1,31%	3,31%
20.12.2002	0,8469	9	-2,22%	1,45%			1,89%	-4,11%	-0,80%

23.12.2002	0,7506	10	-11,37%	-5,17%	-6,68%	-4,69%	-5,49%
24.12.2002	0,7391	11	-1,53%	-2,38%	-3,07%	1,54%	-3,95%
25.12.2002	0,793	12	7,29%	4,17%	5,41%	1,88%	-2,08%
26.12.2002	0,7506	13	-5,35%	-4,47%	-5,77%	0,42%	-1,65%
27.12.2002	0,7468	14	-0,51%	0,65%	0,85%	-1,36%	-3,01%
30.12.2002	0,7314	15	-2,06%	-1,68%	-2,16%	0,10%	-2,91%
31.12.2002	0,7314	16	0,00%	0,80%	1,04%	-1,04%	-3,96%
02.01.2003	0,7545	17	3,16%	2,21%	2,87%	0,29%	-3,66%
03.01.2003	0,7776	18	3,06%	2,25%	2,93%	0,13%	-3,54%
06.01.2003	0,7314	19	-5,94%	-4,43%	-5,72%	-0,22%	-3,76%
07.01.2003	0,6698	20	-8,42%	-5,84%	-7,54%	-0,89%	-4,65%
08.01.2003	0,7006	21	4,60%	4,19%	5,43%	-0,83%	-5,48%
09.01.2003	0,716	22	2,20%	0,64%	0,84%	1,36%	-4,12%
10.01.2003	0,7083	23	-1,08%	-0,21%	-0,26%	-0,81%	-4,93%
13.01.2003	0,7237	24	2,17%	2,05%	2,66%	-0,49%	-5,42%
14.01.2003	0,6929	25	-4,26%	-2,76%	-3,56%	-0,69%	-6,11%
15.01.2003	0,7006	26	1,11%	1,54%	2,01%	-0,89%	-7,01%
16.01.2003	0,7006	27	0,00%	1,82%	2,37%	-2,37%	-9,38%
17.01.2003	0,6929	28	-1,10%	-1,14%	-1,46%	0,36%	-9,02%
20.01.2003	0,7083	29	2,22%	2,34%	3,04%	-0,82%	-9,83%
21.01.2003	0,7083	30	0,00%	-0,19%	-0,23%	0,23%	-9,61%
22.01.2003	0,6929	31	-2,17%	-0,24%	-0,30%	-1,87%	-11,48%
23.01.2003	0,7083	32	2,22%	3,20%	4,15%	-1,93%	-13,41%
24.01.2003	0,7006	33	-1,09%	-0,51%	-0,65%	-0,44%	-13,85%
27.01.2003	0,7006	34	0,00%	0,97%	1,27%	-1,27%	-15,12%
28.01.2003	0,7006	35	0,00%	-1,72%	-2,21%	2,21%	-12,91%
29.01.2003	0,7006	36	0,00%	-0,16%	-0,19%	0,19%	-12,71%
30.01.2003	0,7083	37	1,10%	2,05%	2,67%	-1,57%	-14,28%
31.01.2003	0,7006	38	-1,09%	0,79%	1,04%	-2,12%	-16,41%
03.02.2003	0,716	39	2,20%	0,82%	1,07%	1,13%	-15,28%
04.02.2003	0,6929	40	-3,23%	-4,17%	-5,38%	2,15%	-13,13%

ANSGR Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
16.12.2003	0,8853	-40	3,75%	-1,16%	0,00068214	0,890589588	-0,96%	4,71%	4,71%
17.12.2003	0,88	-39	-0,60%	0,13%			0,18%	-0,78%	3,93%
18.12.2003	0,912	-38	3,64%	2,97%			2,71%	0,92%	4,85%
19.12.2003	0,9973	-37	9,35%	2,61%			2,40%	6,96%	11,81%
22.12.2003	1,008	-36	1,07%	1,00%			0,96%	0,12%	11,93%
23.12.2003	1,0133	-35	0,53%	-0,79%			-0,64%	1,16%	13,09%
24.12.2003	0,9973	-34	-1,58%	-0,01%			0,06%	-1,64%	11,45%
25.12.2003	0,976	-33	-2,14%	-3,27%			-2,84%	0,71%	12,16%
26.12.2003	0,992	-32	1,64%	2,00%			1,85%	-0,21%	11,95%
29.12.2003	0,992	-31	0,00%	-0,13%			-0,05%	0,05%	12,00%
30.12.2003	1,0133	-30	2,15%	1,77%			1,65%	0,50%	12,49%
31.12.2003	1,0453	-29	3,16%	1,82%			1,69%	1,47%	13,97%
02.01.2004	1,0507	-28	0,52%	2,81%			2,57%	-2,05%	11,92%
05.01.2004	1,04	-27	-1,02%	2,87%			2,62%	-3,64%	8,28%
06.01.2004	1,024	-26	-1,54%	-3,47%			-3,02%	1,48%	9,76%
07.01.2004	1,04	-25	1,56%	1,94%			1,80%	-0,23%	9,52%
08.01.2004	1,0293	-24	-1,03%	0,11%			0,17%	-1,20%	8,32%
09.01.2004	1,0507	-23	2,08%	2,69%			2,46%	-0,38%	7,94%
12.01.2004	1,04	-22	-1,02%	-1,85%			-1,58%	0,56%	8,50%
13.01.2004	1,0347	-21	-0,51%	-0,50%			-0,38%	-0,13%	8,37%
14.01.2004	1,0027	-20	-3,09%	-3,30%			-2,87%	-0,22%	8,14%
15.01.2004	1,0187	-19	1,60%	0,71%			0,70%	0,89%	9,04%
16.01.2004	0,9973	-18	-2,10%	-3,44%			-2,99%	0,89%	9,93%
19.01.2004	0,9653	-17	-3,21%	-2,80%			-2,43%	-0,78%	9,15%
20.01.2004	1,0027	-16	3,87%	5,87%			5,30%	-1,42%	7,73%
21.01.2004	1,0027	-15	0,00%	0,36%			0,39%	-0,39%	7,34%
22.01.2004	0,9973	-14	-0,54%	-2,02%			-1,73%	1,19%	8,53%
26.01.2004	0,9813	-13	-1,60%	-0,87%			-0,71%	-0,90%	7,64%
27.01.2004	0,9653	-12	-1,63%	-2,49%			-2,15%	0,52%	8,16%
28.01.2004	0,9653	-11	0,00%	-0,80%			-0,64%	0,64%	8,80%
29.01.2004	0,944	-10	-2,21%	-2,67%			-2,31%	0,10%	8,90%
30.01.2004	0,9493	-9	0,56%	-0,13%			-0,05%	0,61%	9,51%
05.02.2004	0,9333	-8	-1,69%	-1,31%			-1,10%	-0,59%	8,92%
06.02.2004	0,912	-7	-2,28%	-0,40%			-0,29%	-2,00%	6,93%
09.02.2004	0,9227	-6	1,17%	3,98%			3,61%	-2,44%	4,49%
10.02.2004	0,9067	-5	-1,73%	-1,26%			-1,05%	-0,68%	3,81%
11.02.2004	0,928	-4	2,35%	3,34%			3,04%	-0,69%	3,12%
12.02.2004	0,9867	-3	6,33%	4,92%			4,45%	1,88%	4,99%
13.02.2004	0,976	-2	-1,08%	0,61%			0,61%	-1,69%	3,30%
16.02.2004	1,0347	-1	6,01%	1,71%			1,59%	4,43%	7,73%
17.02.2004	1,008	0	-2,58%	-1,63%			-1,38%	-1,20%	6,53%
18.02.2004	1,0453	1	3,70%	2,46%			2,26%	1,44%	7,96%
19.02.2004	1,0027	2	-4,08%	-4,48%			-3,92%	-0,15%	7,81%
20.02.2004	1,0027	3	0,00%	-0,01%			0,06%	-0,06%	7,75%
23.02.2004	0,9973	4	-0,54%	-1,72%			-1,46%	0,92%	8,68%
24.02.2004	1,0293	5	3,21%	1,17%			1,11%	2,10%	10,78%
25.02.2004	1,0133	6	-1,55%	1,13%			1,08%	-2,63%	8,15%
26.02.2004	1,024	7	1,06%	0,34%			0,38%	0,68%	8,83%
27.02.2004	1,0347	8	1,04%	0,63%			0,63%	0,42%	9,25%
01.03.2004	1,04	9	0,51%	-0,54%			-0,42%	0,93%	10,17%

02.03.2004	1,0827	10	4,11%	3,04%	2,77%	1,33%	11,51%
03.03.2004	1,088	11	0,49%	-0,95%	-0,78%	1,27%	12,78%
04.03.2004	1,072	12	-1,47%	-0,82%	-0,66%	-0,81%	11,97%
05.03.2004	1,0773	13	0,49%	0,79%	0,77%	-0,28%	11,69%
08.03.2004	1,0827	14	0,50%	1,72%	1,60%	-1,10%	10,59%
09.03.2004	1,088	15	0,49%	-0,04%	0,04%	0,45%	11,04%
10.03.2004	1,184	16	8,82%	1,59%	1,49%	7,34%	18,38%
11.03.2004	1,1413	17	-3,61%	-2,11%	-1,81%	-1,80%	16,58%
12.03.2004	1,1627	18	1,88%	-0,09%	-0,01%	1,88%	18,47%
15.03.2004	1,1627	19	0,00%	0,84%	0,81%	-0,81%	17,66%
16.03.2004	1,1893	20	2,29%	-1,05%	-0,87%	3,15%	20,81%
17.03.2004	1,1787	21	-0,89%	-0,14%	-0,06%	-0,83%	19,97%
18.03.2004	1,1733	22	-0,46%	1,64%	1,53%	-1,99%	17,99%
19.03.2004	1,1947	23	1,82%	2,10%	1,94%	-0,12%	17,87%
22.03.2004	1,1947	24	0,00%	1,57%	1,46%	-1,46%	16,40%
23.03.2004	1,1947	25	0,00%	-0,75%	-0,60%	0,60%	17,00%
24.03.2004	1,2	26	0,44%	0,80%	0,78%	-0,34%	16,66%
25.03.2004	1,1947	27	-0,44%	0,61%	0,61%	-1,06%	15,61%
26.03.2004	1,1947	28	0,00%	1,78%	1,65%	-1,65%	13,96%
29.03.2004	1,2	29	0,44%	0,24%	0,29%	0,16%	14,11%
30.03.2004	1,2107	30	0,89%	-4,10%	-3,58%	4,47%	18,59%
31.03.2004	1,216	31	0,44%	0,80%	0,78%	-0,34%	18,25%
01.04.2004	1,248	32	2,63%	0,65%	0,65%	1,98%	20,23%
02.04.2004	1,2907	33	3,42%	0,80%	0,78%	2,64%	22,87%
05.04.2004	1,3387	34	3,72%	-0,75%	-0,60%	4,32%	27,19%
06.04.2004	1,3067	35	-2,39%	-0,29%	-0,19%	-2,20%	24,99%
07.04.2004	1,3333	36	2,04%	-1,15%	-0,95%	2,99%	27,98%
08.04.2004	1,296	37	-2,80%	-3,10%	-2,69%	-0,11%	27,87%
09.04.2004	1,3013	38	0,41%	0,44%	0,46%	-0,05%	27,82%
12.04.2004	1,3333	39	2,46%	-1,26%	-1,05%	3,51%	31,33%
13.04.2004	1,3333	40	0,00%	-0,81%	-0,65%	0,65%	31,98%

AKBNK Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif
									Aşırı Getiriler
10.01.2005	6,4438	-40	1,23%	1,17%	0,000160861	1,161422723	1,38%	-0,15%	-0,15%
11.01.2005	6,4829	-39	0,61%	1,97%			2,31%	-1,70%	-1,85%
12.01.2005	6,4829	-38	0,00%	0,62%			0,73%	-0,73%	-2,58%
13.01.2005	6,6	-37	1,81%	0,84%			1,00%	0,81%	-1,77%
14.01.2005	6,561	-36	-0,59%	-0,49%			-0,56%	-0,04%	-1,81%
17.01.2005	6,6781	-35	1,78%	1,90%			2,22%	-0,44%	-2,25%
18.01.2005	6,5219	-34	-2,34%	-0,19%			-0,20%	-2,14%	-4,39%
19.01.2005	6,8734	-33	5,39%	0,39%			0,47%	4,92%	0,53%
24.01.2005	6,4438	-32	-6,25%	-1,67%			-1,92%	-4,33%	-3,80%
25.01.2005	6,4829	-31	0,61%	1,48%			1,73%	-1,12%	-4,92%
26.01.2005	6,561	-30	1,20%	0,73%			0,86%	0,34%	-4,58%
27.01.2005	6,5219	-29	-0,60%	0,91%			1,08%	-1,67%	-6,25%
28.01.2005	6,4438	-28	-1,20%	-0,84%			-0,96%	-0,24%	-6,49%
31.01.2005	6,5219	-27	1,21%	0,95%			1,12%	0,10%	-6,39%
01.02.2005	6,4829	-26	-0,60%	1,90%			2,22%	-2,82%	-9,22%
02.02.2005	6,5219	-25	0,60%	0,31%			0,38%	0,22%	-8,99%
03.02.2005	6,3657	-24	-2,40%	-1,37%			-1,57%	-0,82%	-9,82%
04.02.2005	6,3267	-23	-0,61%	0,94%			1,11%	-1,72%	-11,53%
07.02.2005	6,3657	-22	0,62%	1,40%			1,64%	-1,02%	-12,56%
08.02.2005	6,3657	-21	0,00%	0,24%			0,30%	-0,30%	-12,85%
09.02.2005	6,3267	-20	-0,61%	-2,62%			-3,03%	2,42%	-10,43%
10.02.2005	6,2095	-19	-1,85%	-0,80%			-0,91%	-0,94%	-11,38%
11.02.2005	6,2095	-18	0,00%	1,57%			1,83%	-1,83%	-13,21%
14.02.2005	6,3267	-17	1,89%	0,96%			1,14%	0,75%	-12,46%
15.02.2005	6,2486	-16	-1,23%	0,57%			0,68%	-1,92%	-14,38%
16.02.2005	6,1314	-15	-1,88%	-1,78%			-2,06%	0,18%	-14,20%
17.02.2005	6,0533	-14	-1,27%	-2,39%			-2,76%	1,49%	-12,71%
18.02.2005	5,8971	-13	-2,58%	1,08%			1,28%	-3,86%	-16,56%
21.02.2005	5,6627	-12	-3,97%	-1,57%			-1,81%	-2,17%	-18,73%
22.02.2005	5,7409	-11	1,38%	-0,77%			-0,88%	2,26%	-16,47%
23.02.2005	5,819	-10	1,36%	0,99%			1,17%	0,19%	-16,28%
24.02.2005	6,0142	-9	3,35%	1,61%			1,89%	1,47%	-14,81%
25.02.2005	6,0923	-8	1,30%	2,47%			2,89%	-1,59%	-16,40%
28.02.2005	6,2486	-7	2,57%	1,30%			1,53%	1,04%	-15,36%
01.03.2005	6,0923	-6	-2,50%	-2,21%			-2,55%	0,05%	-15,31%
02.03.2005	5,858	-5	-3,85%	-1,95%			-2,25%	-1,59%	-16,91%
03.03.2005	5,858	-4	0,00%	1,22%			1,43%	-1,43%	-18,34%
04.03.2005	5,9361	-3	1,33%	0,38%			0,46%	0,88%	-17,46%
07.03.2005	5,858	-2	-1,32%	0,46%			0,55%	-1,86%	-19,33%
08.03.2005	5,7409	-1	-2,00%	-0,33%			-0,37%	-1,63%	-20,96%
09.03.2005	5,7018	0	-0,68%	0,17%			0,22%	-0,90%	-21,86%
10.03.2005	5,5065	1	-3,43%	-0,82%			-0,93%	-2,49%	-24,35%
11.03.2005	5,7018	2	3,55%	0,19%			0,24%	3,31%	-21,04%
14.03.2005	5,6627	3	-0,69%	-2,31%			-2,66%	1,98%	-19,07%
15.03.2005	5,5846	4	-1,38%	-1,45%			-1,66%	0,28%	-18,78%
16.03.2005	5,3894	5	-3,50%	-4,58%			-5,30%	1,81%	-16,97%
17.03.2005	5,2332	6	-2,90%	-3,38%			-3,91%	1,01%	-15,97%
18.03.2005	5,3894	7	2,98%	3,56%			4,16%	-1,17%	-17,14%
21.03.2005	5,1941	8	-3,62%	-2,81%			-3,25%	-0,38%	-17,52%
22.03.2005	5,2722	9	1,50%	2,36%			2,76%	-1,25%	-18,77%

23.03.2005	5,1551	10	-2,22%	-3,09%	-3,57%	1,35%	-17,42%
24.03.2005	5,2722	11	2,27%	2,57%	3,01%	-0,73%	-18,15%
25.03.2005	5,3113	12	0,74%	1,73%	2,03%	-1,29%	-19,44%
28.03.2005	5,1902	13	-2,28%	-2,59%	-2,99%	0,71%	-18,73%
29.03.2005	5,0686	14	-2,34%	-1,46%	-1,68%	-0,66%	-19,39%
30.03.2005	5,028	15	-0,80%	0,50%	0,59%	-1,39%	-20,79%
31.03.2005	5,3119	16	5,65%	3,89%	4,53%	1,11%	-19,67%
01.04.2005	5,4741	17	3,05%	0,72%	0,85%	2,21%	-17,47%
04.04.2005	5,4335	18	-0,74%	-1,15%	-1,32%	0,58%	-16,89%
05.04.2005	5,5146	19	1,49%	0,93%	1,10%	0,39%	-16,50%
06.04.2005	5,6768	20	2,94%	1,46%	1,71%	1,23%	-15,26%
07.04.2005	5,6363	21	-0,71%	-0,86%	-0,99%	0,28%	-14,99%
08.04.2005	5,6363	22	0,00%	-0,17%	-0,19%	0,19%	-14,80%
11.04.2005	5,5146	23	-2,16%	-1,61%	-1,86%	-0,30%	-15,10%
12.04.2005	5,4335	24	-1,47%	-1,15%	-1,32%	-0,15%	-15,25%
13.04.2005	5,5552	25	2,24%	0,86%	1,01%	1,23%	-14,03%
14.04.2005	5,3119	26	-4,38%	-2,97%	-3,43%	-0,95%	-14,97%
15.04.2005	5,1497	27	-3,05%	-2,81%	-3,24%	0,19%	-14,78%
18.04.2005	5,1091	28	-0,79%	-2,38%	-2,75%	1,96%	-12,82%
19.04.2005	5,2713	29	3,17%	3,68%	4,30%	-1,12%	-13,95%
20.04.2005	5,3524	30	1,54%	0,13%	0,17%	1,37%	-12,58%
21.04.2005	5,3524	31	0,00%	1,01%	1,19%	-1,19%	-13,76%
22.04.2005	5,3524	32	0,00%	1,28%	1,50%	-1,50%	-15,26%
25.04.2005	5,4335	33	1,52%	0,27%	0,33%	1,18%	-14,08%
26.04.2005	5,4335	34	0,00%	-1,27%	-1,46%	1,46%	-12,62%
27.04.2005	5,3524	35	-1,49%	-1,69%	-1,95%	0,45%	-12,17%
28.04.2005	5,3119	36	-0,76%	-2,29%	-2,64%	1,88%	-10,28%
29.04.2005	5,393	37	1,53%	0,31%	0,37%	1,16%	-9,13%
02.05.2005	5,7174	38	6,02%	2,80%	3,27%	2,74%	-6,39%
03.05.2005	5,5957	39	-2,13%	-0,47%	-0,53%	-1,59%	-7,98%
04.05.2005	5,839	40	4,35%	1,75%	2,05%	2,30%	-5,68%

GARAN 2 Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiri	Aşırı Getiriler	Kümülatif
									Aşırı Getiriler
16.03.2005	2,7434	-40	-11,01%	-4,58%	0,000544504	1,154476026	-5,23%	-5,78%	-5,78%
17.03.2005	2,6925	-39	-1,86%	-3,38%			-3,85%	1,99%	-3,79%
18.03.2005	2,7943	-38	3,78%	3,56%			4,17%	-0,39%	-4,18%
21.03.2005	2,6812	-37	-4,05%	-2,81%			-3,19%	-0,86%	-5,04%
22.03.2005	2,749	-36	2,53%	2,36%			2,78%	-0,25%	-5,29%
23.03.2005	2,6925	-35	-2,06%	-3,09%			-3,51%	1,46%	-3,83%
24.03.2005	2,7264	-34	1,26%	2,57%			3,03%	-1,77%	-5,60%
25.03.2005	2,7603	-33	1,24%	1,73%			2,05%	-0,81%	-6,41%
28.03.2005	2,7038	-32	-2,05%	-2,59%			-2,94%	0,89%	-5,52%
29.03.2005	2,6812	-31	-0,84%	-1,46%			-1,63%	0,79%	-4,73%
30.03.2005	2,7717	-30	3,38%	0,50%			0,63%	2,75%	-1,98%
31.03.2005	2,8961	-29	4,49%	3,89%			4,54%	-0,06%	-2,03%
01.04.2005	2,9414	-28	1,56%	0,72%			0,88%	0,68%	-1,35%
04.04.2005	2,9696	-27	0,96%	-1,15%			-1,27%	2,23%	0,88%
05.04.2005	2,9979	-26	0,95%	0,93%			1,13%	-0,18%	0,70%
06.04.2005	3,0545	-25	1,89%	1,46%			1,74%	0,15%	0,85%
07.04.2005	2,9979	-24	-1,85%	-0,86%			-0,94%	-0,91%	-0,06%
08.04.2005	2,9979	-23	0,00%	-0,17%			-0,15%	0,15%	0,09%
11.04.2005	2,9414	-22	-1,88%	-1,61%			-1,81%	-0,08%	0,01%
12.04.2005	2,9979	-21	1,92%	-1,15%			-1,28%	3,20%	3,21%
13.04.2005	2,9696	-20	-0,94%	0,86%			1,05%	-1,99%	1,22%
14.04.2005	2,8565	-19	-3,81%	-2,97%			-3,37%	-0,43%	0,79%
15.04.2005	2,8735	-18	0,60%	-2,81%			-3,18%	3,78%	4,57%
18.04.2005	2,8565	-17	-0,59%	-2,38%			-2,69%	2,10%	6,67%
19.04.2005	2,9696	-16	3,96%	3,68%			4,31%	-0,35%	6,32%
20.04.2005	3,0262	-15	1,91%	0,13%			0,21%	1,70%	8,02%
21.04.2005	3,0262	-14	0,00%	1,01%			1,22%	-1,22%	6,80%
22.04.2005	3,0828	-13	1,87%	1,28%			1,53%	0,34%	7,14%
25.04.2005	3,0545	-12	-0,92%	0,27%			0,37%	-1,29%	5,86%
26.04.2005	2,9979	-11	-1,85%	-1,27%			-1,41%	-0,45%	5,41%
27.04.2005	2,9131	-10	-2,83%	-1,69%			-1,90%	-0,93%	4,48%
28.04.2005	2,8848	-9	-0,97%	-2,29%			-2,59%	1,61%	6,09%
29.04.2005	2,7999	-8	-2,94%	0,31%			0,41%	-3,35%	2,74%
02.05.2005	2,8282	-7	1,01%	2,80%			3,29%	-2,28%	0,46%
03.05.2005	2,8565	-6	1,00%	-0,47%			-0,49%	1,49%	1,96%
04.05.2005	2,8565	-5	0,00%	1,75%			2,07%	-2,07%	-0,12%
05.05.2005	2,9414	-4	2,97%	2,20%			2,59%	0,38%	0,26%
06.05.2005	2,9131	-3	-0,96%	-0,59%			-0,63%	-0,33%	-0,07%
09.05.2005	2,9131	-2	0,00%	-1,00%			-1,10%	1,10%	1,03%
10.05.2005	2,9131	-1	0,00%	-0,06%			-0,01%	0,01%	1,04%
11.05.2005	2,9131	0	0,00%	-0,10%			-0,06%	0,06%	1,10%
12.05.2005	2,9414	1	0,97%	1,83%			2,17%	-1,20%	-0,09%
13.05.2005	2,9414	2	0,00%	0,84%			1,03%	-1,03%	-1,12%
16.05.2005	2,8848	3	-1,92%	-1,60%			-1,79%	-0,14%	-1,25%
17.05.2005	2,8565	4	-0,98%	-0,30%			-0,29%	-0,69%	-1,94%
18.05.2005	2,9131	5	1,98%	1,45%			1,72%	0,26%	-1,68%
20.05.2005	2,8848	6	-0,97%	1,03%			1,24%	-2,21%	-3,90%
23.05.2005	2,7151	7	-5,88%	-4,46%			-5,09%	-0,79%	-4,69%
24.05.2005	2,6359	8	-2,92%	-0,77%			-0,84%	-2,08%	-6,76%
25.05.2005	2,6585	9	0,86%	-0,09%			-0,05%	0,90%	-5,86%

26.05.2005	2,6246	10	-1,28%	-0,27%	-0,26%	-1,02%	-6,88%
27.05.2005	2,6925	11	2,59%	1,66%	1,97%	0,62%	-6,26%
30.05.2005	2,8056	12	4,20%	2,15%	2,53%	1,67%	-4,59%
31.05.2005	2,9131	13	3,83%	1,04%	1,25%	2,58%	-2,01%
01.06.2005	2,9696	14	1,94%	-0,02%	0,03%	1,91%	-0,10%
02.06.2005	3,111	15	4,76%	2,25%	2,65%	2,11%	2,01%
03.06.2005	3,1959	16	2,73%	0,98%	1,18%	1,54%	3,56%
06.06.2005	3,0545	17	-4,42%	-1,99%	-2,24%	-2,18%	1,37%
07.06.2005	3,0262	18	-0,93%	-0,22%	-0,19%	-0,73%	0,64%
08.06.2005	3,111	19	2,80%	1,18%	1,42%	1,38%	2,02%
09.06.2005	3,0262	20	-2,73%	-1,09%	-1,20%	-1,53%	0,49%
10.06.2005	3,0545	21	0,94%	0,88%	1,07%	-0,14%	0,36%
13.06.2005	2,9979	22	-1,85%	-0,45%	-0,46%	-1,39%	-1,03%
14.06.2005	3,1393	23	4,72%	1,25%	1,50%	3,22%	2,19%
15.06.2005	3,0828	24	-1,80%	1,08%	1,30%	-3,10%	-0,91%
16.06.2005	3,2242	25	4,59%	1,41%	1,69%	2,90%	1,99%
17.06.2005	3,2525	26	0,88%	-0,19%	-0,16%	1,04%	3,03%
20.06.2005	3,2807	27	0,87%	0,68%	0,84%	0,03%	3,06%
21.06.2005	3,2242	28	-1,72%	0,14%	0,22%	-1,94%	1,12%
22.06.2005	3,2525	29	0,88%	0,12%	0,20%	0,68%	1,80%
23.06.2005	3,2807	30	0,87%	0,90%	1,10%	-0,23%	1,57%
24.06.2005	3,309	31	0,86%	0,04%	0,11%	0,76%	2,33%
27.06.2005	3,2525	32	-1,71%	-1,61%	-1,81%	0,10%	2,43%
28.06.2005	3,2525	33	0,00%	0,80%	0,98%	-0,98%	1,45%
29.06.2005	3,2525	34	0,00%	1,21%	1,45%	-1,45%	-0,01%
30.06.2005	3,2525	35	0,00%	-0,66%	-0,71%	0,71%	0,70%
01.07.2005	3,309	36	1,74%	2,45%	2,88%	-1,14%	-0,44%
04.07.2005	3,2807	37	-0,86%	0,31%	0,41%	-1,27%	-1,71%
05.07.2005	3,1959	38	-2,58%	-1,17%	-1,30%	-1,29%	-2,99%
06.07.2005	3,2242	39	0,89%	1,47%	1,76%	-0,87%	-3,87%
07.07.2005	3,2242	40	0,00%	-0,33%	-0,33%	0,33%	-3,54%

HEDEFFİRMALARIN OLAY PENCERESİ İÇERİSİNDEKİ BEKLENEN GETİRİLERİ, AŞIRI GETİRİLERİ VE KÜMÜLATİF AŞIRI GETİRİLERİ

DISBA Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
15.02.2005	3,2453	-40	-1,15%	0,57%	0,002725	0,56242682	0,59%	-1,74%	-1,74%
16.02.2005	3,2642	-39	0,58%	-1,78%			-0,73%	1,31%	-0,43%
17.02.2005	3,2453	-38	-0,58%	-2,39%			-1,07%	0,49%	0,06%
18.02.2005	3,2642	-37	0,58%	1,08%			0,88%	-0,30%	-0,24%
21.02.2005	3,2264	-36	-1,16%	-1,57%			-0,61%	-0,55%	-0,78%
22.02.2005	3,2075	-35	-0,59%	-0,77%			-0,16%	-0,43%	-1,21%
23.02.2005	3,2264	-34	0,59%	0,99%			0,83%	-0,24%	-1,45%
24.02.2005	3,3962	-33	5,26%	1,61%			1,18%	4,09%	2,64%
25.02.2005	3,434	-32	1,11%	2,47%			1,66%	-0,55%	2,09%
28.02.2005	3,4906	-31	1,65%	1,30%			1,00%	0,64%	2,73%
01.03.2005	3,4528	-30	-1,08%	-2,21%			-0,97%	-0,11%	2,62%
02.03.2005	3,3962	-29	-1,64%	-1,95%			-0,83%	-0,81%	1,80%
03.03.2005	3,4528	-28	1,67%	1,22%			0,96%	0,71%	2,51%
04.03.2005	3,5094	-27	1,64%	0,38%			0,49%	1,15%	3,66%
07.03.2005	3,5283	-26	0,54%	0,46%			0,53%	0,01%	3,67%
08.03.2005	3,4906	-25	-1,07%	-0,33%			0,09%	-1,16%	2,52%
09.03.2005	3,4906	-24	0,00%	0,17%			0,37%	-0,37%	2,15%
10.03.2005	3,3962	-23	-2,70%	-0,82%			-0,19%	-2,52%	-0,37%
11.03.2005	3,3396	-22	-1,67%	0,19%			0,38%	-2,05%	-2,42%
14.03.2005	3,2264	-21	-3,39%	-2,31%			-1,02%	-2,36%	-4,78%
15.03.2005	3,3396	-20	3,51%	-1,45%			-0,54%	4,05%	-0,73%
16.03.2005	3,2453	-19	-2,82%	-4,58%			-2,30%	-0,52%	-1,25%
17.03.2005	3,1132	-18	-4,07%	-3,38%			-1,63%	-2,44%	-3,70%
18.03.2005	3,283	-17	5,45%	3,56%			2,28%	3,18%	-0,52%
21.03.2005	3,2075	-16	-2,30%	-2,81%			-1,31%	-0,99%	-1,51%
22.03.2005	3,3019	-15	2,94%	2,36%			1,60%	1,34%	-0,17%
23.03.2005	3,1887	-14	-3,43%	-3,09%			-1,46%	-1,96%	-2,13%
24.03.2005	3,4717	-13	8,88%	2,57%			1,72%	7,15%	5,02%
25.03.2005	3,4528	-12	-0,54%	1,73%			1,25%	-1,79%	3,23%
28.03.2005	3,3774	-11	-2,18%	-2,59%			-1,18%	-1,00%	2,23%
29.03.2005	3,434	-10	1,68%	-1,46%			-0,55%	2,22%	4,45%
30.03.2005	3,3962	-9	-1,10%	0,50%			0,55%	-1,65%	2,80%
31.03.2005	3,5094	-8	3,33%	3,89%			2,46%	0,87%	3,68%
01.04.2005	3,5472	-7	1,08%	0,72%			0,68%	0,40%	4,08%
04.04.2005	3,4717	-6	-2,13%	-1,15%			-0,37%	-1,75%	2,32%
05.04.2005	3,4528	-5	-0,54%	0,93%			0,80%	-1,34%	0,98%
06.04.2005	3,6981	-4	7,10%	1,46%			1,09%	6,01%	6,99%
07.04.2005	3,6792	-3	-0,51%	-0,86%			-0,21%	-0,30%	6,70%
08.04.2005	3,7358	-2	1,54%	-0,17%			0,18%	1,36%	8,06%
11.04.2005	3,7358	-1	0,00%	-1,61%			-0,64%	0,64%	8,69%
12.04.2005	4,1132	0	10,10%	-1,15%			-0,38%	10,48%	19,17%
13.04.2005	4,1132	1	0,00%	0,86%			0,76%	-0,76%	18,42%
14.04.2005	4,1132	2	0,00%	-2,97%			-1,40%	1,40%	19,82%
15.04.2005	4,1698	3	1,38%	-2,81%			-1,31%	2,68%	22,50%
18.04.2005	4,2075	4	0,90%	-2,38%			-1,07%	1,97%	24,47%
19.04.2005	4,1509	5	-1,35%	3,68%			2,34%	-3,69%	20,78%
20.04.2005	4,1698	6	0,46%	0,13%			0,35%	0,11%	20,88%
21.04.2005	4,1509	7	-0,45%	1,01%			0,84%	-1,29%	19,59%
22.04.2005	4,1321	8	-0,45%	1,28%			0,99%	-1,44%	18,15%

25.04.2005	4,1321	9	0,00%	0,27%	0,43%	-0,43%	17,72%
26.04.2005	4,1321	10	0,00%	-1,27%	-0,44%	0,44%	18,16%
27.04.2005	4,1698	11	0,91%	-1,69%	-0,68%	1,59%	19,75%
28.04.2005	4,3019	12	3,17%	-2,29%	-1,01%	4,18%	23,94%
29.04.2005	4,283	13	-0,44%	0,31%	0,44%	-0,88%	23,05%
02.05.2005	4,283	14	0,00%	2,80%	1,85%	-1,85%	21,20%
03.05.2005	4,2453	15	-0,88%	-0,47%	0,01%	-0,89%	20,32%
04.05.2005	4,2453	16	0,00%	1,75%	1,26%	-1,26%	19,06%
05.05.2005	4,2453	17	0,00%	2,20%	1,51%	-1,51%	17,55%
06.05.2005	4,2264	18	-0,45%	-0,59%	-0,06%	-0,38%	17,17%
09.05.2005	4,2453	19	0,45%	-1,00%	-0,29%	0,74%	17,90%
10.05.2005	4,2453	20	0,00%	-0,06%	0,24%	-0,24%	17,66%
11.05.2005	4,2453	21	0,00%	-0,10%	0,21%	-0,21%	17,45%
12.05.2005	4,2264	22	-0,45%	1,83%	1,30%	-1,75%	15,70%
13.05.2005	4,2075	23	-0,45%	0,84%	0,75%	-1,19%	14,51%
16.05.2005	4,1698	24	-0,90%	-1,60%	-0,63%	-0,27%	14,24%
17.05.2005	4,1887	25	0,45%	-0,30%	0,10%	0,35%	14,59%
18.05.2005	4,1887	26	0,00%	1,45%	1,09%	-1,09%	13,50%
20.05.2005	4,1698	27	-0,45%	1,03%	0,85%	-1,30%	12,20%
23.05.2005	4,1698	28	0,00%	-4,46%	-2,24%	2,24%	14,44%
24.05.2005	4,1698	29	0,00%	-0,77%	-0,16%	0,16%	14,60%
25.05.2005	4,2264	30	1,36%	-0,09%	0,22%	1,13%	15,73%
26.05.2005	4,1698	31	-1,34%	-0,27%	0,12%	-1,46%	14,27%
27.05.2005	4,1321	32	-0,90%	1,66%	1,21%	-2,11%	12,16%
30.05.2005	4,1321	33	0,00%	2,15%	1,48%	-1,48%	10,68%
31.05.2005	4,0943	34	-0,91%	1,04%	0,86%	-1,77%	8,92%
01.06.2005	4,0377	35	-1,38%	-0,02%	0,26%	-1,64%	7,27%
02.06.2005	4,0189	36	-0,47%	2,25%	1,54%	-2,00%	5,27%
03.06.2005	4,0189	37	0,00%	0,98%	0,82%	-0,82%	4,45%
06.06.2005	4	38	-0,47%	-1,99%	-0,85%	0,38%	4,82%
07.06.2005	3,9811	39	-0,47%	-0,22%	0,15%	-0,62%	4,20%
08.06.2005	4	40	0,47%	1,18%	0,94%	-0,46%	3,73%

COMUN Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
05.04.2001	0,8052	-40	2,08%	4,18%	0,00681691	0,72783905	3,72%	-1,65%	-1,65%
06.04.2001	0,8052	-39	0,00%	-2,61%			-1,21%	1,21%	-0,43%
09.04.2001	0,7888	-38	-2,04%	1,49%			1,77%	-3,80%	-4,23%
10.04.2001	0,8052	-37	2,08%	-0,57%			0,27%	1,81%	-2,42%
11.04.2001	0,7806	-36	-3,06%	4,16%			3,71%	-6,76%	-9,19%
12.04.2001	0,8381	-35	7,37%	4,26%			3,78%	3,59%	-5,60%
13.04.2001	0,8052	-34	-3,93%	-0,95%			-0,01%	-3,91%	-9,51%
16.04.2001	0,8874	-33	10,21%	4,91%			4,25%	5,96%	-3,56%
17.04.2001	0,8709	-32	-1,86%	-3,42%			-1,81%	-0,05%	-3,61%
18.04.2001	0,8874	-31	1,89%	0,13%			0,78%	1,12%	-2,49%
19.04.2001	0,9202	-30	3,70%	4,18%			3,72%	-0,02%	-2,52%
20.04.2001	0,9367	-29	1,79%	2,22%			2,30%	-0,50%	-3,02%
24.04.2001	0,9531	-28	1,75%	4,89%			4,24%	-2,49%	-5,51%
25.04.2001	0,9695	-27	1,72%	-0,18%			0,55%	1,17%	-4,35%
26.04.2001	1,0024	-26	3,39%	7,68%			6,27%	-2,88%	-7,23%
27.04.2001	1,0681	-25	6,55%	13,53%			10,53%	-3,97%	-11,20%
30.04.2001	1,0846	-24	1,54%	0,04%			0,71%	0,84%	-10,36%
01.05.2001	1,0681	-23	-1,52%	-2,22%			-0,93%	-0,59%	-10,95%
02.05.2001	1,0681	-22	0,00%	-0,70%			0,17%	-0,17%	-11,12%
03.05.2001	1,0846	-21	1,54%	6,84%			5,66%	-4,11%	-15,24%
04.05.2001	1,101	-20	1,51%	-2,34%			-1,02%	2,53%	-12,70%
07.05.2001	1,0846	-19	-1,49%	-2,60%			-1,21%	-0,28%	-12,98%
08.05.2001	1,0846	-18	0,00%	4,30%			3,81%	-3,81%	-16,79%
09.05.2001	1,0846	-17	0,00%	-3,55%			-1,90%	1,90%	-14,89%
10.05.2001	1,0681	-16	-1,52%	-1,08%			-0,11%	-1,41%	-16,30%
11.05.2001	1,0517	-15	-1,54%	-3,00%			-1,50%	-0,04%	-16,34%
14.05.2001	1,101	-14	4,69%	0,99%			1,40%	3,28%	-13,06%
15.05.2001	1,0846	-13	-1,49%	-2,72%			-1,30%	-0,19%	-13,25%
16.05.2001	1,101	-12	1,51%	6,28%			5,25%	-3,74%	-16,98%
17.05.2001	1,1503	-11	4,48%	0,61%			1,12%	3,35%	-13,63%
18.05.2001	1,216	-10	5,71%	2,95%			2,83%	2,88%	-10,75%
21.05.2001	1,3968	-9	14,87%	-1,03%			-0,07%	14,94%	4,19%
22.05.2001	1,5118	-8	8,23%	0,29%			0,89%	7,34%	11,53%
23.05.2001	1,4297	-7	-5,43%	-4,68%			-2,72%	-2,71%	8,82%
24.05.2001	1,479	-6	3,45%	-3,62%			-1,95%	5,40%	14,22%
25.05.2001	1,5283	-5	3,33%	3,02%			2,88%	0,45%	14,67%
28.05.2001	1,4954	-4	-2,15%	-6,16%			-3,80%	1,65%	16,32%
29.05.2001	1,479	-3	-1,10%	-1,51%			-0,42%	-0,68%	15,64%
30.05.2001	1,4625	-2	-1,12%	-3,38%			-1,78%	0,66%	16,30%
31.05.2001	1,6104	-1	10,11%	1,80%			1,99%	8,12%	24,42%
01.06.2001	1,8898	0	17,35%	3,60%			3,30%	14,05%	38,47%
04.06.2001	2,0541	1	8,69%	4,35%			3,85%	4,85%	43,32%
05.06.2001	2,1363	2	4,00%	-3,95%			-2,19%	6,19%	49,52%
06.06.2001	2,2595	3	5,77%	3,86%			3,49%	2,27%	51,79%
07.06.2001	2,1774	4	-3,63%	2,33%			2,38%	-6,01%	45,78%
08.06.2001	2,0541	5	-5,66%	1,10%			1,48%	-7,14%	38,64%
11.06.2001	2,013	6	-2,00%	-4,14%			-2,33%	0,33%	38,96%
12.06.2001	2,0952	7	4,08%	-1,78%			-0,61%	4,69%	43,66%
13.06.2001	2,3828	8	13,73%	-1,27%			-0,24%	13,97%	57,63%
14.06.2001	2,4239	9	1,72%	6,09%			5,11%	-3,39%	54,24%

15.06.2001	2,3006	10	-5,09%	-1,10%	-0,12%	-4,97%	49,27%
18.06.2001	2,3006	11	0,00%	-6,40%	-3,98%	3,98%	53,25%
19.06.2001	2,3006	12	0,00%	-2,60%	-1,21%	1,21%	54,45%
20.06.2001	2,3417	13	1,79%	0,26%	0,87%	0,92%	55,37%
21.06.2001	2,3828	14	1,76%	1,48%	1,76%	-0,01%	55,36%
22.06.2001	2,3828	15	0,00%	1,25%	1,59%	-1,59%	53,78%
25.06.2001	2,4239	16	1,72%	-2,83%	-1,38%	3,10%	56,88%
26.06.2001	2,4649	17	1,69%	2,16%	2,26%	-0,57%	56,31%
27.06.2001	2,4239	18	-1,66%	1,13%	1,50%	-3,17%	53,14%
28.06.2001	2,506	19	3,39%	-0,71%	0,16%	3,22%	56,36%
29.06.2001	2,5882	20	3,28%	1,08%	1,47%	1,82%	58,18%
02.07.2001	2,5882	21	0,00%	2,76%	2,69%	-2,69%	55,49%
03.07.2001	2,5471	22	-1,59%	-3,13%	-1,60%	0,01%	55,50%
04.07.2001	2,5471	23	0,00%	-0,63%	0,22%	-0,22%	55,28%
05.07.2001	2,5471	24	0,00%	0,84%	1,30%	-1,30%	53,98%
06.07.2001	2,506	25	-1,61%	-9,01%	-5,88%	4,26%	58,25%
09.07.2001	2,506	26	0,00%	-1,19%	-0,18%	0,18%	58,43%
10.07.2001	2,3828	27	-4,92%	-5,76%	-3,51%	-1,41%	57,02%
11.07.2001	2,2595	28	-5,17%	-7,81%	-5,00%	-0,17%	56,85%
12.07.2001	2,3417	29	3,64%	4,50%	3,95%	-0,32%	56,53%
13.07.2001	2,4239	30	3,51%	-1,99%	-0,77%	4,28%	60,81%
16.07.2001	2,4239	31	0,00%	1,56%	1,81%	-1,81%	59,00%
17.07.2001	2,3417	32	-3,39%	-4,31%	-2,46%	-0,94%	58,06%
18.07.2001	2,4239	33	3,51%	4,80%	4,18%	-0,67%	57,39%
19.07.2001	2,506	34	3,39%	6,69%	5,55%	-2,17%	55,23%
20.07.2001	2,4649	35	-1,64%	-0,32%	0,45%	-2,09%	53,14%
23.07.2001	2,4649	36	0,00%	3,62%	3,32%	-3,32%	49,82%
24.07.2001	2,4649	37	0,00%	0,65%	1,16%	-1,16%	48,66%
25.07.2001	2,4649	38	0,00%	-5,60%	-3,39%	3,39%	52,06%
26.07.2001	2,506	39	1,67%	3,38%	3,14%	-1,47%	50,58%
27.07.2001	2,6704	40	6,56%	-0,93%	0,00%	6,56%	57,14%

SYBNK Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
11.10.2001	0,32	-40	10,34%	7,18%	-0,00045525	0,882914163	6,30%	4,05%	4,05%
12.10.2001	0,32	-39	0,00%	-2,26%			-2,04%	2,04%	6,09%
15.10.2001	0,33	-38	3,13%	1,73%			1,48%	1,65%	7,73%
16.10.2001	0,32	-37	-3,03%	0,63%			0,51%	-3,54%	4,19%
17.10.2001	0,37	-36	15,63%	3,81%			3,32%	12,30%	16,49%
18.10.2001	0,37	-35	0,00%	-1,59%			-1,45%	1,45%	17,94%
19.10.2001	0,37	-34	0,00%	0,05%			0,00%	0,00%	17,94%
22.10.2001	0,42	-33	13,51%	5,47%			4,78%	8,73%	26,67%
23.10.2001	0,42	-32	0,00%	3,89%			3,39%	-3,39%	23,28%
24.10.2001	0,43	-31	2,38%	-0,92%			-0,86%	3,24%	26,52%
25.10.2001	0,41	-30	-4,65%	-2,46%			-2,21%	-2,44%	24,09%
26.10.2001	0,43	-29	4,88%	6,13%			5,37%	-0,49%	23,60%
30.10.2001	0,42	-28	-2,33%	0,04%			-0,01%	-2,32%	21,28%
31.10.2001	0,4	-27	-4,76%	-0,72%			-0,68%	-4,08%	17,20%
01.11.2001	0,39	-26	-2,50%	-2,17%			-1,97%	-0,53%	16,66%
02.11.2001	0,41	-25	5,13%	4,52%			3,94%	1,19%	17,85%
05.11.2001	0,41	-24	0,00%	2,21%			1,90%	-1,90%	15,95%
06.11.2001	0,47	-23	14,63%	1,60%			1,36%	13,27%	29,22%
07.11.2001	0,46	-22	-2,13%	-0,89%			-0,83%	-1,30%	27,92%
08.11.2001	0,51	-21	10,87%	0,91%			0,75%	10,12%	38,03%
09.11.2001	0,48	-20	-5,88%	-3,60%			-3,22%	-2,66%	35,37%
12.11.2001	0,46	-19	-4,17%	2,45%			2,12%	-6,28%	29,09%
13.11.2001	0,49	-18	6,52%	-1,57%			-1,43%	7,95%	37,04%
14.11.2001	0,48	-17	-2,04%	4,63%			4,04%	-6,08%	30,96%
15.11.2001	0,49	-16	2,08%	5,24%			4,58%	-2,50%	28,47%
16.11.2001	0,48	-15	-2,04%	1,59%			1,36%	-3,40%	25,07%
19.11.2001	0,5	-14	4,17%	7,85%			6,88%	-2,72%	22,35%
20.11.2001	0,5	-13	0,00%	-3,82%			-3,42%	3,42%	25,77%
21.11.2001	0,51	-12	2,00%	-1,51%			-1,38%	3,38%	29,15%
22.11.2001	0,52	-11	1,96%	2,06%			1,77%	0,19%	29,34%
23.11.2001	0,53	-10	1,92%	-1,15%			-1,06%	2,99%	32,32%
26.11.2001	0,54	-9	1,89%	2,93%			2,54%	-0,66%	31,67%
27.11.2001	0,54	-8	0,00%	-2,83%			-2,54%	2,54%	34,21%
28.11.2001	0,5	-7	-7,41%	-5,06%			-4,51%	-2,90%	31,31%
29.11.2001	0,48	-6	-4,00%	-1,51%			-1,38%	-2,62%	28,69%
30.11.2001	0,51	-5	6,25%	6,14%			5,37%	0,88%	29,57%
03.12.2001	0,5	-4	-1,96%	-1,43%			-1,31%	-0,65%	28,92%
04.12.2001	0,48	-3	-4,00%	-1,38%			-1,27%	-2,73%	26,18%
05.12.2001	0,52	-2	8,33%	5,50%			4,81%	3,52%	29,71%
06.12.2001	0,53	-1	1,92%	6,34%			5,55%	-3,63%	26,07%
07.12.2001	0,51	0	-3,77%	-0,19%			-0,22%	-3,56%	22,52%
10.12.2001	0,58	1	13,73%	-0,14%			-0,17%	13,89%	36,41%
11.12.2001	0,59	2	1,72%	-0,75%			-0,71%	2,44%	38,85%
12.12.2001	0,56	3	-5,08%	1,35%			1,15%	-6,23%	32,62%
13.12.2001	0,56	4	0,00%	-0,50%			-0,49%	0,49%	33,10%
14.12.2001	0,56	5	0,00%	0,84%			0,69%	-0,69%	32,41%
19.12.2001	0,55	6	-1,79%	0,21%			0,14%	-1,93%	30,48%
20.12.2001	0,53	7	-3,64%	-0,86%			-0,80%	-2,83%	27,65%
21.12.2001	0,54	8	1,89%	0,33%			0,25%	1,64%	29,29%
24.12.2001	0,57	9	5,56%	-0,27%			-0,29%	5,84%	35,13%

25.12.2001	0,57	10	0,00%	1,49%	1,27%	-1,27%	33,86%
26.12.2001	0,6	11	5,26%	1,50%	1,28%	3,99%	37,84%
27.12.2001	0,67	12	11,67%	4,14%	3,61%	8,06%	45,90%
28.12.2001	0,66	13	-1,49%	1,28%	1,08%	-2,57%	43,33%
02.01.2002	0,76	14	15,15%	2,14%	1,85%	13,31%	56,64%
03.01.2002	0,79	15	3,95%	1,38%	1,18%	2,77%	59,41%
07.01.2002	0,9	16	13,92%	5,09%	4,45%	9,47%	68,88%
08.01.2002	0,87	17	-3,33%	-0,80%	-0,76%	-2,58%	66,30%
09.01.2002	0,8	18	-8,05%	-5,62%	-5,01%	-3,04%	63,26%
10.01.2002	0,83	19	3,75%	-1,60%	-1,46%	5,21%	68,47%
11.01.2002	0,82	20	-1,20%	-1,46%	-1,34%	0,13%	68,60%
14.01.2002	0,81	21	-1,22%	0,16%	0,10%	-1,32%	67,28%
15.01.2002	0,79	22	-2,47%	-2,13%	-1,93%	-0,54%	66,74%
16.01.2002	0,73	23	-7,59%	-4,41%	-3,94%	-3,65%	63,09%
17.01.2002	0,75	24	2,74%	1,06%	0,89%	1,85%	64,94%
18.01.2002	0,74	25	-1,33%	0,92%	0,77%	-2,10%	62,84%
21.01.2002	0,7	26	-5,41%	-2,94%	-2,64%	-2,76%	60,08%
22.01.2002	0,7	27	0,00%	0,08%	0,02%	-0,02%	60,06%
23.01.2002	0,75	28	7,14%	2,14%	1,85%	5,29%	65,35%
24.01.2002	0,76	29	1,33%	0,90%	0,75%	0,59%	65,94%
25.01.2002	0,81	30	6,58%	-1,19%	-1,10%	7,67%	73,61%
28.01.2002	0,81	31	0,00%	-0,83%	-0,78%	0,78%	74,39%
29.01.2002	0,82	32	1,23%	-1,96%	-1,77%	3,01%	77,40%
30.01.2002	0,82	33	0,00%	0,19%	0,12%	-0,12%	77,27%
31.01.2002	0,86	34	4,88%	5,69%	4,98%	-0,10%	77,17%
01.02.2002	0,83	35	-3,49%	0,93%	0,77%	-4,26%	72,91%
04.02.2002	0,81	36	-2,41%	-2,25%	-2,03%	-0,38%	72,53%
05.02.2002	0,77	37	-4,94%	-4,24%	-3,79%	-1,15%	71,38%
06.02.2002	0,75	38	-2,60%	-2,10%	-1,90%	-0,70%	70,68%
07.02.2002	0,72	39	-4,00%	-4,53%	-4,05%	0,05%	70,73%
08.02.2002	0,65	40	-9,72%	-3,82%	-3,42%	-6,31%	64,42%

TEBNK Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
23.09.2004	5,6468	-40	-0,85%	3,65%	0,001569468	0,672516646	2,61%	-3,46%	-3,46%
24.09.2004	5,5986	-39	-0,85%	0,14%			0,25%	-1,10%	-4,57%
27.09.2004	5,5503	-38	-0,86%	-1,01%			-0,52%	-0,34%	-4,91%
28.09.2004	5,7916	-37	4,35%	0,95%			0,80%	3,55%	-1,36%
29.09.2004	5,6468	-36	-2,50%	-0,33%			-0,07%	-2,43%	-3,79%
30.09.2004	5,5503	-35	-1,71%	-1,20%			-0,65%	-1,06%	-4,85%
01.10.2004	5,5986	-34	0,87%	-1,05%			-0,55%	1,42%	-3,43%
04.10.2004	5,5503	-33	-0,86%	1,22%			0,98%	-1,84%	-5,27%
05.10.2004	5,5503	-32	0,00%	-1,71%			-0,99%	0,99%	-4,28%
06.10.2004	5,5503	-31	0,00%	3,12%			2,26%	-2,26%	-6,54%
07.10.2004	5,7434	-30	3,48%	0,65%			0,59%	2,88%	-3,65%
08.10.2004	6,033	-29	5,04%	2,31%			1,71%	3,33%	-0,33%
11.10.2004	6,033	-28	0,00%	-0,71%			-0,32%	0,32%	0,00%
12.10.2004	5,6951	-27	-5,60%	-2,18%			-1,31%	-4,29%	-4,29%
13.10.2004	5,7916	-26	1,69%	1,53%			1,18%	0,51%	-3,78%
14.10.2004	5,5503	-25	-4,17%	-1,37%			-0,77%	-3,40%	-7,18%
15.10.2004	5,7916	-24	4,35%	0,71%			0,63%	3,71%	-3,47%
18.10.2004	5,6468	-23	-2,50%	-0,64%			-0,27%	-2,23%	-5,70%
19.10.2004	5,7434	-22	1,71%	0,97%			0,81%	0,90%	-4,79%
20.10.2004	5,7916	-21	0,84%	-1,46%			-0,83%	1,67%	-3,13%
21.10.2004	5,6468	-20	-2,50%	-0,09%			0,10%	-2,60%	-5,73%
22.10.2004	5,5503	-19	-1,71%	0,19%			0,29%	-1,99%	-7,72%
25.10.2004	5,7916	-18	4,35%	-1,51%			-0,86%	5,21%	-2,51%
26.10.2004	5,6951	-17	-1,67%	1,07%			0,88%	-2,54%	-5,06%
27.10.2004	5,7434	-16	0,85%	1,95%			1,47%	-0,62%	-5,68%
28.10.2004	5,5986	-15	-2,52%	1,44%			1,12%	-3,65%	-9,33%
01.11.2004	5,5986	-14	0,00%	-0,18%			0,03%	-0,03%	-9,36%
02.11.2004	5,5986	-13	0,00%	1,56%			1,21%	-1,21%	-10,57%
03.11.2004	5,7916	-12	3,45%	0,96%			0,80%	2,65%	-7,92%
04.11.2004	5,8882	-11	1,67%	-1,84%			-1,08%	2,75%	-5,17%
05.11.2004	6,4191	-10	9,02%	0,91%			0,77%	8,25%	3,07%
08.11.2004	6,7569	-9	5,26%	-2,58%			-1,58%	6,84%	9,92%
09.11.2004	6,5638	-8	-2,86%	-0,32%			-0,06%	-2,80%	7,12%
10.11.2004	6,6121	-7	0,74%	0,80%			0,70%	0,04%	7,15%
11.11.2004	6,3708	-6	-3,65%	-2,37%			-1,44%	-2,21%	4,94%
12.11.2004	6,4673	-5	1,51%	-0,37%			-0,09%	1,61%	6,55%
17.11.2004	6,3708	-4	-1,49%	2,09%			1,56%	-3,05%	3,49%
18.11.2004	6,3225	-3	-0,76%	2,51%			1,84%	-2,60%	0,89%
19.11.2004	6,2743	-2	-0,76%	0,19%			0,29%	-1,05%	-0,16%
22.11.2004	6,1777	-1	-1,54%	-1,06%			-0,55%	-0,98%	-1,14%
23.11.2004	7,5774	0	22,66%	2,36%			1,74%	20,91%	19,77%
24.11.2004	7,3361	1	-3,18%	0,19%			0,28%	-3,47%	16,31%
25.11.2004	7,4326	2	1,32%	-0,22%			0,01%	1,31%	17,61%
26.11.2004	7,5774	3	1,95%	-0,73%			-0,33%	2,28%	19,90%
29.11.2004	7,4326	4	-1,91%	-2,12%			-1,27%	-0,64%	19,25%
30.11.2004	7,2878	5	-1,95%	-1,37%			-0,77%	-1,18%	18,07%
01.12.2004	7,2395	6	-0,66%	0,33%			0,38%	-1,04%	17,03%
02.12.2004	6,9982	7	-3,33%	2,61%			1,91%	-5,25%	11,78%
03.12.2004	6,95	8	-0,69%	-0,61%			-0,26%	-0,43%	11,35%
06.12.2004	6,7569	9	-2,78%	0,18%			0,28%	-3,06%	8,29%
07.12.2004	6,5156	10	-3,57%	0,11%			0,23%	-3,80%	4,49%

08.12.2004	6,8052	11	4,44%	-1,95%	-1,15%	5,60%	10,09%
09.12.2004	6,6121	12	-2,84%	0,24%	0,32%	-3,16%	6,93%
10.12.2004	6,6604	13	0,73%	1,16%	0,94%	-0,21%	6,72%
13.12.2004	6,95	14	4,35%	3,01%	2,18%	2,17%	8,89%
14.12.2004	7,1913	15	3,47%	-0,92%	-0,46%	3,93%	12,82%
15.12.2004	7,3843	16	2,68%	-0,55%	-0,21%	2,90%	15,72%
16.12.2004	7,7222	17	4,58%	2,77%	2,02%	2,55%	18,27%
17.12.2004	7,6739	18	-0,63%	1,78%	1,35%	-1,98%	16,29%
20.12.2004	7,5774	19	-1,26%	-0,08%	0,10%	-1,36%	14,93%
21.12.2004	7,2395	20	-4,46%	-1,22%	-0,66%	-3,80%	11,14%
22.12.2004	7,3361	21	1,33%	2,00%	1,50%	-0,17%	10,97%
23.12.2004	7,143	22	-2,63%	-0,39%	-0,10%	-2,53%	8,44%
24.12.2004	7,2395	23	1,35%	0,44%	0,45%	0,90%	9,34%
27.12.2004	7,3361	24	1,33%	0,22%	0,30%	1,03%	10,37%
28.12.2004	7,5291	25	2,63%	1,40%	1,10%	1,53%	11,90%
29.12.2004	7,7222	26	2,56%	0,14%	0,25%	2,31%	14,21%
03.01.2005	7,8187	27	1,25%	1,90%	1,43%	-0,18%	14,03%
04.01.2005	7,6739	28	-1,85%	-1,58%	-0,91%	-0,94%	13,09%
05.01.2005	7,4326	29	-3,14%	-2,47%	-1,51%	-1,64%	11,45%
06.01.2005	7,4809	30	0,65%	0,57%	0,54%	0,11%	11,56%
07.01.2005	7,5774	31	1,29%	3,04%	2,20%	-0,91%	10,65%
10.01.2005	7,6739	32	1,27%	1,17%	0,94%	0,33%	10,98%
11.01.2005	7,7222	33	0,63%	1,97%	1,48%	-0,86%	10,12%
12.01.2005	8,5427	34	10,63%	0,62%	0,57%	10,05%	20,17%
13.01.2005	8,5909	35	0,56%	0,84%	0,72%	-0,16%	20,01%
14.01.2005	8,7357	36	1,69%	-0,49%	-0,17%	1,86%	21,87%
17.01.2005	8,977	37	2,76%	1,90%	1,43%	1,33%	23,20%
18.01.2005	8,8322	38	-1,61%	-0,19%	0,03%	-1,64%	21,56%
19.01.2005	8,9288	39	1,09%	0,39%	0,42%	0,67%	22,23%
24.01.2005	8,5427	40	-4,32%	-1,67%	-0,96%	-3,36%	18,87%

YKBNK 1 Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiri	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
01.12.2004	1,5232	-40	0,52%	0,33%	0,000627649	1,145566248	0,44%	0,08%	0,08%
02.12.2004	1,547	-39	1,56%	2,61%			3,05%	-1,49%	-1,41%
03.12.2004	1,5787	-38	2,05%	-0,61%			-0,64%	2,69%	1,28%
06.12.2004	1,5708	-37	-0,50%	0,18%			0,27%	-0,77%	0,51%
07.12.2004	1,5391	-36	-2,02%	0,11%			0,19%	-2,21%	-1,70%
08.12.2004	1,4994	-35	-2,58%	-1,95%			-2,17%	-0,41%	-2,11%
09.12.2004	1,5232	-34	1,59%	0,24%			0,34%	1,25%	-0,86%
10.12.2004	1,5549	-33	2,08%	1,16%			1,40%	0,69%	-0,18%
13.12.2004	1,5708	-32	1,02%	3,01%			3,51%	-2,49%	-2,67%
14.12.2004	1,5232	-31	-3,03%	-0,92%			-0,99%	-2,04%	-4,71%
15.12.2004	1,5232	-30	0,00%	-0,55%			-0,56%	0,56%	-4,15%
16.12.2004	1,5708	-29	3,13%	2,77%			3,24%	-0,11%	-4,26%
17.12.2004	1,6422	-28	4,55%	1,78%			2,10%	2,45%	-1,81%
20.12.2004	1,6501	-27	0,48%	-0,08%			-0,03%	0,51%	-1,30%
21.12.2004	1,6343	-26	-0,96%	-1,22%			-1,33%	0,38%	-0,93%
22.12.2004	1,7057	-25	4,37%	2,00%			2,35%	2,02%	1,09%
23.12.2004	1,6819	-24	-1,40%	-0,39%			-0,38%	-1,02%	0,07%
24.12.2004	1,6739	-23	-0,48%	0,44%			0,56%	-1,04%	-0,97%
27.12.2004	1,7057	-22	1,90%	0,22%			0,31%	1,59%	0,62%
28.12.2004	1,7057	-21	0,00%	1,40%			1,67%	-1,67%	-1,05%
29.12.2004	1,6819	-20	-1,40%	0,14%			0,23%	-1,62%	-2,67%
03.01.2005	1,7057	-19	1,42%	1,90%			2,23%	-0,82%	-3,49%
04.01.2005	1,6819	-18	-1,40%	-1,58%			-1,75%	0,36%	-3,13%
05.01.2005	1,6501	-17	-1,89%	-2,47%			-2,77%	0,88%	-2,26%
06.01.2005	1,6501	-16	0,00%	0,57%			0,71%	-0,71%	-2,97%
07.01.2005	1,7295	-15	4,81%	3,04%			3,54%	1,27%	-1,70%
10.01.2005	1,7612	-14	1,83%	1,17%			1,40%	0,43%	-1,27%
11.01.2005	1,785	-13	1,35%	1,97%			2,32%	-0,97%	-2,25%
12.01.2005	1,7691	-12	-0,89%	0,62%			0,77%	-1,66%	-3,91%
13.01.2005	1,7771	-11	0,45%	0,84%			1,03%	-0,58%	-4,48%
14.01.2005	1,7215	-10	-3,13%	-0,49%			-0,50%	-2,63%	-7,11%
17.01.2005	1,7771	-9	3,23%	1,90%			2,24%	0,99%	-6,12%
18.01.2005	1,8247	-8	2,68%	-0,19%			-0,15%	2,83%	-3,29%
19.01.2005	1,9278	-7	5,65%	0,39%			0,51%	5,14%	1,85%
24.01.2005	2,0547	-6	6,58%	-1,67%			-1,85%	8,43%	10,28%
25.01.2005	2,142	-5	4,25%	1,48%			1,75%	2,50%	12,77%
26.01.2005	2,2015	-4	2,78%	0,73%			0,90%	1,88%	14,65%
27.01.2005	2,2412	-3	1,80%	0,91%			1,11%	0,70%	15,35%
28.01.2005	2,2213	-2	-0,89%	-0,84%			-0,90%	0,01%	15,36%
31.01.2005	2,142	-1	-3,57%	0,95%			1,15%	-4,72%	10,64%
01.02.2005	2,142	0	0,00%	1,90%			2,24%	-2,24%	8,40%
02.02.2005	2,38	1	11,11%	0,31%			0,42%	10,69%	19,09%
03.02.2005	2,3998	2	0,83%	-1,37%			-1,50%	2,33%	21,43%
04.02.2005	2,4197	3	0,83%	0,94%			1,14%	-0,31%	21,12%
07.02.2005	2,4197	4	0,00%	1,40%			1,66%	-1,66%	19,45%
08.02.2005	2,4197	5	0,00%	0,24%			0,34%	-0,34%	19,12%
09.02.2005	2,3205	6	-4,10%	-2,62%			-2,94%	-1,16%	17,96%
10.02.2005	2,261	7	-2,56%	-0,80%			-0,85%	-1,71%	16,24%
11.02.2005	2,261	8	0,00%	1,57%			1,86%	-1,86%	14,39%
14.02.2005	2,2412	9	-0,88%	0,96%			1,17%	-2,04%	12,35%
15.02.2005	2,3007	10	2,65%	0,57%			0,72%	1,94%	14,28%

16.02.2005	2,2412	11	-2,59%	-1,78%	-1,98%	-0,61%	13,68%
17.02.2005	2,1618	12	-3,54%	-2,39%	-2,68%	-0,87%	12,81%
18.02.2005	2,2015	13	1,84%	1,08%	1,30%	0,53%	13,34%
21.02.2005	2,142	14	-2,70%	-1,57%	-1,74%	-0,97%	12,38%
22.02.2005	2,1023	15	-1,85%	-0,77%	-0,82%	-1,03%	11,34%
23.02.2005	2,1618	16	2,83%	0,99%	1,20%	1,63%	12,97%
24.02.2005	2,1817	17	0,92%	1,61%	1,91%	-0,99%	11,99%
25.02.2005	2,2412	18	2,73%	2,47%	2,90%	-0,17%	11,82%
28.02.2005	2,2808	19	1,77%	1,30%	1,55%	0,21%	12,03%
01.03.2005	2,2015	20	-3,48%	-2,21%	-2,47%	-1,01%	11,02%
02.03.2005	2,1023	21	-4,51%	-1,95%	-2,17%	-2,33%	8,69%
03.03.2005	2,142	22	1,89%	1,22%	1,46%	0,43%	9,12%
04.03.2005	2,1222	23	-0,92%	0,38%	0,50%	-1,42%	7,70%
07.03.2005	2,1817	24	2,80%	0,46%	0,59%	2,22%	9,91%
08.03.2005	2,1618	25	-0,91%	-0,33%	-0,31%	-0,60%	9,32%
09.03.2005	2,2213	26	2,75%	0,17%	0,26%	2,49%	11,81%
10.03.2005	2,1618	27	-2,68%	-0,82%	-0,87%	-1,81%	10,00%
11.03.2005	2,1817	28	0,92%	0,19%	0,28%	0,64%	10,64%
14.03.2005	2,1023	29	-3,64%	-2,31%	-2,58%	-1,06%	9,58%
15.03.2005	2,0825	30	-0,94%	-1,45%	-1,59%	0,65%	10,23%
16.03.2005	2,023	31	-2,86%	-4,58%	-5,18%	2,33%	12,56%
17.03.2005	1,8564	32	-8,24%	-3,38%	-3,81%	-4,43%	8,13%
18.03.2005	1,9516	33	5,13%	3,56%	4,15%	0,98%	9,11%
21.03.2005	1,9357	34	-0,81%	-2,81%	-3,15%	2,34%	11,45%
22.03.2005	1,9675	35	1,64%	2,36%	2,77%	-1,12%	10,33%
23.03.2005	1,9437	36	-1,21%	-3,09%	-3,48%	2,27%	12,59%
24.03.2005	1,9833	37	2,04%	2,57%	3,01%	-0,97%	11,62%
25.03.2005	2,142	38	8,00%	1,73%	2,05%	5,96%	17,57%
28.03.2005	2,1222	39	-0,92%	-2,59%	-2,90%	1,98%	19,55%
29.03.2005	2,0825	40	-1,87%	-1,46%	-1,61%	-0,26%	19,29%

TOPFN Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif Aşırı Getiriler
02.02.2005	1,89	-40	-2,07%	0,31%	0,001085006	0,652845526	0,31%	-2,38%	-2,38%
03.02.2005	1,89	-39	0,00%	-1,37%			-0,78%	0,78%	-1,60%
04.02.2005	1,85	-38	-2,12%	0,94%			0,72%	-2,84%	-4,44%
07.02.2005	1,83	-37	-1,08%	1,40%			1,02%	-2,10%	-6,54%
08.02.2005	1,84	-36	0,55%	0,24%			0,27%	0,28%	-6,26%
09.02.2005	1,87	-35	1,63%	-2,62%			-1,60%	3,23%	-3,02%
10.02.2005	1,81	-34	-3,21%	-0,80%			-0,41%	-2,80%	-5,82%
11.02.2005	1,84	-33	1,66%	1,57%			1,13%	0,53%	-5,29%
14.02.2005	1,84	-32	0,00%	0,96%			0,74%	-0,74%	-6,03%
15.02.2005	1,82	-31	-1,09%	0,57%			0,48%	-1,57%	-7,60%
16.02.2005	1,89	-30	3,85%	-1,78%			-1,06%	4,90%	-2,70%
17.02.2005	1,86	-29	-1,59%	-2,39%			-1,45%	-0,14%	-2,83%
18.02.2005	1,85	-28	-0,54%	1,08%			0,82%	-1,35%	-4,19%
21.02.2005	1,88	-27	1,62%	-1,57%			-0,92%	2,54%	-1,65%
22.02.2005	1,96	-26	4,26%	-0,77%			-0,39%	4,65%	3,00%
23.02.2005	1,94	-25	-1,02%	0,99%			0,75%	-1,78%	1,22%
24.02.2005	1,93	-24	-0,52%	1,61%			1,16%	-1,67%	-0,45%
25.02.2005	1,89	-23	-2,07%	2,47%			1,72%	-3,80%	-4,25%
28.02.2005	1,88	-22	-0,53%	1,30%			0,96%	-1,49%	-5,73%
01.03.2005	1,84	-21	-2,13%	-2,21%			-1,33%	-0,79%	-6,53%
02.03.2005	1,86	-20	1,09%	-1,95%			-1,17%	2,25%	-4,27%
03.03.2005	1,88	-19	1,08%	1,22%			0,91%	0,17%	-4,10%
04.03.2005	1,85	-18	-1,60%	0,38%			0,36%	-1,95%	-6,06%
07.03.2005	1,84	-17	-0,54%	0,46%			0,41%	-0,95%	-7,00%
08.03.2005	1,85	-16	0,54%	-0,33%			-0,11%	0,65%	-6,35%
09.03.2005	1,8	-15	-2,70%	0,17%			0,22%	-2,92%	-9,28%
10.03.2005	1,72	-14	-4,44%	-0,82%			-0,42%	-4,02%	-13,30%
11.03.2005	1,66	-13	-3,49%	0,19%			0,23%	-3,72%	-17,02%
14.03.2005	1,59	-12	-4,22%	-2,31%			-1,40%	-2,82%	-19,84%
15.03.2005	1,59	-11	0,00%	-1,45%			-0,84%	0,84%	-19,00%
16.03.2005	1,47	-10	-7,55%	-4,58%			-2,88%	-4,67%	-23,67%
17.03.2005	1,37	-9	-6,80%	-3,38%			-2,10%	-4,71%	-28,38%
18.03.2005	1,45	-8	5,84%	3,56%			2,44%	3,40%	-24,97%
21.03.2005	1,43	-7	-1,38%	-2,81%			-1,72%	0,35%	-24,63%
22.03.2005	1,46	-6	2,10%	2,36%			1,65%	0,45%	-24,18%
23.03.2005	1,41	-5	-3,42%	-3,09%			-1,91%	-1,52%	-25,70%
24.03.2005	1,45	-4	2,84%	2,57%			1,79%	1,05%	-24,65%
25.03.2005	1,5	-3	3,45%	1,73%			1,24%	2,21%	-22,44%
28.03.2005	1,48	-2	-1,33%	-2,59%			-1,58%	0,25%	-22,19%
29.03.2005	1,47	-1	-0,68%	-1,46%			-0,84%	0,17%	-22,02%
30.03.2005	1,74	0	18,37%	0,50%			0,43%	17,94%	-4,09%
31.03.2005	1,69	1	-2,87%	3,89%			2,65%	-5,52%	-9,61%
01.04.2005	1,62	2	-4,14%	0,72%			0,58%	-4,72%	-14,33%
04.04.2005	1,55	3	-4,32%	-1,15%			-0,64%	-3,68%	-18,00%
05.04.2005	1,54	4	-0,65%	0,93%			0,72%	-1,36%	-19,37%
06.04.2005	1,72	5	11,69%	1,46%			1,06%	10,63%	-8,74%
07.04.2005	1,7	6	-1,16%	-0,86%			-0,46%	-0,71%	-9,45%
08.04.2005	1,68	7	-1,18%	-0,17%			0,00%	-1,17%	-10,62%
11.04.2005	1,73	8	2,98%	-1,61%			-0,95%	3,92%	-6,70%
12.04.2005	1,68	9	-2,89%	-1,15%			-0,64%	-2,25%	-8,94%
13.04.2005	1,71	10	1,79%	0,86%			0,67%	1,12%	-7,83%

14.04.2005	1,73	11	1,17%	-2,97%	-1,83%	3,00%	-4,83%
15.04.2005	1,66	12	-4,05%	-2,81%	-1,72%	-2,32%	-7,15%
18.04.2005	1,54	13	-7,23%	-2,38%	-1,44%	-5,78%	-12,93%
19.04.2005	1,65	14	7,14%	3,68%	2,51%	4,63%	-8,30%
20.04.2005	1,67	15	1,21%	0,13%	0,20%	1,02%	-7,29%
21.04.2005	1,65	16	-1,20%	1,01%	0,77%	-1,96%	-9,25%
22.04.2005	1,64	17	-0,61%	1,28%	0,94%	-1,55%	-10,80%
25.04.2005	1,66	18	1,22%	0,27%	0,29%	0,93%	-9,86%
26.04.2005	1,63	19	-1,81%	-1,27%	-0,72%	-1,09%	-10,95%
27.04.2005	1,59	20	-2,45%	-1,69%	-0,99%	-1,46%	-12,41%
28.04.2005	1,55	21	-2,52%	-2,29%	-1,38%	-1,13%	-13,54%
29.04.2005	1,58	22	1,94%	0,31%	0,31%	1,63%	-11,92%
02.05.2005	1,62	23	2,53%	2,80%	1,94%	0,59%	-11,32%
03.05.2005	1,7	24	4,94%	-0,47%	-0,20%	5,14%	-6,18%
04.05.2005	1,65	25	-2,94%	1,75%	1,25%	-4,19%	-10,37%
05.05.2005	1,65	26	0,00%	2,20%	1,54%	-1,54%	-11,92%
06.05.2005	1,65	27	0,00%	-0,59%	-0,28%	0,28%	-11,64%
09.05.2005	1,61	28	-2,42%	-1,00%	-0,54%	-1,88%	-13,52%
10.05.2005	1,61	29	0,00%	-0,06%	0,07%	-0,07%	-13,59%
11.05.2005	1,6	30	-0,62%	-0,10%	0,04%	-0,66%	-14,26%
12.05.2005	1,63	31	1,87%	1,83%	1,30%	0,57%	-13,68%
13.05.2005	1,63	32	0,00%	0,84%	0,66%	-0,66%	-14,34%
16.05.2005	1,61	33	-1,23%	-1,60%	-0,93%	-0,29%	-14,63%
17.05.2005	1,59	34	-1,24%	-0,30%	-0,09%	-1,15%	-15,79%
18.05.2005	1,62	35	1,89%	1,45%	1,05%	0,83%	-14,95%
20.05.2005	1,62	36	0,00%	1,03%	0,78%	-0,78%	-15,73%
23.05.2005	1,56	37	-3,70%	-4,46%	-2,80%	-0,90%	-16,64%
24.05.2005	1,55	38	-0,64%	-0,77%	-0,40%	-0,24%	-16,88%
25.05.2005	1,53	39	-1,29%	-0,09%	0,05%	-1,34%	-18,22%
26.05.2005	1,51	40	-1,31%	-0,27%	-0,07%	-1,24%	-19,46%

GARAN 3 Tarih	Kapanış	Gün Sayısı	Günlük Verim	Endeks Verim	Alfa	Beta	Beklenen Getiriler	Aşırı Getiriler	Kümülatif
									Aşırı Getiriler
30.06.2005	3,2525	-40	0,00%	-0,66%	0,00112002	0,99682259	-0,54%	0,54%	0,54%
01.07.2005	3,309	-39	1,74%	2,45%			2,55%	-0,81%	-0,27%
04.07.2005	3,2807	-38	-0,86%	0,31%			0,42%	-1,28%	-1,55%
05.07.2005	3,1959	-37	-2,58%	-1,17%			-1,06%	-1,53%	-3,07%
06.07.2005	3,2242	-36	0,89%	1,47%			1,58%	-0,70%	-3,77%
07.07.2005	3,2242	-35	0,00%	-0,33%			-0,22%	0,22%	-3,55%
08.07.2005	3,2242	-34	0,00%	0,55%			0,66%	-0,66%	-4,22%
11.07.2005	3,227	-33	0,09%	-0,12%			-0,01%	0,10%	-4,12%
12.07.2005	3,227	-32	0,00%	-0,43%			-0,31%	0,31%	-3,80%
13.07.2005	3,2666	-31	1,23%	1,35%			1,45%	-0,23%	-4,03%
14.07.2005	3,3458	-30	2,42%	1,56%			1,67%	0,75%	-3,28%
15.07.2005	3,4844	-29	4,14%	-0,26%			-0,15%	4,29%	1,01%
18.07.2005	3,4844	-28	0,00%	-0,09%			0,03%	-0,03%	0,99%
19.07.2005	3,4844	-27	0,00%	0,96%			1,07%	-1,07%	-0,08%
20.07.2005	3,4844	-26	0,00%	0,13%			0,24%	-0,24%	-0,33%
21.07.2005	3,524	-25	1,14%	0,97%			1,08%	0,06%	-0,27%
22.07.2005	3,5834	-24	1,69%	0,68%			0,79%	0,90%	0,63%
25.07.2005	3,524	-23	-1,66%	0,29%			0,40%	-2,06%	-1,43%
26.07.2005	3,5042	-22	-0,56%	-1,85%			-1,74%	1,17%	-0,26%
27.07.2005	3,5834	-21	2,26%	1,51%			1,62%	0,64%	0,38%
28.07.2005	3,6032	-20	0,55%	0,61%			0,72%	-0,17%	0,22%
29.07.2005	3,623	-19	0,55%	0,93%			1,04%	-0,49%	-0,27%
01.08.2005	3,6823	-18	1,64%	0,54%			0,66%	0,98%	0,71%
02.08.2005	3,524	-17	-4,30%	-0,78%			-0,67%	-3,63%	-2,92%
03.08.2005	3,4646	-16	-1,69%	0,62%			0,73%	-2,42%	-5,34%
04.08.2005	3,5438	-15	2,29%	1,33%			1,44%	0,84%	-4,49%
05.08.2005	3,524	-14	-0,56%	-0,59%			-0,48%	-0,08%	-4,57%
08.08.2005	3,5042	-13	-0,56%	-0,07%			0,04%	-0,61%	-5,18%
09.08.2005	3,4646	-12	-1,13%	-0,75%			-0,63%	-0,50%	-5,68%
10.08.2005	3,4448	-11	-0,57%	-0,06%			0,05%	-0,62%	-6,30%
11.08.2005	3,3854	-10	-1,72%	-1,92%			-1,81%	0,08%	-6,22%
12.08.2005	3,2864	-9	-2,92%	-3,21%			-3,09%	0,17%	-6,05%
15.08.2005	3,3656	-8	2,41%	-0,36%			-0,25%	2,66%	-3,39%
16.08.2005	3,3062	-7	-1,76%	0,65%			0,76%	-2,53%	-5,92%
17.08.2005	3,2864	-6	-0,60%	-1,24%			-1,13%	0,53%	-5,39%
18.08.2005	3,3458	-5	1,81%	0,34%			0,45%	1,36%	-4,03%
19.08.2005	3,524	-4	5,33%	1,63%			1,74%	3,59%	-0,44%
22.08.2005	3,5636	-3	1,12%	1,74%			1,84%	-0,72%	-1,16%
23.08.2005	3,6626	-2	2,78%	0,83%			0,94%	1,84%	0,68%
24.08.2005	3,6428	-1	-0,54%	0,62%			0,73%	-1,27%	-0,59%
25.08.2005	3,7417	0	2,71%	1,50%			1,61%	1,10%	0,51%
26.08.2005	3,7813	1	1,06%	0,69%			0,80%	0,26%	0,77%
29.08.2005	3,7615	2	-0,52%	-0,02%			0,09%	-0,62%	0,15%
31.08.2005	3,7615	3	0,00%	2,97%			3,08%	-3,08%	-2,93%
01.09.2005	3,7417	4	-0,53%	3,36%			3,47%	-3,99%	-6,92%
02.09.2005	3,7615	5	0,53%	-0,77%			-0,66%	1,19%	-5,74%
05.09.2005	3,7417	6	-0,53%	0,56%			0,67%	-1,20%	-6,93%
06.09.2005	3,7417	7	0,00%	-0,15%			-0,03%	0,03%	-6,90%
07.09.2005	3,7219	8	-0,53%	-1,41%			-1,29%	0,76%	-6,14%
08.09.2005	3,7813	9	1,60%	0,32%			0,43%	1,17%	-4,97%
09.09.2005	3,8011	10	0,52%	2,28%			2,38%	-1,86%	-6,83%

12.09.2005	3,7615	11	-1,04%	1,58%	1,69%	-2,73%	-9,56%
13.09.2005	3,7615	12	0,00%	-0,52%	-0,41%	0,41%	-9,15%
14.09.2005	3,8011	13	1,05%	0,28%	0,39%	0,66%	-8,49%
15.09.2005	3,8209	14	0,52%	1,96%	2,06%	-1,54%	-10,04%
16.09.2005	3,8803	15	1,55%	0,07%	0,18%	1,37%	-8,66%
19.09.2005	3,9001	16	0,51%	-0,22%	-0,11%	0,62%	-8,04%
20.09.2005	3,9001	17	0,00%	1,50%	1,61%	-1,61%	-9,65%
21.09.2005	3,9397	18	1,02%	0,43%	0,54%	0,48%	-9,18%
22.09.2005	3,9001	19	-1,01%	-1,18%	-1,06%	0,06%	-9,12%
23.09.2005	3,9397	20	1,02%	-0,64%	-0,53%	1,54%	-7,58%
26.09.2005	3,9991	21	1,51%	0,80%	0,91%	0,60%	-6,98%
27.09.2005	3,9793	22	-0,50%	-0,59%	-0,47%	-0,02%	-7,00%
28.09.2005	3,9991	23	0,50%	-1,72%	-1,61%	2,10%	-4,89%
29.09.2005	3,9793	24	-0,50%	1,99%	2,09%	-2,59%	-7,48%
30.09.2005	3,9793	25	0,00%	-0,19%	-0,08%	0,08%	-7,41%
03.10.2005	4,0585	26	1,99%	2,90%	3,01%	-1,02%	-8,42%
04.10.2005	4,1773	27	2,93%	3,86%	3,96%	-1,03%	-9,46%
05.10.2005	4,1377	28	-0,95%	-2,38%	-2,26%	1,32%	-8,14%
06.10.2005	4,0387	29	-2,39%	-3,64%	-3,51%	1,12%	-7,02%
07.10.2005	4,0387	30	0,00%	-0,29%	-0,18%	0,18%	-6,84%
10.10.2005	4,0783	31	0,98%	0,28%	0,39%	0,59%	-6,25%
11.10.2005	4,1377	32	1,46%	1,59%	1,70%	-0,24%	-6,49%
12.10.2005	4,0783	33	-1,44%	-2,71%	-2,59%	1,15%	-5,34%
13.10.2005	3,9991	34	-1,94%	-3,21%	-3,09%	1,15%	-4,19%
14.10.2005	3,9793	35	-0,50%	-1,92%	-1,80%	1,30%	-2,89%
17.10.2005	3,9397	36	-1,00%	1,31%	1,41%	-2,41%	-5,30%
18.10.2005	3,9595	37	0,50%	-0,83%	-0,71%	1,22%	-4,08%
19.10.2005	3,9199	38	-1,00%	-2,60%	-2,48%	1,48%	-2,61%
20.10.2005	3,9991	39	2,02%	2,07%	2,18%	-0,16%	-2,76%
21.10.2005	3,9397	40	-1,49%	0,08%	0,19%	-1,68%	-4,44%

KAYNAKÇA

Kitaplar

AKAY, Hüseyin, **İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997.

ALTUĞ, Osman, AYBOĞA, Hanifi, **Örneklerle Uygulamalı Şirket Kuruluşları**, Yasa Yayınları, Bilim/Bilgi Dizisi No. 7, İstanbul, Ağustos 1992.

AYDIN, Nurhan, **İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**, TOBB, Yayın No: Genel 150, AR-GE 62, 1990.

BENDANIEL, David J., ROSENBLOOM, Arthur. H., **The Handbook of International Mergers and Acquisitions**, Prentice-Hall Inc., 1990.

BENDER, Ruth, WARD, Keith, **Corporate Financial Strategy**, Second Edition, Butterworth/Heinemann, 2003.

BERK, Niyazi, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, 6. Baskı, İstanbul, 2002.

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

BLACK, Andrew (Ed.), **Questions of Value, Master the Latest Developments in Value – Based Management, Investment and Regulation**, FT/Prentice Hall, 2004.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS, Alan J., **İşletme Finansının Temelleri**, Ünal BOZKURT, Türkân ARIKAN, Hatice DOĞUKANLI (Çev.), Literatür, Birinci Basım, 1997.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., **Capital Investment and Valuation**, The Brattle Group, mcgraw Hill, 2003.

- BUCLEY, Peter, GHAURI, Pervez N., **International Mergers and Acquisitions**, A Reader, Thomson, 2002.
- COOKE, Terence E., **Mergers and Acquisitions**, Basil Blackwell, 1986.
- COOPER, Cary, GREGORY, Alan (Ed.), **Advences in Mergers and Acquisitions, Volume 1**, Elsevier Science Inc., 2000.
- COOPER, Cary, GREGORY, Alan (Ed.), **Advences in Mergers and Acquisitions, Volume 2**, Elsevier Science Inc., 2003.
- COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred, SHASTRI, Kuldeep, **Financial Theory and Corporate Policy**, 4. Edition, Pearson/Addison Wesley, 2005.
- COPLAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack, **Valuation Measuring and Managing the Value of Companies**, Third Edition, University Edition, mckinsey & Company Inc., John Wiley & Sons Inc., 2000.
- ÇELİK, Orhan, **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999.
- DAMODARAN, Aswath, **Corporate Finance, Theory and Practise**, John Wiley & Sons Inc., 1997.
- DİNLER, Zeynel, **Mikro Ekonomi**, Ekin Kitabevi, 16. Basım, Bursa, 2005.
- EITEMAN, David K., STONEHILL, Arthur I., MOFFETT, Michael H., **Multinational Business Finance**, Tenth Edition, Pearson Addison Wesley, 2004.
- ERTEK, Tümay, **Mikroekonomiye Giriş**, Beta Basım Yayım Dağıtım, 1. Baskı, İstanbul, Ağustos 2003,.
- FOSTER REED, Stanley, REED LAJOUX, Alexandra, **The Art of M&A, A Merger/Acquisition/Buyout Guide**, Third Edition, mcgraw-Hill, 1998.
- GITMAN, Lawrence, JUCHAU, J. Roger, FLANAGAN, Jack, PEARSON, Ken, CLEMENS, Michael, **Principles of Managerial Finance**, Second Edition, Addison Wesley Longman Australia Pty Limited, 1998.
- GRINBLATT, Mark, TITMAN, Sheridan, **Financial Markets and Corporate Strategy**, Second Edition, International Edition, mcgraw-Hill/Irwin, 2002.

- İVGEN, Hünkâr, **Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, Borsa Dizisi: 1, İstanbul, Nisan 2003.
- JAUCH, Lawrence R., GLUECK, William F., **Business Policy and Strategic Management**, Fifth Ed., mcgraw-Hill International Edition, Management Series, 1988.
- JOHNSON, Hazel J., **Corporate Finance Manual Mergers and Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision**, Pearson Education Limited, Financial Times, Prentice Hall, 1999.
- KAEN, Fred R., **A Blueprint for Corporate Governance, Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value**, American Management Association (AMACOM), 2003.
- KARAPINAR, Aydın, **Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına (IFRS Taslak 3) Göre İşletme Birleşmeleri**, Gazi Kitabevi, Ankara, Eylül 2006.
- KEY Stephen L., (Ed.), **The Ernst & Young Management Guide to Mergers and Acquisitions**, John Wiley & Sons, 1989.
- MANESS, Terry, **Introduction to Corporate Finance**, mcgraw-Hill Book Company, 1988.
- MARREN, Joseph H., **Mergers & Acquisitions a Valuation Handbook**, Business One Irwin, 1993.
- OQDEN, Joseph P., JEN, Frank C., O'CONNOR, Philip F., **Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies**, Prentice Hall, 2003.
- PALEPU, Krishna G., HEALY, Paul M., BERNARD, Victor L., **Business Analysis & Valuation Using Financial Statement**, Second Edition, South-Western College Publishing, 2000.
- PEIRSON, Graham, BROWN, Rob, EASTON, Steve, HOWARD, Peter, **Peirson and Bird's Business Finance**, 8. Edition, mcgraw – Hill, Irvin, 2002.
- POROY, Reha, TEKİNALP, Ünal, ÇAMOĞLU, Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 8. Bası, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2000.

- RAPPAPORT, Alfred, **Creating Shareholder Value, A Guide for Managers and Investors**, The Free Press, 1998.
- ROSS, Stephen A., THOMPSON, Spencer C., CHRISTENSEN, Mark J., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D., **Fundamentals of Corporate Finance**, First Australian Edition, 1994.
- ROSS, Stephen A., THOMPSON, Spencer C., CHRISTENSEN, Mark J., WESTERFIELD, Randolph W., JORDON, Bradford D., **Fundamentals of Corporate Finance**, Second Edition, The mcgraw – Hill Companies Inc, 2001.
- SARIKAMIŞ, Cevat, **Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma Şirket Birleşmeleri**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2003.
- SCHARF, Charles A., SHEA, Edward E., BECK, George C., **Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers, A Handbook with Forms**, 4. Edition, Prentice Hall, 1991.
- SIROWER, Mark, **The Synergy Trap, How Companies Lose the Acquisition Game**, The Free Press, New York, 1997.
- STERN, Erik, HUTCHISON, Mike, **The Value Mindset, Returning to the First Principles of Capitalist Enterprise**, John Wiley & Sons Inc, 2004.
- SÜMER, Haluk, PERNSTEINER, Helmut (Ed.), **Şirket Birleşmeleri**, Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak, 2004.
- TÜRK, Hikmet Sami, **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Olgaç Matbaası, Ankara, 1986.
- ÜNSAL, Erdal, **Mikro İktisat**, İmaj Yayınevi, Genişletilmiş 6. Baskı, Ankara, 2005.
- VAN HORNE, James C., **Financial Management and Policy**, Sixth Edition, Prentice – Hall International, 1983.
- VAN HORNE, James C., **Fundamentals of Financial Management**, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 6th Edition, 1986.
- WARD, Keith, **Corporate Financial Strategy**, Butterworth-Heinemann Ltd., 1995.

WESTON, J. Fred, CHUNG, Kwang S., HOAG, Susan E., **Mergers, Restructuring, and Corporate Control**, Prentice Hall International Editions, 1990.

WESTON, J. Fred, CHUNG, Kwang S., SIU, Juan A., **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**, Prentice Hall Inc, Englewood Cliffs, Second Edition, 1998.

WESTON, Fred J., WEAVER, Samuel C., **Mergers and Acquisitions**, mcgraw Hill Executive MBA Series, mcgraw – Hill Inc, 2001.

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

Makaleler

- AGRAWAL, Anup, JAFFE, Jeffrey F., MANDELKER, Gershon N., “The Post – Merger Performance of Acquiring Firms: A Re – Examination of an Anomaly”, **The Journal of Finance**, Vol. 47, No. 4, September 1992, ss. 1605 – 1621.
- AĞAYEV, Samir, “ABD Bankacılık Sistemi Birleşme ve Satınalmalar Yoluyla Büyüdü”, **Activeline**, Nisan 2004, ss. 1 – 7.
- AKHIGBE, Aigbe, MADURA, Jeff, MARTIN, Anna D., “Are Competitive Industry Signals Greater When Acquiring Privately-Held Firms?”, **American Business Review**, Vol. 21, Iss. 2, Jun, 2003, ss.30–40.
- AKHIGBE, Aigbe, MADURA, Jeff, “Bank Acquisitions of Security Firms: The Early Evidence”, **Applied Financial Economics**, 14, 2004, ss. 485 – 496.
- ALLEN, Linda, JAGTIANI, Julapa, PERISTIANI, Stavros, SAUNDERS, Anthony, “The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 36, No.2, April 2004, ss. 197 – 224.
- AMEL, Dean, BARNES, Colleen, PANETTA, Fabio, SALLEO, Carmelo, “Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence”, **Journal of Banking & Finance**, Vol. 28, Iss. 10, 2004, ss. 2493–2519.
- AMIHUD, Yakov, DELONG, Gayle, SAUNDERS, L., Anthony, “The Effects of Cross-Border Bank Mergers on Risk and Value”, **Journal of International Money & Finance**, Vol. 21, Iss. 6, November 2002, ss. 857–877.
- AMTER, Robert F.,” Determining the Price of an Acquisition”, **Management Review**, Vol. 59, Iss. 2, February, 1970, ss. 78–33.
- ANDERSON, Don, HAYNES, Andrea, HEANEY, Richard, “Company Takeovers and Equity Returns: The Target Size Effect”, **Australian Journal of Management**, Vol. 19, Iss.1, June 1994, ss. 1 – 30.
- ANDRADE, Gregor, MITCHELL, Mark, STAFFORD, Erik, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, **Journal of Economic Perspective**, Vol. 15, No. 2, Spring 2001, ss. 103 – 120.

- ANDRADE, Gregor, STAFFORD, Erik, "Investigating the Economic Role of Mergers", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 10, Iss. 1, 2004, ss.1–36.
- ANDRÈ, Paul, KOOLI, Maher, L'HER, Jean-François, "The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from Canadian Stock Market", **Financial Management**, Winter 2004, ss. 27 – 43.
- ASQUITH, Paul, Merger Bids, "Uncertainty, and Stockholder Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, Iss. 1 – 4, 1983, ss. 51 – 83.
- AW, M. S. B., CHATTERJEE, R. A., "The Performance of UK Firms Acquiring Large Cross-Border and Domestic Takeover Targets", **Applied Financial Economics**, 14, 2004, ss. 337 – 349.
- AYDIN, Nurhan, "Birleşme ve Satınalmalarda İşletme Değerlemesi", Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, ss. 193 – 211.
- BAHTİYAR, Mehmet, "Türk Ticaret Kanunu ile Avrupa Birliği'nin Üçüncü Konsey Yönergesi Açısından Anonim Ortaklık Birleşmeleri ve Denetimi", Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, ss. 3 – 22.
- BECHER, David A., "The Valuation Effects of Bank Mergers", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 6, Iss. 6, 2000, ss.189–214.
- BECHER, David A., CAMPBELL, Terry L. II, "Interstate Banking Deregulation and the Changing Nature of Bank Mergers", **The Journal of Financial Research**, Vol. 28, No. 1, Spring 2005, ss. 1 – 20.
- BEITEL, Patrick, SCHIERECK, Dirk, WAHRENBURG, Mark, "Explaining the M&A Success in European Banks", **European Financial Management**, Vol. 10, No.1, 2004, ss. 109 – 139.
- BERGER, Allen N., DEMSETZ, Rebecca S., STRAHAN, Philip E., "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future", **Journal of Banking & Finance**, 23, 1999, ss. 135 – 194.
- BERGER, Allen N., BUCH, Claudia M., DELONG, Gayle, DEYOUNG, Robert, "Exporting Financial Institutions Management via Foreign Direct Investment Mergers and Acquisitions", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 23, Iss. 3, April 2004, ss.333–366.

- BHAGAT, Sanjai, DONG, Ming, HIRSHLEIFER, David, NOAH, Robert, "Do Tender Offers Create Value? New Methods and Evidence", **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, ss. 3 – 60.
- BHARADWAJ, Anu, SHIVDASANI, Anil, "Valuation Effects of Bank Financing in Acquisition", **Journal of Financial Economics**, Vol. 67, Iss. 1, 2003, ss.113–148.
- BHAUMIK, Sumon Kumar, "Mergers and Acquisitions What Can We Learn from the "Wave" of the 1980's", **ICRA Bulletin, Money and Finance**, Oct-Dec 1999, ss.39–58.
- BIBLER, Richard S., "The Acquisition Process: A Program for Success", Stephen L. KEY (Ed.), **The Ernst & Young Management Guide to Mergers and Acquisitions** içinde, John Wiley & Sons, NY, 1989, ss. 3 – 16.
- BILLETT, Matthew T., DOLLY KING, Tao-Hsien, MAUER, David C., "Bondholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: New Evidence from the 1980's and 1990's", **The Journal of Finance**, Vol. 59, No.1, February 2004, ss.107 – 135.
- BJORVATN, Kjetil, "Economic Integration and the Profitability of Cross-Border Mergers and Acquisitions", **European Economic Review**, Vol. 48, Iss. 6, December 2004, ss.1211–1226.
- BLAŠKO, Matej, NETTER, Jeffrey M., SINKEY, Joseph F. Jr., "Value Creation and Challenges of an International Transaction The daimlerchrysler Merger", **International Review of Financial Analysis**, Vol. 9, Iss. 1, 2000, ss. 77–102.
- BOUWMAN, Christa H. S., FULLER, Kathleen, NAIN, Amrita S., "Stock Market Valuation and Mergers", Research Brief, **MIT Sloan Management Review**, Fall, 2003, ss. 9 – 11.
- BROWN, Stephen J., WARNER, Jerold B., "Measuring Security Price Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol. 8, September 1980, ss. 205 – 258.
- BUCH, Claudia M., DELONG, Gayle, "Cross-Border Bank Mergers: What Lures the Rare Animal", **Journal of Banking&Finance**, Vol. 28, Iss. 9, September 2004, ss.2077–2102.
- BUCKLER, Peter J., GHAURI, Perves N., "A Reader, Introduction", Peter J. BUCKLEY, Pervez N. GHAURI (Ed.), **International Mergers and Acquisitions** içinde, Thomson, 2002, ss.1-21.

- BURT, Steve, LIMMACK, Robin, "The Operating Performance of Companies Involved in Acquisitions in the UK Retail Sector, 1977 – 1992", Cary COOPER, Alan GREGORY (Ed.), **Advances in Mergers and Acquisitions, Vol. 2** içinde, Elsevier Science Ltd., 2003, ss.147 – 176.
- CAMPA, José Manuel, HERNANDO, Ignacio, "Shareholder Value Creation in European M&a's", **European Financial Management**, Vol. 10, No.1, 2004, ss. 47 – 81.
- CAPRON, Laurence, "The Long-Term Performance of Horizontal Acquisition", **Strategic Management Journal**, Vol. 20, Iss. 11, November 1999, ss. 987–1018.
- CAPRON, Laurence, PISTRE, Nathalie, "When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?", **Strategic Management Journal**, Vol. 23, Iss. 9, September 2002, ss. 781–794.
- CHAVALTANPIPAT, Arphaphan, KHOLDY, Shady, SOHRABIAN, Ahmad, "The Effects of Bank Acquisition on Stockholder Wealth", The Cal Poly Pomona Journal of Interdisciplinary Studies, **A Journal of Research and Innovative Activities**, Fall 1997, ss. 67 – 78.
- CHENG, Louis T. W., LEUNG, T. Y., "A Comparative Analysis of the Market-Based and Accounting-Based Performance of Diversifying and Non-Diversifying Acquisitions in Hong Kong", **International Business Review**, 13, 2004, ss. 763 – 789.
- CYBO-OTTONE, Alberto, MURGIA, Maurizio, "Mergers and Shareholder Wealth in European Banking", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 24, Iss. 6, Jun 2000, ss. 831–859.
- ÇALİYURT, Kıymet Tunca, "Şirket Birleşmeleri ve Havacılık Sektöründeki Uygulamalar", **Trakya Üniversitesi Dergisi Sosyal Bilimler C Serisi**, Cilt 1, Sayı 1, Haziran 2000, ss. 11 – 17.
- ÇUKUR, Sadık, ERYİĞİT, Resul, "Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl. 21, Sayı. 243, Haziran 2006, ss. 96 – 107.
- DANBOLT, Jo, "Target Company Cross – Border Effects in Acquisitions into the UK", **European Financial Management**, Vol.10, No.1, 2004, ss. 83 – 108.

- DELONG, Gayle L., "The Announcement Effects of US versus Non-US Bank Mergers: Do They Differ?", **The Journal of Financial Research**, Vol. 26, No.4, Winter 2003, ss. 487 – 500.
- DELONG, Gayle, "Does Long – Term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Banking Industry", **Financial Management**, Vol. 32, Iss.2, Summer 2003, ss. 5 – 25.
- DODD, Peter, RUBACK, Richard, "Tender Offers and Stockholder Returns An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, Iss. 3, December 1977, ss. 351 – 373.
- DOUKAS, John A., KAN, Özgür B., "Excess Cash Flows and Diversification Discount", **Financial Management**, Summer 2004, ss. 71 – 88.
- ECKBO, B. Espen, "Mergers and the Market for Corporate Control: the Canadian Evidence", **Canadian Journal of Economics**, Vol. 19, No. 2, May 1986, ss. 236 – 260.
- ECKBO, B. Espen, THORBURN, Karin S., "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 35, No.1, Marc 2000, ss. 1 -25.
- ELFAKHANI, Said, GHANTOUS, Rita F., BAALBAKI, Imad, "Mega-Mergers in the US Banking Industry", **Applied Financial Economics**, 13, 2003, ss. 609 – 622.
- EPSTEIN, Marc J., "The Determinants and Evaluation of Merger Success", Indiana University Kelley School of Business, **Business Horizons**, Vol. 48, Iss. 1, Jan/Feb 2005, ss.37 – 46.
- ESTRELLA, Arturo, "Mixing and Mathcing: Prospective Financial Sector Mergers and Market Valuation", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 25, Iss. 12, December 2001, ss.2367–2392.
- FEE, C. Edward, THOMAS, Shawn, "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms", **Journal of Financial Economics**, 74, 2004, ss. 423 – 460.
- FERRAZ, João Carlos, HAMAGUCHI, Nobuaki, "Introduction: M&A and Privatization in Developing Countries – Changing Ownership Structure and Its Impact on Economic Performance-", **The Developing Economies**, XL–4, December 2002, ss.383–399.

- FOCARELLI, Dario, PANETTA, Fabio, SALLEO, Carmelo, "Why Do Banks Merge?", **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 34, Iss. 4, November 2002, ss.1047–1066.
- FRANKS, Julian R., HARRIS, Robert S., "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers The UK Experience 1955 – 1985", **Journal of Financial Economics**, Vol. 23, Iss. 2, Aug 1989, ss. 225 – 249.
- FRANKS, Julian, HARRIS, Robert, TITMAN, Sheridan, "The Post Merger Share-Price Performance of Acquiring Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol. 29, Iss. 1, 1991, ss. 81 – 96.
- GABRIELSEN, Tommy Staahl, "Conglomerate Mergers: Vertical Mergers in Disguise?", **International Journal of Economics of Business**, Vol. 10, No. 1, 2003, ss. 1 – 16.
- GARETTE, Bernard, DUSAUGE, Pierre, "Alliances versus Acquisitions: Choosing the Right Option", **European Management Journal**, Vol. 18, No. 1, 2000, ss. 63–69.
- GAUGHAN, Patrick A., "Is Merger Mania Still a Good Thing?", **The Journal of Corporate Accounting & Finance**, Vol. 12, Iss. 2, January/February 2001, ss.3–8.
- GIOVANNI, Julian di, "What Drives Capital Flows? The Case of Cross – Border M&A Activity and Financial Deeping", **Journal of International Economics**, Vol. 65, Iss. 1, January 2005, ss. 127 – 149.
- GOERGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc, "Value Creation in Large European Mergers and Acquisitions", içinde: **Advances in Mergers and Acquisitions**, Vol. 2, Cary COOPER, Alan GREGORY (Ed.), Elsevier Science Ltd, 2003, ss. 97 – 146.
- GOERGEN, Marc, RENNEBOOG, Luc, "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids", **European Financial Management**, Vol. 10, No. 1, 2004, ss. 9 – 45.
- GOLDBERG, Stephen R., GODWIN, Joseph H., "Your Merger: Will It Really Add Value", **Journal of Corporate Accounting & Finance**, Vol. 12, Iss. 2, 2001, ss. 27–35.

- GONDHALKAR, Vijay B., SANT, R. Raymond, FERRIS, Stephen P., "The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Cash Takeover Premia", **Applied Economics Letters**, 11, 2004, ss. 735 – 739.
- GONZALEZ, Pedro, VASCONCELLOS, Geraldo M., KISH, Richard J., "Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Undervaluation Hypothesis", Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHOURI (Ed.), **International Mergers and Acquisitions, A Reader** içinde, Thomson, 2002, ss.288 – 304.
- GUGLER, Klaus, MUELLER, Dennis C., YURTOĞLU, B. Burçin, ZULEHNER, Christine, "The Effects of Mergers: An International Comparison", **International Journal of Industrial Organization**, Vol. 21, Iss. 5, May 2003, ss. 625 – 653.
- HALPERN, Paul J., "Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers", **The Journal of Business**, Vol. 46, Iss.4, 1973, ss. 554–575.
- HARPER, Ian R., "Policy Forum: Merger Policy in Australia, Mergers in Financial Services: Why the Rush?", **Australian Economic Review**, Vol: 33, Iss. 1, March 2000, ss. 67 – 72.
- HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G., RUBACK, Richard S., "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", **Journal of Financial Economics**, Vol. 31, Iss. 2, April 1992, ss. 135 – 175.
- HENNART, Jean-Francois, REDDY, Sabine, "The Choice Between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States", **Strategic Management Journal**, Vol. 18, Iss. 1, Jan 1997, ss. 1–12.
- HERON, Randall, LIE, Erik, "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 37, No. 1, March 2002, ss. 137 – 155.
- HO PARK, Seung, KIM, Dongcheol, "Market Valuation of Joint Ventures: Joint Venture Characteristics and Wealth Gains", **Journal of Business Venturing**, Vol. 12, Iss. 2, March 1997, ss.83–108.
- HOUSTON, Joel F., JAMES, Cristopher M., RYNGAERT, Michael D., "Where Do Merger Gains Come From? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", **Journal of Financial Economics**, Vol. 60, Iss. 2/3, May/June 2001, ss. 285–331.

- INKPEN, Andrew C., SUNDARAM, Anant K., ROCKWOOD, Kristin, "Cross-Border Acquisitions of US Technology Assets", Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHOURI (Ed.), **International Mergers and Acquisitions, A Reader** içinde, Thomson, 2002, ss.228 – 246.
- ISMAIL, Ahmad, DAVIDSON, Ian, "Further Analysis of Mergers and Shareholder Wealth Effects in European Banking", **Applied Financial Economics**, 15, 2005, ss. 13 – 30.
- JENSEN, Michael C., RUBAK, R. S., "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, Iss. 1–4, April 1983, ss.5–50.
- JENSEN, Michael C., "Takeovers: Folklore and Science", Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHOURI (Ed.), **International Mergers and Acquisitions, A Reader** içinde, Thomson, 2002, ss. 68–85.
- JOHNSON, Robert, SOENEN, Luc, "Indicators of Successful Companies", **European Management Journal**, Vol:21, No:3, 2003, ss. 364–369.
- KEŞİŞOĞLU, Nerses, GÜMÜŞLÜ, Gökhan, "Finansal Hizmetler Sektöründe Şirket Birleşmeleri: Global Bir Bakış Açısı", **Active**, Mayıs-Haziran 2002, ss.1–13.
- KIRCHMAIER, Thomas, "Corporate Restructuring of British and German Non-Financial Firms in the Late 1990's", **European Management Journal**, Vol. 21, No. 4, August 2003, ss. 409 – 420.
- KIYMAZ, Halil, "Cross-Border Acquisitions of US Financial Institutions: Impact of Macroeconomics Factors", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 28, Iss. 6, Jun 2004, ss.1413–1439.
- KLUG, Robert, "Valuing the Potential Acquisition", Stephen L. KEY (Ed.), **The Ernst & Young Management Guide to Mergers and Acquisitions** içinde, John Wiley&Sons, 1989, ss. 35 – 51.
- KODE, G. V. M., FORD, J. C. SUTHERLAND, M. M., "A Conceptual Model for Evaluation of Synergies in Mergers and Acquisitions: A Critical Review of the Literature", **South African Journal of Business Management**, Vol. 34, No.1, 2003, ss. 27 – 38.

- KOHERS, Ninon, "Acquisitions of Private Targets: The Unique Shareholder Wealth Implications", **Applied Financial Economics**, Vol. 14, Iss. 16, November 2004, ss.1151 – 1165.
- KRISHNAN, Ranjani A., KRISHNAN, Hema, "Effects of Hospital Mergers and Aquisitions on Price", **Journal of Business Research**, Vol. 56, Iss. 8, August 2003, ss. 647–656.
- LANG, Larry H. P., STULZ, René M., WALKLING, Ralph A., "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers", **Journal of Financial Economics**, 24, 1989, ss. 137 – 154.
- LANGETIEG, Terence C., "An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger", **Journal of Financial Economics**, Vol. 6, Iss. 4, December 1978, ss. 365 – 383.
- LAZARIDIS, Ioannis T., "Impact of Mergers and Acquisitions of Banks in Greece: Empirical Research Findings", **Journal of Financial Management and Analysis**, Vol. 16, Iss. 2, 2003, ss. 28 – 36.
- LEONE, Andrew J., VAN HORN, R. Lawrence, WEDIG, Gerard J., "Abnormal Returns and Regulation of Nonprofit Hospital Sales and Conversions", **Journal of Health Economics**, Vol. 24, Iss. 1, January 2005, ss.113 – 135.
- LINN, Scott C., SWITZER, Jeannette A., "Are Cash Acquisitions Associated with Better Postcombination Operating Performance than Stock Acquisitions?", **Journal of Banking & Finance**, Vol. 25, Iss. 6, 2001, ss.1113–1138.
- LOUGHRAN, Tim, VIJH, Anand M., "Do Long – Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?", **The Journal of Finance**, Vol. 52, No.5, December 1997, ss.1765 – 1790.
- LUBATKIN, Michael, "Merger Strategies and Stockholder Value", **Strategic Management Journal**, Vol. 8, Iss. 1, Jan/Feb 1987, ss. 39 – 53.
- MALATESTA, Paul H., "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol. 11, Iss. 1–4, April 1983, ss. 155 – 181.
- MANDACI, Pınar Evrim, "Şirketlerin Birleşme ve Satınalma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatleri Üzerine Etkileri", **İktisat, İşletme ve Finans, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın**, Yıl. 19, Sayı. 225, Aralık 2004, ss. 118 – 124.

- MANDACI, Pınar Evrim, “Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı ve Performansına Etkileri”, **İktisat, İşletme ve Finans**, İnceleme – Araştırma, Yıl. 20, Ağustos 2005, ss. 60 – 67.
- MANDELKER, Gershon, “Risk and Return: The Case of Merging Firms”, **Journal of Financial Management**, Vol. 1, December 1974, ss. 303 – 335.
- MCWILLIAMS, Abigail, SIEGEL, Donald, “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, **Academy of Management Journal**, Vol. 40, Iss. 3, Jun 1997, ss. 626 – 657.
- MEGGINSON, William L., MORGAN, Angela, NAIL, Lance, “The Determinants of Positive Long-Term Performance in Strategic Mergers: Corporate Focus and Cash”, **Journal of Banking & Finance**, 28, 2004, ss. 523 – 552.
- MICHEL, Allen, SHAKED, Israel, “Evaluating Merger Performance”, **California Management Review**, Vol. 27, Iss. 3, Spring, 1985, ss. 109–117
- MISHRA, Chandra S., mcconaughey, Daniel L., CLEMENTS, Alice, “Capital Market and Political Factors Affecting Hong Kong: Mergers and Acquisitions in the US: 1975-1994”, **Global Finance Journal**, Vol. 9, Iss. 1, 1998, ss. 95–108.
- MITCHELL, Mark, PULVINO, Todd, STAFFORD, Erik, “Price Pressure Around Mergers”, **The Journal of Finance**, Vol. 59, No. 1, February 2004, ss. 31 – 63.
- MOELLER, Sara B., SCHLINGEMANN, Frederik P., STULZ, René M., “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring – Firm Returns in the Recent Meger Wave”, **The Journal of Finance**, Vol. 60, No.2, April 2005, ss. 757–782.
- MOELLER, Thomas, “Let’s Make a Deal! How Shareholder Control Impacts Merger Payoffs”, **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, ss. 167 – 190.
- MORELLEC, Erwan, ZHDANOV, Alexei, “The Dynamics of Mergers and Acquisitions”, **Journal of Financial Economics**, 77, 2005, ss. 649 – 672.
- MUKHERJEE, Tarun K., KIYMAZ, Halil, BAKER, H. Kent, “Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFO’s”, **Journal of Applied Finance**, Vol. 14, Iss. 2, Fall 2004, ss. 7 – 24.

- NAYAR, Nandkumar, SWITZER, Jeannette, Firm Characteristics, "Stock Price Reactions, and Debt as a Method of Payment for Corporate Acquisitions", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 37, No.1, Winter 1998, ss. 51 – 64.
- OFFICER, Micah S., "Collars and Renegotiation in Mergers and Acquisitions", **The Journal of Finance**, Vol. 59, No. 6, December 2004, ss. 2719 – 2743.
- OTCHERE, Isaac, IP, Edwina, "Intra – Industry Effects of Completed and Cancelled Cross Border Acquisitions in Australia: A Test of the Acquisition Probability Hypothesis", **Pacific – Basin Finance Journal**, 14, 2006, ss. 209 – 230.
- ÖZTÜRK, Ceyda, "Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi", Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak 2004, ss. 265–283.
- PALOMBO, Lüizet, "Banka Birleşmeleri ve Satınalmaları", Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, No:20, Mart 1997, ss. 1 – 7.
- PAUTLER, Paul A., "Evidence on Mergers and Acquisitions", **Antitrust Bulletin**, Vol. 48, Iss. 1, Spring 2003, ss. 119–208.
- PENAS, Maria Fabiana, UNAL, Haluk, "Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets", **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, 2004, ss. 149 – 179.
- PETERSON, Pamela P., "Event Studies: A Review of Issues and Methodology", **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 28, Iss. 3, Summer 1989, ss. 36 – 66.
- PLENBORG, Thomas, "Firm Valuation: Comparing the Residual Income and Discounted Cash Flow Approaches", **Scandinavian Journal of Management**, 18, 2002, ss. 303- 318.
- REUER, Jeffrey J., KOZA, Mitchell P., "Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures", **Strategic Management Journal**, Vol. 21, Iss. 1, Jan 2000, ss. 81–88.

- RHODES-KROPF, Matthew, VISWANATHAN, S., "Market Valuation and Merger Waves", **The Journal of Finance**, Vol. 59, Iss.6, December 2004, ss. 2685 – 2718.
- ROSSI, Stefano, VOLPIN, Paolo F., "Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions", **Journal of Financial Economics**, Vol. 74, Iss. 2, November 2004, ss. 277–304.
- SCHÄDLE, Martin, PERNSTEINER, Helmut, "Finansal Açıdan Şirket Birleşmeleri", (Çev.) Ogün ERDOĞAN, Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak 2004, ss. 285 – 303.
- SCHLINGEMANN, Frederik P., "Financing Decisions and Bidder Gains", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 10, Iss. 5, 2004, ss. 683 – 701.
- SCHOLTENS, Bert, WIT, Robert de, "Announcement Effects of Bank Mergers in European and the US", **Research in International Business and Finance**, Vol. 18, Iss. 2, June 2004, ss. 217–228.
- SCHWEIGER, David M., VERY, Philippe, "Creating Value Through Merger and Acquisition Integration", Cary COOPER, Alan GERGORY (Ed.), **Advances in Mergers and Acquisitions**, Vol. 2 içinde, 2003, Elsevier Sciences Ltd.,ss. 1 – 26.
- SHAHRUR, Husayn, "Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers", **Journal of Financial Economics**, 76, 2005, ss. 61 – 98.
- SHARMA, Maneesh, THISTLE, Paul D., "Is Acquisition of Market Power a Determinant of Horizontal Mergers?", **Journal of Financial and Strategic Decisions**, Vol. 9, No. 1, Spring 1996, ss. 1 – 11.
- SHERMAN, H. David, RUPERT, Timothy J., "Interfaces with Other Dicipines Do Bank Mergers Have Hidden or Foregone Value? Realized and Unrealized Operating Synergies in One Bank Merger", **European Journal of Operational Research**, 168, 2006, ss. 253 – 268.
- SHIH, Michael S.H., "An Investigation into the Use of Mergers As a Solution for the Asian Banking Sector Crisis", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 43, Iss. 1, Spring 2003, ss. 31–49.
- SILVA ROSA, Raymond da, IZAN, H. Y. STEINBECK, Adam, WALTER, Terry, "The Method of Payment Decision in Australian Takeovers: An Investigation of Causes and Effects", **Australian Journal of Management**, Vol. 25, Is. 1, Jun 2000, ss. 67 – 94.

- SILVA ROSA, Raymond da, LIMMACK, Robin, SUPRIADI, WOODLIFF, David, "The Equity Wealth Effects of Method of Payment in Takeover Bids for Privately Held Firms", **Australian Journal of Management**, Vol. 29, Special Issue, 2004, ss. 93 – 110.
- SINGH, Harbir, MONTGOMERY, Cynthia A., "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance", Peter J. BUCKLER, Pervez N. GHOURI (Ed.), **International Mergers and Acquisitions, A Reader** içinde, Thomson, 2002, ss. 259 – 271.
- SIROWER, Mark L., O'BYRNE, Stephen F., "The Measurement of Post-Acquisition Performance: Towards a Value-Based Benchmarking Methodology", **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 11, Iss. 2, 1998, ss. 107–121.
- SIROWER, Mark, L., "Achieving Valuable Growth Through M&A, Boardroom Lessons for the Acquisition Game", Andrew BLACK (Ed.), **Questions of Value, Master the Latest Developments in Value-Based Management, Investment and Regulation** içinde, FT/Prentice Hall, 2004, ss. 239 – 269.
- SMITH, Ken, O'NEIL, Eliza, "Bank – to – Bank Deals Seldom Add Value", **ABA Banking Journal**, Vol. 95, No. 12, December 2003, ss. 7 – 10.
- SONG, Moon H., WALKLING, Ralph A., "Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets: A Test of the "Acquisition Probability Hypothesis", **Journal of Financial Economics**, Vol. 55, Iss. 2, February 2000, ss.143–171.
- SORENSEN, Donald E., "Characteristics of Merging Firms", **Journal of Economics and Business**, Vol. 52, Iss. 5, Sep/Oct 2000, ss. 423–433.
- SUDARSANAM, Sudi, "Corporate Governance, Corporate Control and Takeovers", Cary COOPER, Alan GREGORY (Ed.), **Advances in Mergers and Acquisitions, Volume 1** içinde, 2000, Elsevier Science Inc., ss. 119 – 155.
- SUDARSANAM, Sudi, MAHATE, Ashraf A., "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence", **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 30, Iss. 1 – 2, January 2003, ss. 299 – 241.
- SÜMER, Handan, "Banka Birleşmelerinde Prim ve Primi Etkileyen Unsurlar", **Active**, Haziran-Temmuz 2000, ss. 1 – 6.
- SÜMER, Haluk, SÜMER GÖĞÜŞ, Handan, "Füzyonlar ve Muhasebe Yöntemlerinde Meydana Gelen Gelişmeler", Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak 2004, ss. 361–379.

- ŞAHÖZKAN, Burak Cem, “Bankacılıkta Birleşme ve Satınalma Trendi ve Türk Bankacılığı Açısından İncelenmesi”, **Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl. 38, Kasım 2001, ss. 5 – 42.
- TETİK, Nevzat, AKSU, İbrahim, Şirket Birleşmelerinin Sonuçları: Başarı ve Başarısızlık Göstergeleri, Değerlendirilmesi, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Yıl. 6, Sayı. 20, Ekim 2006, s. 109 – 122.
- TICHY, Gunther, “What Do We Know About Success and Failure of Mergers?”, **Journal of Industry, Competition and Trade**, Vol. 1, Iss. 4, Dec 2001, ss. 347–394.
- TOURANI RAD, Alireza, VAN BEEK, Luuk, “Market Valuation of European Bank Mergers”, **European Management Journal**, Vol. 17, No. 5, 1999, ss. 532–540.
- VARAIYA Nikhill P., “Growth by Acquisition”, PAXSON, Dean, WOOD Douglas (Ed.), **Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance** içinde, Blackwell Business, 1998, ss. 93 – 95.
- VASCONCELLOS, G. M., KISH, R.J., “Cross-Border Mergers and Acquisitions: The European-US Experience”, **Journal of Multinational Financial Management**, Vol. 8, Iss. 4, November 1998, ss. 431–450.
- VERY, Philippe, SCHWEIGER, David M., “The Acquisition Process as a Learning Process: Evidence from a Study of Critical Problems and Solutions in Domestic and Cross-Border Deals”, **Journal of World Business**, Vol. 36, Iss. 1, Spring 2001, ss. 11–31.
- WALKER, M. Mark, “Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring – Firm Shareholder Wealth”, **Financial Management**, Vol. 29, Iss. 1, Spring 2000, ss. 53 – 66.
- WILCOX, H. Dixon, CHANG, Kuo-Chung, GROVER, Varun, “Valuation of Mergers and Aquisitions in the Telecommunications Industry: A Study on Diversification and Firm Size”, **Information & Management**, Vol. 38, Iss. 7, August 2001, ss. 459–471.
- YANLI, Veliye, “Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri”, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, ss. 73 – 109.

- YAVAŞLAR, Funda BAŞARAN, “Birleşen Sermaye Şirketi Ortaklarının Vergilendirilmesi”, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, ss. 111 – 135.
- YEH, Tsung-Ming, HOSHINO, Yasuo, “Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers”, **Japan and the World Economy**, Vol. 14, Iss. 3, 2002, ss. 347–366.
- YILGÖR, Ayşe Gül, “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satınalma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, Haluk SÜMER, Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, Alfa Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, Ocak 2004, ss. 381 – 408.
- YILMAZ, A. Lerzan, “Türk ve AT Hukukunda Teşebbüslerin ve Bankaların Birleşme ve Devralınmaları”, Haluk SÜMER; Helmut PERNSTEINER (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde, ALFA Yayınları 1420, İşletme-İktisat-Muhasebe 69, 2004, ss. 137 – 167.
- YÖRÜK, Nevin, BAN, Ünsal, “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, Muhasebe Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği (MUFAD), **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı. 40, Nisan 2006, ss. 88 – 101.

Diğer

- AKTAŞ, Nihat, BODT, Eric De, DERBAIX, Arléne, “Horizontal, Downstream and Upstream Effects of Merger & Acquisition Operations in the Car Industry”, March2003, ss.1–24, <http://edoc.bib.ucl.ac.be:83/archive/00000112/01/WP94Derbaix.pdf>, (4 Nisan 2005),.
- ALI - YRKKÖ, Jyrki, “Mergers and Acquisitions – Reasons and Results”, The Research Institute of Finnish Economy, ETLA, Discussion Papers, No:792, 2002, ss. 1 – 32.
- BANAL - ESTAÑOL, Albert, SELDESLACHTS, Jo, “Merger Failures”, Discussion Paper, SP II 2005 – 09, Berlin, April 2005, ss. 1 – 30.
- BAYIKSEL, Şeyma ÖNCEL, “Şimdi Bölünerek Büyüme Zamanı”, Capital Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, Yıl.14, Sayı. 2006/10, 112572, ss. 240 – 246.
- BEITEL, Derick, SCHIERECK, Dirk, “Value Creation of Investment Bank Participation in the German M&A – Business”, Working Paper, November 9th, 2003, ss. 1– 21, http://www.fmpm.ch/docs/7th/Papers_SGF_2004/SGF762.pdf, (6 Nisan 2005).
- BERTRAND, Olivier, ZITOUNA, Habib, “M&A and Tagret Firms’ Performance: Are Cross-Border M&A Different? Some Evidence from French Firm-Level Data”, 24September,2004,ss.1–35, http://media.wiley.com/product_data/excerpt/04/0471360104.pdf, (12 Ekim 2004).
- BILD, Magnus, COSH, Andy, GUEST, Paul, RUNSTEN, Mikhael, “Do Takeovers Create Value? A Residual Income Approach on UK Data”, Working Paper No. 252, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, December 2002, ss. 1 – 28.
- BLANC, Gilles Le, SHELANSKI, Howard, “Merger Control and Remedies Policy in the EU and US: the Case of Telecommunications Mergers”, TPRC 30th Research Conference, Alexandria, 29 September 2002, ss. 1–26.
- BRUNER, Robert F.,”Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision – Maker”, Darden, Batten Institute, October, 2001, ss. 1–34.
- CAMPA, José Manuel, HERNANDO, Ignacio, “Value Creation in European M&a’s”, University of Navarra, Centro Internacional De Investigacion Financiera, Research Paper No. 471, October 2002, ss. 1 – 31.

- CAMPA, José Manuel, HERNANDO, Ignacio, "M&A Performance in the European Financial Industry", University of Navarra, IESE Business School, Centro Internacional De Investigacion Financiera, Working Paper No. 588, April 2005, ss. 1 – 29.
- CHALKLEY, Martin, STEWART, Geoff, "Trade Liberalisation, Market Structure and the Incentive to Merge", Dundee Discussion Papers in Economics, Working Paper No: 174, November 2004, ss.1–29.
- CONN, Robert, COSH, Andy, GUEST, Paul, HUGHES, Alan, "The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross – Border, Public and Private Acquisitions", Working Paper No: 276, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, December 2003, ss. 1 – 52.
- CONSTANTINOU, Charalambos Th., CONSTANTINOU, Costas Th., "The Effect of Board Structure on Bidder – Shareholders' Wealth: Further Evidence from the UK Bidding Firms", Working Paper No: 261, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, June 2003, ss. 1 – 34.
- COOLS, Kees, KING, Kermit, NEENAN, Chris, TSUSAKA, Miki, "Growing Through Acquisitions the Successful Value Creation Record of Acquisitive Growth Strategies", The Boston Consulting Group, May 2004, ss. 1 – 28.
- CRANDALL, Troy, "Mergers and the Market for Corporate Control in Canada", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, University of New Brunswick, September 1998, ss. 1 – 50.
- DUSO, Tomaso, GUGLER, Klaus, YURTOĞLU, Burçin, "Is the Event Study Methodology Useful for Merger Analysis? A Comparison of Stock Market and Accounting Data", Wissenschaftszentrum Berlin für Sozial Forschung - WZB, Social Science Research Center Berlin, SP II 2006 – 19, September 2006, ss. 1 – 15.
- FRIDOLFSSON, Sven-Olof, STENNEK, Johan, "Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices", The Research Institute of Industrial Economics, IUI Working Paper Series, No.0511, March 1999, ss. 1 – 41.
- GEDİKKAYA, Türkan, GÜRLER, Cihangül, "Birleşmeler ve Edinimler", 10 Kasım 1999, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Dış İlişkiler Müdürlüğü Avrupa Birliği ile İlişkiler Müdürlüğü, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/ma.html>, (14.9.2004).

- GORTON, Gary, KAHL, Matthias, ROSEN, Richard, "Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger Waves", NBER Working Paper Series, WP No. 11364, May 2005, ss. 1 – 66.
- GREGORY, Alan, MCCORRISTON, Steve, "Foreign Acquisitions by UK Limited Companies: Long-Run Performance in the US, Continental Europe and the Rest of the World", Financial Market Research Centre, School of Business and Economics, University of Exeter, February 2002, ss. 1–36.
- HAGEDOORN, John, DUYSTERS, GEERT, "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in a High-Tech Environment", February 2000, ss. 1–42, <http://www.merit.unimaas.nl/publications/rmpdf/2000/rm2000-010.pdf>, (15.Ekim 2004).
- HOU, Kewei, OLLSON, Per, ROBINSON, David T., "Does Takeover Increase Stockholder Value", European Finance Association Meetings, University of Chicago Corporate Finance Brown Bag, 2000, ss. 1 – 45.
- JAKOBSEN, Jan, VOETMANN, Torben, "Post-Acquisition Performance in the Short and Long Run, Evidence from the Copenhagen Stock Exchange 1993–1997", Working Paper 2000–4, Institut for Finansiering, Department of Finance, Copenhagen Business School, Denmark, ss. 1 – 31, <http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/8790705343.pdf>, (6 Nisan 2005).
- KARAPINAR, Aydın, "Uluslararası Finansal Raporlama Standardı Taslak 3'e göre İşletme Birleşmeleri", Ankara Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu V, Antalya, 26 Şubat – 2 Mart 2006, ss. 65 – 95.
- KAVAK, Ahmet, "Vergi Mevzuatında Şirket Birleşme ve Bölünmeleri", Ankara Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası, Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Mevzuatı Sempozyumu - V, 26 Şubat – 2 Mart 2006, Antalya, ss. 97 – 120.
- KELLY, John, COOK, Colin, SPITZER, Don, "Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success", Mergers & Acquisitions A Global Research Report 1999, KPMG, ss.1-24, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdffiles/eqnotes/KPMGM&A.pdf>, (12 Ekim 2006)
- KLEINERT, Jörn, KLODT, Henning, "Causes and Consequences of Merger Waves", Kiel Working Paper No: 1092, Kiel Institute of World Economics, Duesternbrooker Weg 120, 24105 Kiel Germany, January 2002, ss. 1–30.

- KNAPP, Morris, "The Profitability of Bank Holding Company Mergers: Evidence From the 1990's", A Dissertation, The Wayne Huizengia School of Business and Entrepreneurship Nova Southeastern University, 2001, ss. 1- 190.
- KNAPP, Morris, GART, Alan, BECHER, David, "Post-Performance of Bank Holding Companies, 1987–1998", The Financial Review Organisation, ss. 1 – 43, <http://www.thefinancialreview.org/Financial%20Review%20Preprints/futureissues/Knapp%20Gart%20Becher%20Post-Merger%20Performance.pdf>, (5 Nisan 2005),.
- LARSSON, Sylvia, WALLENBERG, Charlotte, "Motives for and Evaluation Criteria of Mergers and Acquisitions", 18.01.2002, ss. 1–94, <http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2002/fek/010/> ,(14.10.2004).
- MUELLER, Dennis, SIROWER, Mark, "The Causes of Mergers: Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia", Working Paper Series, Working Paper No. 109, University of Cambridge, ESRC Centre for Business Research, December 1998, ss. 1 – 50.
- PAUTLER, Paul A., "The Effects of Mergers and Post-Merger Intergation: A Review of Business Consulting Literature", Bureau of Economics Federal Trade Commission, January 2003, ss. 1–41, <http://www.ftc.gov/be/rt/businesreviewpaper.pdf> , (7 Kasım 2005).
- PAXSON, Dean, WOOD Douglas (Ed.), Blackwell Encyclopedic Dictionary of Finance, Blackwell Business, 1998.
- PETERS, Craig, "Evaluating the Performance of Merger Simulation: Evidence from the US Airline Industry", The Center for the Study of Industrial Organization at Northwestern University, Working Paper:0032, Jan 2003, ss. 1–52, www.cslo.econ.northwestern.edu (12 Ekim 2005).
- RAPPAPORT, Alfred, "Hissedar Değeri Yaratmanın 10 Yolu", Capital Aylık İş ve Ekonomi Dergisi, Yıl. 14, Sayı. 2006,10, 112572, Ekim 2006, ss.222 - 2230.
- RHODES-KROPF, Matthew, ROBINSON, David T., VISWANATHAN, S., "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence", March 2003, ss. 1–52, http://www.afajof.org/pdfs/2004program/UPDF/P923_Corporation_Finance.pdf , 15 (18 Eylül 2003).
- RÖLLER, Lars – Hendrik, STENNEK, Johan, VERBOVEN, Frank, "Efficiency Gains from Mergers", The Research Institute of Industrial Economics, Stockholm, Sweden, Working Paper No. 543, 2000, 20 December 2000, ss.1- 135, <http://skylla.wz-berlin.de/pdf/2000/iv00-09.pdf> , (8 Haziran 2006).

- SCHENK, Hans, "On the Performance of Banking Mergers Some Propositions and Policy Implications", UNI Conference on Mergers and Take-overs: Implications on Employment, Consumers and Shareholders, London, 23–24 October 2000, ss. 1–21.
- SHEKHAR, Chander, TORBEY, Violet, "Takeovers, Ownership, and Shareholder Wealth–The Australian Evidence", Working Paper, September 2004, ss. 1 – 21, http://www.ecom.uwa.edu.au/data/page/69849/Shekhar_Governance.pdf , (15 Kasım 2005)
- SHIH, Michael S. H., "Mergers as a Solution to a Banking-Sector Crisis in an Environment of Exchange Rate Uncertainty", <http://www.fma.org/copenhagen/Papers/150005.pdf>, (06.11.2003).
- SILVA, Jacinto António Setúbal Vidigal Da, DIZ, Miguel Coelho Rodrigues, "Mergers and Acquisitions in the Portuguese Banking Industry: Is it There a Process of Value Creation", 2005, ss. 1 – 16, <http://129.3.20.41/eps/fin/papers/0503/0503002.pdf> , (22 Haziran 2006)
- SUDARSANAM, Sudi, MAHATE, Ashraf, FREEMAN, Alan, "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence", Annual Meeting of the European Financial Management Association, Lugano, Switzerland, June 27 – 30, 2001, ss. 1 – 34.
- TOMPERI, Ilkka, M&A Case Theory of Investments, University of Vaasa, 2006 <http://lipas.uvasa.fi/~jja/macase2006.pdf> , (2 Kasım 2006), ss. 1 – 49.
- WEISSENRIEDER, Fredrik, "Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?", Study No. 1997:3, Gothenburg Studies in Financial Economics, 971214, 1998, ss. 1 – 42, www.anelda.com, (10. 06. 2005).
- WU, Yanna, RAY, Subhash C., "Technical Efficiency and Stock Market Reaction to Horizontal Mergers", University of Connecticut, Department of Economics Working Paper Series, Working Paper 2005 – 05, March 2005, ss. 1 – 40, <http://www.econ.uconn.edu/working/2005-05.pdf> , (12 Ekim 2006)
- XIE, Xiaoying, "Efficiency and Value Creation in Acquisitions and Divestitures: Evidence from the US Property-Liability Insurance Industry", Insurance and Risk Management, The Wharton School, University of Pennsylvania, ss. 1 – 59, <http://irm.wharton.upenn.edu/F04-Xie.pdf>, (6 Nisan 2005).

YAĞCIOĞLU, Mehmet, “Sermaye Şirketlerinde Bölünme (Tam – Kısmi) ve Hisse Değişiminin (Takas) Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi”, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü, 2001.

ZHAO, Mengxin, LEHN, Kenneth, “Acquisition Decisions, Corporate Governance, and CEO Turnover: Do Bad Bidders Get Fired?”, January 2003, ss.1 – 41, http://www.afajof.org/pdfs/2004program/UPDF/P336_Corporation_Finance.pdf (6 Nisan 2005).

Business Insights, **Mergers and Acquisitions in European Financial Services, Best Practice, Future Forecasts and Strategies for Success**, 2004, ss. 1 – 105.

Inside Binghamton University State University of New York, <http://inside.binghamton.edu/March-April/13apr00/lynch.html>; (21.07.2005).

Sermaye Piyasası Kurulu, Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Seri I, No. 35, <http://www.spk.gov.tr> , (9 Kasım 2006).

Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma Raporu**, Ocak 2003.

Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma Raporu**, Ocak 2004.

Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma Raporu**, Ocak 2005.

Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma Raporu**, Ocak 2006.

Pricewaterhousecoopers Türkiye Danışmanlık Hizmetleri, **Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları**, Infomag Yayıncılık, Mart 2006.

T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Lisansüstü Tez ve Proje Yazım El Kitabı, 2006 - 2007, Marmara Üniversitesi Yayın No: 676, M.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayın No: 9, Eylül 2006.

Kanunlar

Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 4054 sayı, Resmi Gazete 13.12.1994, Sayı. 22140.

Sermaye Piyasası Kanunu, Seri I No. 31, Resmi Gazete 14. 07. 2003.

Türk Ticaret Kanunu, 6762 sayı, 29.06.1956 tarih, Resmi Gazete 09.07.1956, 9353.

Sermaye Piyasası Kurulu, Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, Seri I, No. 35, <http://www.spk.gov.tr> , (9 Kasım 2006).