

T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINDA
NORMAL ÜSTÜ GETİRİ VE BİR TÜRKİYE UYGULAMASI

TEZ DANIŞMANI : Prof.Dr. GÜRBÜZ GÖKÇEN
HAZIRLAYAN: HANDE GÜLMEZ

İSTANBUL 2006

**T.C
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI**

**ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINDA
NORMAL ÜSTÜ GETİRİ VE BİR TÜRKİYE UYGULAMASI**

HAZIRLAYAN: HANDE GÜLMEZ

İSTANBUL 2006

ÖZET

Küreselleşme ile birlikte artan rekabet koşulları, beraberinde şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerini de getirmiştir. Şirketlere rekabet edebilme ve büyüme gücü sağlayan bu faaliyetlerin öneminin kavranması ile birlikte, bu faaliyetlerin sonuçları ve etkileri bir çok araştırmacı tarafından ele alınmıştır.

Bu çalışmada; borsada işlem gören şirketlerin fiyatlarında birleşme ve satın alma ile oluşan değişimlerin incelenmiş ve Türkiye'deki birleşme ve satın almalar üzerinde bir uygulama gerçekleştirilmiştir. Uygulama öncesinde, birleşme ve satın almalar konusunda literatürde yer alan çalışmalara yer verilerek, Amerikan ve Avrupa borsalarındaki fiyat değişiklikleri ve genel oluşumlar incelenmiştir. Uygulamada, örneklem olarak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin 1990-2005 yılları arasında yapmış olduğu birleşme ve satın alma faaliyetleri seçilmiş ve bu faaliyetlerin getirmiş olduğu fiyat değişimleri, belirlenmiş olan bir periyotta tespit edilmeye çalışılmıştır. Uygulama sonucu örneklemde yer alan bir kısım hedef ve satın alan şirket hisse senedi fiyatında normal üstü getiri tespit edilirken bir kısmında, bu faaliyet nedeni ile oluşmuş bir normal üstü getiriye rastlanamamış ve literatürden bazı noktalarda ayrılan sonuçlar elde edildiği gözlemlenmiştir.

Anahtar kelimeler:

Dışsal büyüme, birleşme, satın alma, hedef firma, satın alan firma, normal üstü getiri

ABSTRACT

Increase in market competition by globalization, motivates the firms to focus on mergers activities. As becoming aware of the importance of the merging, which provides the companies with increased growth and competitive power, lots of researches have been held on this process.

In this thesis, the changes in the stock price of the companies in stock market, which occurs before mergers and acquisitions, are studied. A literature research is attached to the examination of changes in stock price of companies with mergers and acquisitions activities in Europe and United States stock exchange. Additionally, an application on mergers and acquisitions is built considering the companies which have been operated in Istanbul Stock Market between 1990-2005. The change in the stock price of those companies are tried to be determined in the selected period.

Application results show that the stock price of the target and acquiring companies have abnormally high return while the others have not. As a results, at some points, different conclusions from the literature are arrived and examined.

Key words:

External growth, merger, acquisitions, target and acquiring companies, abnormal return

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
TEŞEKKÜRLER.....	iii
TABLolar.....	vii
GRAFİKLER.....	viii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINA GENEL BİR BAKIŞ

1.1. FİNANSAL KURULUŞLARIN YENİDEN YAPILANDIRILMASI	3
1.2. BİR YENİDEN YAPILANDIRMA FAALİYETİ OLAN BÜYÜME	4
1.2.1. BÜYÜMENİN AVANTAJLARI	4
1.2.2. FİNANSAL AÇIDAN BÜYÜME TÜRLERİ	6
1.3. ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARININ NEDENLERİ	6
1.3.1. Sinerji Etkisi	8
1.3.1.1. Faaliyet Sinerjisi	10
1.3.1.2. Finansal Sinerji	11
1.3.2. Vergi Etkisi	12
1.3.3. Çeşitlendirme	13
1.3.4. Yöneticilerin Kişisel Teşviki	14
1.3.5. Şirket Birleşme Ve Satın Almalarının Öncelikli Nedenlerini Belirlemek Amacıyla Yapılmış Çalışmalar	16

İKİNCİ BÖLÜM ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI KAVRAMLARININ İNCELENMESİ

2.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	20
2.2. ŞİRKET SATIN ALMALARI	20
2.2.1. Satın Alma Yaklaşımına Göre Satın Alma Türleri	21
2.2.1.1. Dostça Satın Almalar	21
2.2.1.2. Zorla Satın Almalar	22

2.2.2. Gerçekleştirilme Yöntemine Göre Satın Alma Türleri	22
2.2.2.1. Teklif Verme Yolu İle Satın Alma	22
2.2.2.2. Açık Pazar İşletmeleri	23
2.2.2.3. Vekaletname Toplama Yolu İle Şirket Satın Almaları	24
2.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN YAPISAL OLARAK SINIFLANDIRILMASI	25
2.3.1. Yatay birleşme	25
2.3.2. Dikey birleşme	25
2.3.3. Aykırı birleşme	26
2.4. ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINDA ÖDEME ŞEKİLLERİ	27
2.4.1. Nakit Girişi Sağlayan Ödeme	28
2.4.1.1. İşletme İçi Nakit Kaynaklar	29
2.4.1.2. Yabancı Kaynaktan Finansman	29
2.4.1.3. Sermaye Artırımına Dayalı Özkaynaktan Finansman	30
2.4.2. Nakit Girişi Sağlamayan Ödeme	30
2.4.2.1. Hisse Senetleri	30
2.4.2.2. Borç Senetleri	31

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM DÜNYADA VE TÜRKİYEDE ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

3.1. AMERİKA' DA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI	32
3.2. AVRUPA' DA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI	35
3.3. TÜRKİYE' DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI	35

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM BİRLEŞME VE SATIN ALMA İLE DEĞİŞEN HİSSE SENEDİ FİYATLARININ İNCELENMESİ

4.1. BİRLEŞME VE SATIN ALMA TEORİLERİ	44
4.2. BİRLEŞME VE SATINALMA KARLILIKLARININ TESPİTİ	45
4.3. BİRLEŞME İLE DEĞİŞEN HİSSE SENEDİ FİYATLARININ İNCELENMESİNE YÖNELİK LİTERATÜRDEKİ ÇALIŞMALAR	46
4.4. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARLA ORTAYA ÇIKAN NORMAL ÜSTÜ GETİRİNİN HESAPLANMASI	50
4.4.1. Hesaplamanın Yapılacağı Periyodun Belirlenmesi	51
4.4.2. Normal Getirinin Hesaplanması	51
4.4.2.1. Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	51
4.4.2.2. Piyasa Modeli Yöntemi	51
4.4.2.3. Piyasa Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	52
4.4.3. Fazla Getirinin Hesaplanması	53

BEŞİNCİ BÖLÜM ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINDA NORMAL ÜSTÜ GETİRİ TÜRKİYE UYGULAMASI

5.1. UYGULAMANIN AMACI	54
5.2. UYGULAMA VERİLERİ	54
5.3. UYGULAMANIN YÖNTEMİ	55

5.4.UYGULAMANIN SONUÇLARI	57
5.4.1. Normal Üstü Getiri ve Kümülatif Normal Üstü Getirilerinin Tespiti	57
5.4.1.1. Tat Konserve Sanayii A.Ş. Devralması	57
5.4.1.2. TSKB A.Ş. Devralması	59
5.4.1.3. Pınar Entegre Et Ve Yem Sanayii A.Ş. Devralması	60
5.4.1.4. Erciyas Biracılık Malt Sanayii A.Ş. Devralması	63
5.4.1.5. Arçelik A.Ş. Devralması	66
5.4.1.6. Sabah Yayıncılık A.Ş. Devralması	69
5.4.2. Anlamlılık Testi	70
SONUÇ	73
KAYNAKÇA	76

TABLÖLAR

Tablo 1: Finansal Kuruluşların Yeniden Yapılanma Uygulamaları	3
Tablo 2. 1980-1994 Arasında Gerçekleşen Birleşme Ve Devralmalar	36
Tablo 3. 1995-2001 Arasında Gerçekleşen Birleşme ve Devralmalar	37
Tablo 4. 1999-2005 Yılları Arasında Sonuçlanan Birleşme ve Devralmalar	37
Tablo 5. 2000-2005 Dönemi Sektörler Bazında Şirket Birleşme ve Devralmaları	38
Tablo 6. Mali Yapılarına Göre Birleşme ve Devralmalar	39
Tablo 7. 2003-2005 Döneminde Türk Şirketlerinin Gerçekleştirdiği En Büyük Üç İşlem	40
Tablo 8. İMKB Bünyesinde Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşmeler	41
Tablo 9. İMKB Bünyesinde Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşmelerin Türleri	41
Tablo 10. Birleşme Biçimleri ve Fiyat Artışından Doğan Getiri	47
Tablo 11. Hedef Firma Getirisi	48
Tablo 12. Satınalan Firma Getirisi	49
Tablo 13. Hedef ve Satınalan Firmanın Toplam Getirisi	50
Tablo 14. İMKB’ de Gerçekleşen Şirket Birleşme Ve Devralmaları	55
Tablo 15. Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getirilerinin Test Sonuçları	71
Tablo 16. Devralmaların Kümülatif Normal Üstü Getirilerinin Test Sonuçları	72

GRAFİKLER

Grafik 1. Watson Wyatt' ın Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri	17
Grafik 2. KPMG' nin Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri	17
Grafik 3. Yabancı Bir Şirketle Birleşmenin Türk Şirketine Sağlayacağı Fayda	18
Grafik 4. 2000-2005 Dönemi Sektörler Bazında Şirket Birleşme ve Devralmaları	39
Grafik 5. Tat Devralmasının Normal Üstü Getirisi	58
Grafik 6. Tat Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi	58
Grafik 7. TSKB Devralmasının Normal Üstü Getirisi	59
Grafik 8. TSKB Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi	60
Grafik 9. Pınar Entegre Et Devralmasının Normal Üstü Getirisi	61
Grafik 10. Pınar Entegre Et Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi	61
Grafik 11. Pınar Entegre Et Devralmasının Duyuradan Önceki Kümülatif Normal Üstü Getirisi	62
Grafik 12. Pınar Entegre Et Devralmasının Duyuradan Sonraki Kümülatif Normal Üstü Getirisi	63
Grafik 13. Erciyas Devralmasının Normal Üstü Getirisi	64
Grafik 14. Erciyas Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi	64
Grafik 15. Erciyas Devralmasının Duyuradan Önceki Kümülatif Normal Üstü Getirisi	65
Grafik 16. Erciyas Devralmasının Duyuradan Sonraki Kümülatif Normal Üstü Getirisi	66
Grafik 17. Arçelik Devralmasının Normal Üstü Getirisi	67
Grafik 18. Arçelik Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi	67
Grafik 19. Arçelik Devralmasının Duyuradan Önceki Kümülatif Normal Üstü Getirisi	68
Grafik 20. Arçelik Devralmasının Duyuradan Sonraki Kümülatif Normal Üstü Getiris	68
Grafik 21. Sabah Devralmasının Normal Üstü Getirisi	69
Grafik 22. Sabah Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi	70

GİRİŞ

Şirketlerin ana varlık amaçları kar elde etme ve sürekliliktir. Bu amaçların gerçekleşebilmesi için şirketlerin büyümesi ve gelişmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda şirketler yeniden yapılanma faaliyetlerinde bulunurlar. Yeniden yapılanma faaliyetlerinden biri büyümedir. Büyüme kavramı finansal açıdan iki bölümde incelenmektedir. Bunlardan biri, şirketin faaliyetleri sonucunda oluşturduğu ya da dışarıdan sağladığı kaynakları kullanarak büyümesi faaliyetidir. Diğer tür büyüme kavramı ise, başka bir şirketi satın alarak ya da başka bir şirketle birleşilerek gerçekleştirilen dışsal büyümedir. Şirketlerin öncelikli tercihi içsel büyüme olmakla birlikte, günümüz rekabet şartlarında içsel büyümenin, belirli bir ölçek büyüklüğüne erişmiş şirketler için yetersiz kaldığı durumlar olmaktadır. Dışsal büyüme faaliyetleri, birleşme ve satın alma olarak iki şekilde gerçekleştirilir.

Şirket birleşmeleri; iki veya daha fazla ticaret şirketinin hissedarlarının büyük çoğunluğunun onayı ile birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurması faaliyetidir. Şirket satın alma faaliyetinde ise iki ya da daha fazla şirket bir şirket çatısı altında toplanır. Satın alma kararı için hissedarların büyük çoğunluğunun onayına gerek olmayabilir. Bir tür yatırım kararı olan satın alma faaliyetleri, hissedarların zenginliğine katkıda bulunacaksa gerçekleştirilir.

Mikro bazlı nedenleri; sinerji yaratmak, çeşitlendirme sağlamak, vergi avantajı elde

etmek, yöneticilerin kişisel motivasyonunu sağlamak olan şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri; yapısal olarak yatay, dikey ve aykırı şekillerde gerçekleştirilmektedir.

İlk olarak 19 yüzyılda, Amerika' da başlayan birleşme ve satın alma faaliyetlerinde 20. yüzyılla birlikte, hem miktar hem de değer olarak büyük artışlar yaşanmıştır. Türkiye' de 1995 yılından itibaren artan birleşme ve satın alma faaliyetleri, küreselleşmenin getirdiği avantajlar ve dezavantajlarla birlikte giderek daha önemli hale gelmektedir.

Birleşme ve satın almaların giderek yoğunlaşması ve piyasaya etkilerinin fazlaşması, bu faaliyetlerin yapıları ve piyasaya etkileri konusunda çalışmalarda bulunulması gerekliliğini de beraberinde getirmiştir. Bu konuda yapılan çalışmalardan biri de birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunan şirketlerin, faaliyet gerçekleşmeden, fiyatlarında oluşan normal üstü getirilerin incelenmesidir. Normal üstü getirilerin hesaplanmasına yönelik literatürde bir çok araştırma mevcuttur.

Çalışma beş bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde genel bir bakış elde edilebilmesi için büyüme kavramından yola çıkılarak birleşme ve satın alma kavramlarına değinilmiş ve bu faaliyetlerin nedenleri üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde, şirket birleşme ve satın alma kavramlarına ayrıntılı olarak değinilmiş, bu faaliyetlerin yapısal olarak türleri üzerinde durulmuştur. Ayrıca birleşme ve satın alma gerçekleştirildikten sonraki aşama olan ödeme aşamasındaki ödeme türlerine de bu bölümde yer verilmiştir. Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin tarihi gelişiminin izlendiği üçüncü bölümde Amerika, Avrupa ve Türkiye' deki birleşme ve satın almalar alt başlıklar olarak incelenmiştir. Dördüncü bölümde, uygulama aşamasının temelini oluşturan, birleşme ve satın alma ile oluşan fiyat değişiklikleri ve normal üstü getiri kavramı ele alınmış, normal üstü getirinin hesaplanması ayrıntıları ile sunulmuştur. Son bölüm olan beşinci bölümde normal üstü getirilerin tespitine yönelik, Türkiye uygulaması gerçekleştirilmiştir. 1990-2005 dönemine ait İMKB' de gerçekleşmiş olan birleşme ve satın almaların kullanıldığı uygulamada, toplam onaltı şirket üzerinde birleşme ve satın almaya yönelik fiyat değişiklikleri tespit edilmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINA GENEL BİR BAKIŞ

Birinci bölümde; şirket birleşmesi ve satın alma kavramlarına geçmeden önce, bu faaliyetlerin nereden yola çıkarak oluşturulduğu ve bu faaliyetlerin şirketlere olan getirisinin neler olduğu üzerinde durulmaktadır.

1.1. FİNANSAL KURULUŞLARIN YENİDEN YAPILANDIRILMASI

İşletmelerin ortak amacı; işletme değerinin artırılması dolayısı ile kar maksimizasyonun sağlanması ve işletmenin devamlılığıdır. İşletmeler bu amaçlarını gerçekleştirmek için kuruluşlarından itibaren gelişme ve büyüme yolları ararlar. Bu çerçevede firmalar yeniden yapılanma faaliyetleri üzerine yoğunlaşırlar. Ticari yeniden yapılanma faaliyetlerini üç ana başlık altında incelemek mümkündür. Bunlar; büyüme, tasfiye, pay sahipliği yapısındaki değişikliklerdir (Tablo 1). Çalışmanın konusunu oluşturan birleşme ve satın almalar, büyüme başlığı altında yer almaktadır.

Tablo 1: Finansal Kuruluşların Yeniden Yapılanma Uygulamaları

Büyüme	<ul style="list-style-type: none">• Birleşmeler (Mergers)• Satın Alımlar (Acquisitions)• Ortak Yatırımlar (Joint Ventures)
Tasfiye	<ul style="list-style-type: none">• Farklılaştırma (Spin-Offs)<ul style="list-style-type: none">• Ayırma (Split-Offs)• Bölme (Splits-Ups)• Elden Çıkarma (Divestitures)<ul style="list-style-type: none">• Hisse Satma (Equity Carve-Outs)
Pay Sahipliği Yapısındaki Değişiklikler	<ul style="list-style-type: none">• Karşılıklı Değişirme Önerileri (Exchange Offers)• Tekrar Pay Satın Alma (Share Repurchases)• Özelleştirme (Going Private)• Tüm Hisseleri Ele Geçirme (Leverage Buy-Outs)

Kaynak: Fred Weston, Samuel C. Weaver; Merger, Restructuring and Corporate Control, 1990

Modern endüstri hayatında özellikle geçen yüzyılın sonlarından itibaren görülen büyüme olgusunun, büyüyen firmaya olduğu kadar toplum refahına ve diğer firmalara da olumlu etkileri görülmektedir.

Ulaşım ve iletişim teknolojisindeki süratli gelişim dünyayı küçültmüş; malların, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımına ve rekabetin yoğunlaşmasına neden olmuştur. Artık şirketlerin, günümüz serbest piyasa koşullarında monopol kurabilmeleri mümkün görülmemektedir. Son yıllarda ulusal ve uluslararası üne sahip şirketler, ulusal şirketlerle iş birliği yaparak, birlikte ürettikleri ve/veya piyasadan temin ettikleri ürünleri uluslararası piyasalarda satışa sunmaktadırlar. Böyle bir gelişme karşısında şahıs ve/veya küçük aile işletmelerinin rekabet şansı zayıf, hatta imkansız olmaktadır. Bu nedenle işletmelerin ya içsel, ya dışsal olarak büyümeleri gerekmektedir. Şirketler içsel ya da dışsal büyüme yoluyla; sermaye artırımını sağlamakta, iş bölümü oluşturmakta, riski minimize etmektedirler.

1.2. BİR YENİDEN YAPILANDIRMA FAALİYETİ OLAN BÜYÜME

Şirketlerin varlık amaçları arasında yer alan süreklilik kavramının bir koşulu olan *büyümenin* avantajlarını ve finansal açıdan büyüme türlerini incelemek bir dışsal büyüme faaliyeti olan birleşme ve devralmaların şirkete getirdiği avantajları görmemiz açısından yararlı olacaktır.

1.2.1. BÜYÜMENİN AVANTAJLARI

Ekonomide yapısal değişikliklerin hızlanması, pazarın genişlemesi ve küresel boyutlara ulaşması dolayısıyla rekabetin fazlalaşması ile pazarda kalmak isteyen şirketler için büyüme kaçılmaz hale gelmiştir.

Şirket büyümelerinin şirkete sağladığı faydaları beş başlık altında inceleyebiliriz.

i. İmalat açısından

Sermaye mallarının artan kapasitelerde kullanımı ve kitlesel üretim

Uzman eleman kullanımı ve araştırma olanaklarının elde edilmesi

Uzmanlaşmanın sağlanması

Ara ürünlerin daha iyi değerlendirilmesi

Üretimde kararlılığın sağlanması

ii. Pazarlama açısından

Artan hacim sayesinde düşük fiyatlar ve daha kolay satış imkanı

Satış elemanlarının daha etkin kullanımı

Maliyet düşürmek için araçların fonksiyonlarını üstlenmek ve müşterilere daha etkin biçimde ulaşmak

Ulaştırma giderlerinden tasarruf

iii. Satınalma açısından

Büyük miktarlarda satın almanın sağlayacağı tasarruflar

İlk kaynaktan direkt satın alma veya ilk kaynağın sahipliğini ele geçirme

Hammadde arzı üzerinde kurulacak kontrol

iv. Yönetim ve idare açısından

Şirketler arası karşılaştırma yapma, fikir alışverişi sağlama

Daha büyük ölçüde uzmanlaşma

Araştırmaya daha büyük ölçüde yer verilmesi ve araştırma sonuçlarını uygulama açısından daha büyük olanakların varlığı

Planlama faaliyetlerinin merkezileştirilmesi

İşçi dönüşümündeki azalma

v. Finansal açıdan

Üretimde birbirini izleyen aşamaların koordinasyonu sağlanabileceğinden fonların daha etkin kullanımı

Kredi riski azalacağından kredi maliyetinde düşme

Para, alacaklar ve stoklar üzerinde merkezi kontrol

Rekabetin azaltılması ve pazar fiyatları üzerinde merkezi kontrol kurulması

Şirkete ait hisse senetlerinin daha çekici hale gelmesi.

1.2.2. FİNANSAL AÇIDAN BÜYÜME TÜRLERİ

Günümüzde pazarda tutunabilmenin bir koşulu olan büyüme, iki şekilde gerçekleştirilebilir. Bunlardan biri içsel büyümedir. İçsel büyüme gerçekleştiren şirketler, faaliyetleri sonucunda oluşturdukları kaynakları kullanarak büyümeyi gerçekleştirirler. Şirket içinde oluşturulan ya da dışarıdan sağlanan kaynaklar ile yeni ürün geliştirme, hizmet sağlama ve satışları artırma yoluna giderler. Diğer bir büyüme şekli ise dışsal büyümedir. Dışsal büyüme; bir şirketin diğer bir şirketi satın alarak büyümesi faaliyetidir.

Bir işletmenin bağımsızlığını kaybetmek pahasına başka bir işletme ile birleşmesi, esas itibarı ile ilgili işletmeler tarafından istenmeyen (dışsal) bir büyüme şeklidir. Gerçekten de işletmeler öncelikli olarak içsel büyüme şeklini tercih ederler. Ancak belirli bir ölçek büyüklüğünden sonra içsel büyüme bir büyüme alternatifi olmaktan çıkmakta, işletmenin kendi olanakları ile büyüme alternatifi tamamen ortadan kalkmaktadır. Bu aşamadan itibaren işletmeler dışsal büyümeyi tercih etmekte ve dışsal büyümenin avantajlarını değerlendirme yoluna gitmektedirler.

Dışsal büyümede, daha önce birbirinden bağımsız olarak faaliyette bulunan iki veya daha çok sayıda işletme, bağımsızlıklarını kısmen veya tamamen kaybetmek suretiyle biraraya gelmektedirler. Böylece yeni bir bütün (yeni bir işletme) oluşmaktadır. Sonuçta mevcut işletme sayısı azalmakta, buna karşılık birleşme olayını gerçekleştiren işletmenin/işletmelerin ölçek büyüklüğü artmaktadır.

1.3. ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARININ NEDENLERİ

Şirket birleşmelerinin nedenlerine geçmeden önce; literatürde, bu konuda yer alan hipotezlere kısaca değinmek yararlı olacaktır.

i. Bilgi Hipotezi: Satın alan şirket, hedef şirket hakkında özel bilgi elde etmeye çalışır. Bu onlara firma tespitinde kolaylık ve maliyet avantajı sağlar.

ii. Pazar Payı Hipotezi: Şirketler, piyasadaki rakipleri ile birleştiğinde piyasadaki fiyat rekabeti azalacak, birleşen şirketlerin pazar payı artacaktır.

iii. Sinerji Hipotezi: Bu hipoteze göre şirketler ölçek ekonomisi sağlayarak sinerji yaratabilirler. Böylece hem hisse senedi fiyatları artacak hem de maliyetlerinde azalma olacaktır.

iv. Vergi Hipotezi: Bu hipoteze göre birleşmeler ve satın almalarla vergi yükü azaltılabilecektir.

v. Yönetim Etkinliği Hipotezi: İyi yönetilmeyen şirketler başarı potansiyeline sahiptirler sahip olmalarına rağmen yetersiz yönetim nedeni ile bunu ortaya çıkaramamaktadırlar, dolayısıyla alıcı şirketlerin hedefi durumuna gelirler. Bundan yola çıkan hipotez; yetersiz yöneticilere sahip şirketlerin, potansiyel hedef şirket olduğunu söyler.

vi. Gelirlerin Farklılaştırılması Hipotezi: Satın alma kararındaki; toplam riskin aynı düzeyi için daha geniş bir nakit akış yelpazesi ile gelirlerin farklılaştırılması isteğinin, ağırlığından bahseder. Ürün ve hizmet yelpazesi çeşitlenerek daha geniş bir coğrafi alana yayılarak risk azaltılır.

vii. Hubris Hipotezi: 1986 yılında Roll tarafından ortaya konmuştur. Satın almalarda hedef firmaya ödenen bedel, değerlendirme sonucu elde edilen fiyattan fazla olabilmektedir. Bu hipoteze göre; satın alma fiyatının yüksek olması, organizasyonun değerini değiştirmeyecektir.

vii. Etkinlik - Yapı Hipotezi: Karlılık ve pazar arasında pozitif yönlü bir ilişkinin

varlığını açıklamaktadır. Firmaların daha yüksek etkinliğinin bir sonucu olarak daha yüksek kazanç sağlayabileceklerini ve şirketler arasındaki karlılık farkının yönetimin kalitesi ile ilgili olmasından çok, faaliyet alanındaki etkinliğinin düzeyi ile bağlantılı olduğunu savunur.

Literatürde yeralan, yukarıda açıkladığımız hipotezler doğrultusunda; şirket birleşme ve satın alım nedenlerini; sinerji etkisi, vergi etkisi, çeşitlendirme, yöneticilerin kişisel teşviki olarak dört başlık altında toplamamız mümkündür.

1.3.1. Sinerji Etkisi

Sinerji, iki veya ikiden fazla faktörün beraberce, bağımsız olarak faaliyet gösterdiklerinde hesaplanandan daha büyük bir etki yaratmalarınıdır. Başka bir ifade ile, rekabet gücünde artış ve iki işletmenin bağımsız olarak elde etmesi beklenen tutardan daha fazla nakit akımı elde edebilmeleridir.

Çoğu şirket birleşmesinin öncelikli sebebi, sinerji etkisinden yararlanarak şirket değerini artırmaktır. Literatürde $2 + 2 = 5$ olarak ifade edilen sinerji etkisi; A firması ile B firması birleştiğinde oluşan firmanın değeri A ve B nin değerleri toplamından büyük olduğu durumlarda ortaya çıkar.

Diğer bir ifade ile; ortaya çıkan sinerji, birleşme sonucu elde edilen ek nakit akımlarının bugünkü değeri olarak düşünülebilir.

Sinerji =

Burada , t zamanında birleşme sonucu oluşan şirketin nakit akımları ile birleşen şirketlerin ayrı ayrı nakit akımlarının toplamı arasındaki farktır. Diğer bir ifade ile birleşmenin sağladığı ek nakit akımıdır ve şu şekilde ifade edilir.

$$= - - -$$

Burada;

- ; birleşmenin sağladığı ek getiri
- ; birleşmenin getirdiği ek maliyet
- ; birleşmeden kaynaklanan ek vergi
- ; birleşmeden kaynaklanan ek sermaye gereksinimlerini

r ise, birleşmeden kaynaklanan ek nakit akımları için riske göre düzeltilmiş iskonto oranını ifade eder. Bu iskonto oranı genellikle hedef şirketin hisse senetleri için gerekli getiri oranı olarak dikkate alınır.

Sinerji etkisi dört şekilde ortaya çıkabilir.

Operasyonel kazanç: Yönetimde, pazarlamada, üretimde, dağıtımda ölçek ekonomisinden yararlanılması, satışlarda artış, maliyetlerde azalma ve kaynakların daha etkin kullanılması.

Finansal kazanç: Düşük işlem giderleri, kredi bulma kolaylığı, yüksek fiyat/kazanç oranı, düşük sermaye maliyeti, yüksek borçlanma kapasitesi.

Vergi etkisi: Oluşan yeni şirketin, ayrı ayrı ödenen toplam vergi tutarından daha az miktarda vergi ödemesi.

Verimlilik farkı; zayıf şirket değerlerinin, birleşmeden sonra, yeni yönetimle birlikte daha verimli hale gelmesi.

Piyasa gücünün artması; rekabet yeteneğinin artması.

Sinerji etkisini, faaliyet sinerjisi ve finansal sinerji başlıkları altında ayrıntıları ile inceleyebiliriz.

1.3.1.1. Faaliyet Sinerjisi

Birleşme ve devralmalarda şirketin ekonomik açıdan optimal büyüklüğe ulaşması veya bu büyüklüğe yaklaşması durumunda ortaya çıkar. Faaliyet sinerjisi, üretilen mal ve hizmet başına oluşan üretim ve faaliyet giderlerinin azalması dolayısı ile kar marjının artması ile oluşur. Başka bir ifade ile faaliyet sinerjisi; ölçek ve alan ekonomilerinden meydana gelir.

Ölçek ekonomileri, amortisman, faiz giderleri, arge giderleri gibi sabit nitelikli bazı maliyetlerde, verimlilik ve üretim artışı ile sağlanan tasarruftur. Tam kapasite ile çalışmayan bir şirketin birleşme ya da satın alma sonucunda tam kapasite ile çalışır hale gelmesi, ek bir sabit gider oluşturmadan üretimini arttırması, üretim firmalarında gerçekleşen bir faaliyet sinerjisi örneğidir. Bunun gibi birleşme ya da satın alma öncesinde, her bir firma için gerçekleştirilen pazarlama, yönetim, arge faaliyetleri, birleşme ya da satın alma sonrasında, tek bir firma için gerçekleştirileceğinden; üretilen mal ve hizmet başına maliyetlerde azalma gerçekleşir.

Alan ekonomileri, bir işletmenin belirli ürünleri üretebilme kapasitesini, ilgili diğer ürünleri de üretebilecek şekilde genişletmesidir. Yeni ürün ve hizmet üretiminde işletmenin; ürün geliştirme, üretim süreci, dağıtım kanalları gibi avantajları mevcuttur ve bunları kullanarak maliyet tasarrufu ve rekabet üstünlüğü sağlar.

Faaliyet sinerjisi, her iki şirketin örgütsel sermayelerinin birleşme ya da satın alma sonucunda daha etkin firma veya firmalar grubu yaratılmasında oynayacağı rolden de kaynaklanabilir. Örgütsel sermaye; bilgi ve tecrübe birikimi sonucunda şirket değerinde bilançosuna yansımayan bir değer artışını temsil eder. Bu bilgi ve tecrübe birikimi örgütsel öğrenme sonucudur. Örgütsel öğrenme; genel yönetsel öğrenme, işkoluna özel yönetsel tecrübe ve yönetimde yer almayan iç gücünün örgüt içinde kazandığı tecrübe ve beceri olarak incelenebilir. Genel yönetsel tecrübe, bu tecrübeye vakıf yöneticilerle

başka şirketlere transfer edilebilir. Bunun gibi iş koluna özel yönetsel tecrübenin de aynı

iş kolu olmak koşuluyla transferi mümkündür.

Hedef şirket yönetsel etkinliğinin (tecrübesinin) yüksek olması ve bu tecrübenin yeni oluşan şirket yönetimine transfer edilmesi ile sinerji yaratılır. Şirket birleşme veya satın almalarında; örgütsel sermayenin yeni oluşan şirkete transferinin derecesi, yaratılacak faaliyet sinerjisinin büyüklüğünü belirler.

1.3.1.2. Finansal Sinerji

Birleşme ve devralma sonucu oluşan şirketin finansal yapısında sağlanan iyileşme sonucu firma değerinde ortaya çıkan değer artışıdır. Bu sinerji finansal yapıda iyileşmeye bağlı olarak firmanın sermaye maliyetinin düşmesi, şirket karlılığının ve nakit akımlarının daha istikrarlı hale gelmesi, finansal riskinin azalması, finansal kaldıraçtan yararlanmaya bağlı olarak özvarlık karlılığının yükselmesi gibi çeşitli etkenlere bağlanabilir.

Sermaye maliyetinin düşmesi, birleşmeden sonra oluşan şirketin mali bünyesinde, yönetim etkinliğinde ve karlılığında oluşan iyileşmelere bağlı olarak daha ucuz kredi alabilmesi ve ortakların güvenlerinin artmasına bağlı olarak daha az verim elde etmeye razı olmalarına bağlanabilir. Pay senetleri sermaye pazarında işlem gören bir şirket hedef şirket ile birleşerek büyüdüğünde finansman giderinde düşüş gerçekleştirilebilir. Büyük bir şirketin, para ve sermaye piyasalarından, küçük bir şirkete nazaran daha kolay fon sağlaması olanaklıdır. Finansal piyasalarda büyük işletmenin daha az riskli kabul edilmesine bağlı olarak, birleşme sonrasındaki yeni işletme tahvil veya diğer borçlanma araçlarını daha düşük faiz ile ihraç edebilecektir. Bunun yanında, yapılan işlem hacminin büyük olması ve işlem giderlerinin kısmen sabit olması nedeni ile finansal varlık ihraç giderleri de sağlanan fonun birimi başına daha düşük oluşabilecektir.

Finansal riskin azalması, bir anlamda şirketin finansal yapısının iyileşmesidir. Birleşen işletmelerin nakit akımları arasında tam kolerasyon olmaması halinde, iki işletmenin nakit akımlarının birbirini dengelemesine bağlı olarak birleşme, işletmelerin karlarının-nakit akımlarının değişkenliğini buna bağlı olarak da finansal zorluk (toplam

yükümlülük > toplam varlık) ve teknik iflas (kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu) olasılığını azaltabilir. Bunun yanında; likidite güçlüğü çeken, iflas riski yüksek bir şirketin, yüksek likiditeye sahip bir şirketle birleşmesinde ya da bu şirket tarafından satın alınmasında finansal sinerjinin oluşup oluşmadığı konusunda farklı yorumlar mevcuttur. Böyle bir birleşmenin, sadece fon tedarik edenler arasındaki gelir dağılımını değiştireceği, bu durumun birleşmeden sonra oluşan şirketin borçlanmaya giderek artan faiz giderleri nedeni ile ortaklarına vergi tasarrufu sağlaması ile düzeltilebileceği öne sürülmektedir.

1.3.2. Vergi Etkisi

Vergi açısından birleşmeler; vergilendirilebilen ya da vergilendirelemeyen özellik gösterir. Bu özellikler esas itibari ile işlem şekline bağlıdır. Eğer alıcı işletme nakit olarak ödemede bulunmuş ise, bu işlem, satışı yapan işletmenin ya da ortaklarının vergilendirilmesini gerektirir. Diğer bir değişle, ilgililerin, satışın yapıldığı tarihte varlıkların satışı üzerinden bir sermaye kazancını ya da zararını kabul etmeleri gerekir. Vergisiz birleşmelerde; alıcı işletmenin değiştirilebilir imtiyazlı hisse senedi ile satıcı işletmenin adi hisse senedi değiştirilir ya da alıcı işletmenin adi hisse senedi karşılığı, satıcı işletmenin adi hisse senedi değiştirilebilir.

Vergi avantajının sağlandığı diğer durumlardan biri de yüksek kar sahibi firmanın zarar eden firma ile birleşmesidir. Faaliyet zararına sahip bir işletme, başka bir işletme ile birleştiğinde, ilgili işletmenin zararının yeni oluşumun vergilendirilecek kazançlarından düşülmesi vergi avantajı olarak ortaya çıkmaktadır. Birleşme sonrasında farklı nakit akış sistemlerinin yaratacağı zararlar her iki işletmenin de gelecekte oluşabilecek vergi yükümlülüklerini azaltabilecektir. Bir işletmenin karı diğer işletmenin zararı ile eşitlenerek ya da azalarak vergi tasarrufu ile sonuçlanacaktır. Böylece birleşmenin vergi yükümlülüğünün şimdiki değerinde azalma meydana gelecektir. İki işletme arasındaki nakit akış korelasyonunun daha küçük olması durumunda bu etki daha geniş olacaktır.

Serbest nakit akımlarına sahip işletmeler bu fonları kullanmakta değişik alternatiflerle karşı karşıya kalacaklardır. Vergi yasaları açısından düşünüldüğünde, bu alternatiflerin

bir takım vergisel sonuçları ortaya çıkacaktır. Bu çerçevede, serbest nakit akımı kullanılarak bir işletme ile birleşmenin herhangi bir anda, taraflar açısından vergisel bir sonucu yoktur. Dolayısı ile bu bir teşvik olarak düşünülmektedir.

Satın alan işletmenin yeterli kaynağının olmaması veya sermaye artışına gitmenin sakıncalı olabileceği durumlarda, optimal borç/özsermaye oranı korunarak veya bu konuma giren borçlanma kapasitesine sahip bir banka ile birleşmeye gidilerek, sağlanan ek borçlanmadan vergi avantajı elde edilebilir.

1.3.3. Çeşitlendirme

Çeşitlendirme, herhangi bir işletmenin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını artırma olarak ifade edilebilir. Belirli bir iş kolunda faaliyet gösteren şirketin sektör riski transfer edilemez ve pay senedinin Pazar değerini belirleyen önemli bir faktör olarak durur. Keza, ürettiği mal çeşidinin azlığı, dağıtım kanallarının yetersizliği, hammadde ve gerekli hizmetleri sağlamak için başka şirketlere bağımlı olması gibi nedenler de şirketlerin karlılığı ve riski üzerinde olumsuz etkiler yapar. Çeşitlendirmeye gidilmesi, firmanın toplam riskini azaltabilir ve karlılığını olumlu yönde etkiler. Bu da firma değerine olumlu yönde yansır.

Çeşitlendirme, firma kazancının istikrarının sağlanmasına yardımcı olur. Kazanç istikrarının; firma çalışanlarına, müşterilere ve tedarikçilere olumlu etkide bulunduğu bilinmekle beraber bu olumlu etkinin pay sahipleri için geçerli olup olmadığı şüphelidir. Hissedarlar işletme karının istikrarlı bir gelişim göstermesini beklemiyor, ya da bu gelişim onlar için yeterli olmuyorsa; yatırımlarını değişik endüstrilerde yeralan işletmelerin hisse senetlerine kaydırarak riski dağıtabilirler. Hissedarların yapmış olduğu bu çeşitlendirme şirketin yapacağı çeşitlendirmeden daha kolay ve ucuzdur.

Çeşitlendirme ile sermaye dağılımında ve yönetiminde etkinlik artırılabilir. Ancak bu her çeşitlendirmenin aynı sonucu sağlayacağı anlamına gelmez. Yapılan çalışmalarda, (incelenen) çoğu çeşitlendirmenin, firma değerini artırmadığı öne sürülmektedir. Hata bazı çalışmalarda çeşitlendirilmiş firmanın değerinin, önceki değerinden daha küçük

oldu tespit edilmiştir. Bir çeşitlendirme stratejisinin şirket değerini ve buna bağlı olarak ortakların servetini artırabilmesi için; çeşitlendirme faaliyeti sonucu sağlanacak kazancın artışı birleşen şirketlerin pay sahiplerinin portföy yönetimleri sonucunda gerçekleştirdikleri kazançların artışından daha büyük olması gerektiği ortaya konulmuştur.

1.3.4. Yöneticilerin Kişisel Teşviki

İşletme kararlarında çoğunlukla ekonomik değerlerin ön planda olduğu düşünülmektedir. Fakat bir çok finansal kararda, ekonomik analizlerden çok yöneticinin kişisel motivasyonun öncelikli olduğu görülmektedir. İşletme yöneticileri daha fazla güç sahibi olmak isterler ve bu gücün daha büyük bir şirketle birlikte geleceğini düşünmektedirler. Hiçbir yönetici birleşme ve devralmaların ardında yatan nedenin kendi egosu olduğunu kabul etmez; fakat bu, şirket birleşme ve devralmalarında önemli nedenlerden birisidir.

Hubris hipotezine göre profesyoneller şirket devralma kararı verirken kendi kişisel amaçlarını ön planda tutarlar. Şirket devralma niyetinde olan profesyonel yöneticiler için ortakların ekonomik kazançları tek ve hatta en önde gelen bir amaç değildir. Kendi değerlemelerinin daha doğru olduğunu düşünen yöneticiler hedef şirketin tam rekabet koşullarında oluşmuş pazar fiyatına dahi itibar etmezler ve şirketi devralmak için pazar fiyatının üzerinde bile fiyat verebilirler.

Profesyonel yöneticileri birleşme kararı almaya yönlendiren nedenler dört maddede toplanabilir.

i. Firma hacmini genişletmek

Yöneticilerin kazançları, sosyal statüleri ve güçleri firma büyüklüğü ile aynı yönde gelişme gösterir. Bu nedenle devralma yolu ile firmaların hacmini büyültmek yöneticilerin arzu edecekleri bir husus olabilmektedir. Özellikle satış artışları yöneticilerin primlerini artırıcı rol oynuyorsa satışları artırıcı bir birleşme, kendileri için

arzu edilebilir bir uygulamayı başlatabilir. Bu birleşme, ortakların zenginliklerinde azalmaya neden olsa bile profesyonel yöneticilerin kazançlarını artıracacağı için yöneticiler için arzu edilecektir. Mueller tarafından ortaya atılan bu hipoteze karşıt görüş sunan akademisyenlere göre; yöneticilerin şirketten sağlayacakları gelir şirketin satış hacim ile değil karlılığı ile aynı yönde değişir.

ii. Hali hazırda kulanamadıkları yönetici beceri ve yeteneklerini kullanma arzusu

Durağanlaşmış sektörlerde ve/veya firmalarda yönetimi motive eden fazla bir etken kalmamış olacaktır. Bu nedenle yöneticiler beceri ve yeteneklerini gösterebilecekleri yeni atılımlara girme hususunda büyük bir istek duyarlar. Bu istek özellikle genç yöneticilerde daha fazladır ve şirketin durağanlıktan çıkmaması bu yöneticileri şirketten kopma noktasına getirebilir. Şirket ortaklarının çıkarlarını da düşünerek, şirketi durağanlıktan kurtarmaya dönük bir girişim hem yönetimin hem de ortakların çıkarına olabilir. Böyle bir girişim aynı sektörde mamul çeşitlendirmeye veya başka bir sektörde başka alanlar ile uğraşmaya olanak verecek şirket devralmalarını gündeme getirir.

iii. Risk dağıtmak ve finansal sıkıntı ve iflas etme olasılığını en düşük düzeye indirmek

Satın alan ve hedef firma nakit akışlarının bir muhasebe döneminde aynı yönde hareket etmemesi, diğer bir deyişle yüksek bir pozitif kolerasyon oluşturmaması durumunda birleşme, hedef firmanın nakitsiz kalma riskini en düşük düzeye indirebilecektir.

iv. Başka bir firma tarafından satın alınmayı önleme amacı ile şirketi birleşme yolu ile satın alınamayacak boyuta ulaştırmak

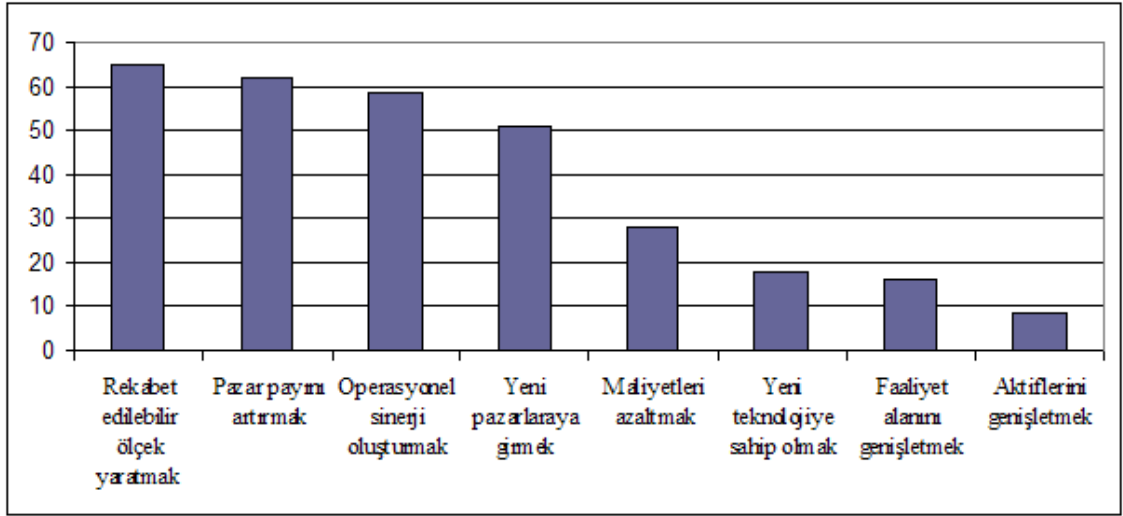
Şirket yönetimi şirketlerinin başka bir şirket tarafından devralınması durumunda yönetimden uzaklaştırılacakları veya mevcut etkinliklerini kaybedecekleri düşüncesi ile şirketi devralınamayacak büyüklüğe ulaştırmak amacı ile bir şirketi devralma düşüncesine girebilirler. Diğer bir ifade ile devralınan şirket değil devralan şirket durumunda olma isteği onları harekete geçirebilir.

1.3.5. Şirket Birleşme Ve Satın Almalarının Öncelikli Nedenlerini Belirlemek Amacıyla Yapılmış Çalışmalar

Yukarıda açıklanan şirket birleşmelerinin temel nedenlerinden hangilerinin birleşmelerde öncelikli olduğunu tespit etmek için danışmanlık şirketleri tarafından çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. Watson Wyatt Worldwide şirketi, 2000 yılında 120'si Avrupa'da olmak üzere dünya çapında 300 firma ile yaptığı çalışmada; birleşme ve satın alma nedenlerine de yer vermiştir (Grafik 1).

Avrupa şirketleri üzerinde çalışılarak elde edilen grafikteki bulgulara göre; “rekabet edilebilir ölçek yaratmak” birleşme nedenlerinin başında gelmektedir. Bunu %62' lik bir oran ile “pazar payını artırmak” izlemektedir. Bu çalışmaya göre, avrupa ülkelerinde, “operasyonel sinerji oluşturmak” ve “yeni pazarlara girmek” de önemli birleşme nedenleri arasında yer almaktadır.

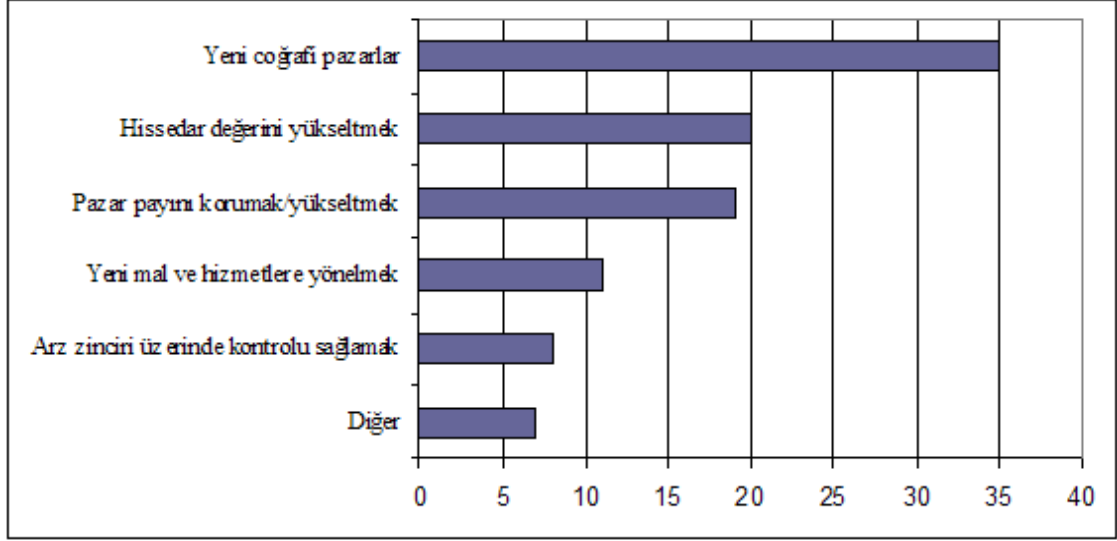
Grafik 1. Watson Wyatt' ın Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri



Kaynak: Watson Wyatt, 'Global M&A Survey 2000', 2000

KPMG' nin dünya çapında 107 firma üzerinde yaptığı benzer bir çalışmada ortaya çıkan sonuçlar ise Grafik 2 yer almaktadır.

Grafik 2. KPMG' nin Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri

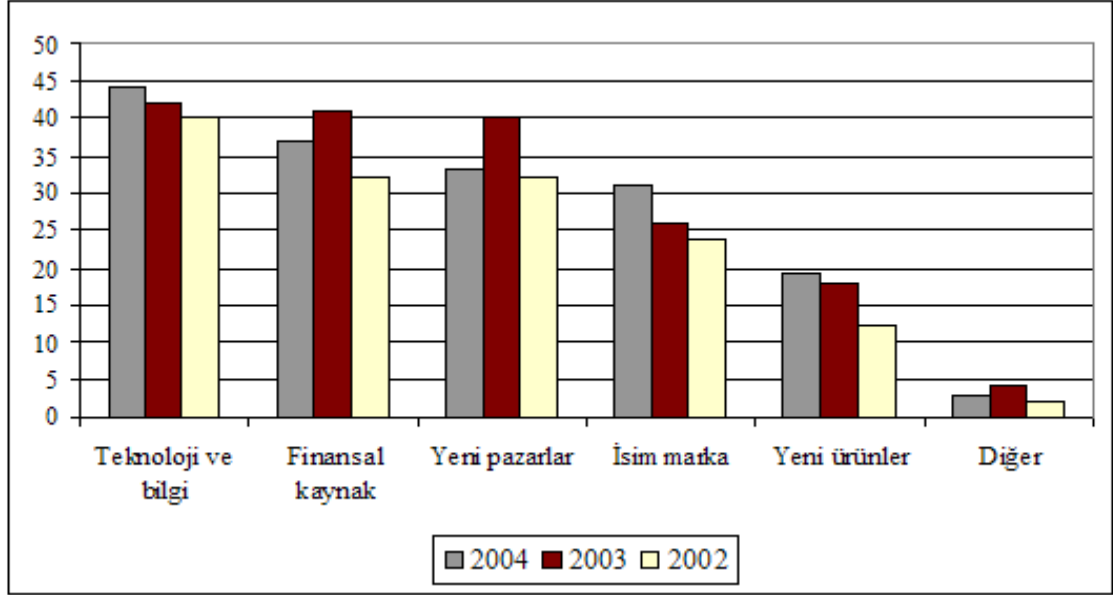


Kaynak: KPMG, Unlocking Shareholder Value: The Keys To Success, Mergers&Acquisitions A Global Research Report, Netherlands, 1999

Grafik 2' den de izlenebileceği gibi, bu araştırmaya göre; birleşme ve satın almaların en önemli nedeni “yeni coğrafi pazarlar” kazanmaktır. Bunu, “hissedar değerini yükseltmek” ve “pazar payını korumak/yükseltmek” izlemektedir. Watson Wyatt' ın araştırması ile karşılaştırıldığında; ikisinde de güçlü nedenler arasında yer alan “yeni pazarlara girmek” ve “pazar payını artırmak” ortak nedenler olarak görülmektedir.

Ersnt&Young şirketi; 2002-2005 yılları arasında yapmış olduğu araştırmalarda; Türkiye'de ilk 500 sanayi kuruluşu içerisinde yer alan 250 şirket ile birleşme ve devralmalar konusunda anket çalışmalarında bulunmuştur. “Türk iş dünyasının birleşme ve satın alama ortamına bakışı” başlığı altında sunulan araştırma sonuçlarına göre; yabancı bir yatırımcı ile ortaklığın bir Türk şirketine sağlayacağı katkılar yıllar itibari ile aşağıdaki gibidir (Grafik 3).

Grafik 3. Yabancı Bir Şirkete Birleşmenin Türk Şirketine Sağlayacağı Fayda



Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu, İstanbul, 2003-2005

Bu sonuçları, bir anlamda, birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunma nedenleri olarak görmemiz mümkündür. Dikkat edilmesi gereken husus; birleşme ya da satın alma faaliyeti içinde bulunan taraflardan birinin yabancı olmasıdır. Grafikte de görüldüğü gibi; “teknoloji, bilgi eksikliğinin giderilmesi”, “finansal kaynak temini”, “yeni pazarlar” ortaklık için en büyük üç nedendir.

İKİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI KAVRAMLARININ İNCELENMESİ

Genellikle birleşme ya da şirket evliliği olarak bilinen birleşme ve satınalma faaliyetleri birbirlerinden farklılık göstermektedir. Yapılan farklı çalışmalarda, indirgeyici bir yaklaşımla, birbirlerinden farklı bu işlemler *birleşme* olarak tek bir isim altında toplanmıştır. Oysa ki dünya üzerindeki sınır ötesi birleşme ve satınalmaların yalnızca %3'ü birleşme, kalan %97'si ise satınalmalardan oluşmaktadır.

Türk Ticaret Kanununda (TTK) şirketlerin birleşmesine yönelik usul ve esaslar Ticaret Şirketleri kitabının Umumi Hükümler Faslı'nın içerisinde (md. 146 – 151) ve aynı kitabın Anonim şirketlere ilişkin Dördüncü Faslı'nda (md . 451) yer almıştır. TTK madde 146' da birleşme şu şekilde tanımlanmıştır:

“Birleşme, iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir.Çeşitli ticaret şirketlerine ait hususi hükümler mahfuz kalmak şartıyla birleşme hakkında müteakip maddelerdeki hükümler tatbik olunur.”

İş ortaklıkları, iştirakler, işbirlikleri, işletmelerin malvarlıklarının bir bölümünün veya tamamının diğer bir işletmeye devir edilmesi teknik ve hukuki anlamda birleşme niteliğinde değildir. Türk Ticaret Kanunu' nunu tanımında da; literatürde birleşme olarak geçen faaliyetler (yeni kuruluş) ve şirket satın almaları (devralma yolu ile birleşme) *birleşme* adı altında toplamıştır.

2.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

TTK' ya göre şirket birleşmeleri; iki veya daha fazla ticaret şirketinin birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurması faaliyetidir. Birleşecek olan şirketler tasfiye olmadan, infisah ederler ve bu şirketlerin mal varlıkları tamamen yeni kurulacak olan şirkete devredilir. Önceki hissedarlara, nakit ya da yeni şirketin menkul kıymeti ile ödeme yapılır. Birçok birleşme faaliyetinde açıkca bir satın alan şirket vardır ve genişleyen şirketi bu şirketin yönetimi yürütür. Bazı birleşmelerde ise, her iki şirket yönetimi de, yeni şirketin yönetiminde söz sahibidir.

Şirketlerin çalışma alanları ve kuruluş yerlerinin böyle bir bütünleşmeye olanak

vermemesi durumunda birleşme faaliyeti sadece hukuksal düzeyde gerçekleştirilir.

Şirket birleşme faaliyetlerinin, satın alma faaliyetlerinden ayrıldığı nokta; şirket birleşme faaliyetlerinde birleşen şirket yönetimlerinin ortak karar almaları ve anlaşma içinde olmalarıdır. Satın almalarda ise, insiyatif satın alan şirket yönetiminde bulunmaktadır.

2.2. ŞİRKET SATIN ALMALARI

TTK' ya göre birleşmenin bir türü olan ve “devralma yolu ile birleşme” olarak adlandırılan şirket satın alma faaliyeti; bir ticari şirketin mal varlığını tamamen, başka bir ticaret şirketine devretmek suretiyle, infisah olmasıdır. Yani iki ticaret şirketi, bir tanesinin bünyesinde birleşir. TTK' ya göre; bünyesinde birleşilen ticaret şirketine devri alan, iltihak olunan şirket, diğerine ise katılan, iltihak edilen şirket denir. Literatürde, iltihak olunan şirketin karşılığı, “ele geçiren” ya da “satın alan” şirket; iltihak edilen şirketin karşılığı ise, “hedef” şirkettir.

Şirket satın almalarında; hedef şirketin hisse senetleri nakit, hisse senedi veya diğer menkul kıymetler karşılığında ele geçiren şirket tarafından satın alınır. Bu durumda ele geçiren şirkete varlıkların sahipliği aktarılır. Hedef şirketler genellikle varlıklarının belli bir kısmını satarlar ve diğer kısmı ile şirket faaliyetlerini devam ettirirler. Nadir olarak da hedef firma tüm varlıklarını satar, bağımsız bir kişilik olarak varlığını sürdürür, fakat hiçbir işletme faaliyetini yürütemez. Şirket satın alımlarının çeşitli yöntemleri vardır. Bu yöntemleri dostça satın almalar ve zorla satın almalar başlıkları altında toplamak mümkündür.

2.2.1. Satın Alma Yaklaşımına Göre Satın Alma Türleri

Satın alma yaklaşımına göre satın almalar; dostça satın alma ve zorla satın alma olarak iki başlık altında incelenebilir.

2.2.1.1. Dostça Satın Almalar

Dostça satın almalarda; satın alan ve hedef şirket, anlaşarak satın almayı gerçekleştirir. Satın alan şirket, hedef şirketini belirledikten sonra fiyat aralığı önerisini ve ödeme şeklini belirleyerek, hedef şirket yönetiminle görüşmeleri başlatır. Hedef şirket çok ortaklı bir yapıya sahip değilse, görüşme direkt ortaklarla da gerçekleştirilebilir. Hedef şirket yönetimi, tüm koşulları kabul edip, satın almaya onay verdikten sonra, hedef şirket ortaklarına çağrıda bulunularak, ellerindeki pay senetlerini, yetkilendirilmiş olan aracı kuruma teslim etmeleri istenir.

Dostça sonuçlanan teklif verme yolu ile şirket satın almaları şu özelliklere sahiptir.

- Hedef şirketin yönetimi satın almaya karşı çıkmamıştır.
- Hedef şirket için satın alma teklifi veren bir tek firma vardır.
- Hedef şirketin yönetiminin ortaklık payı yüksektir.
- Hedef şirketin sektör içindeki performansı sektör ortalamasının üzerindedir.
- Hedef şirket gelişen bir sektördedir.
- Sektörün ve firmanın q oranları ortalamaya eşittir ve dostça olmayan satın almalarındaki hedef şirket ve sektör rasyosunun üzerindedir.
- Teklif veren şirket yeni yatırım olanakları arayan bir diğer şirkettir.

2.2.1.2. Zorla Satın Almalar

Satın alan şirket, fiyat aralığı önerisini, ödeme şeklini, hedef şirket yönetimine sunar. Hedef şirket yönetimi, sunulan bu teklifi kabul etmez ve satın alan şirket satın alma çalışmalarına devam ederse zorla satın alma denilen satın alma teklifi ortaya çıkar. Satın alan şirket; hedef şirketi, hissedarlarına çağrıda bulunarak ya da piyasadan hisselerini toplayarak ele geçirmeye çalışır.

Dostça olmayan satın almalar aşağıdaki durum ve özellikleri taşır.

- Satın almaya yönetim karşı çıkmaktadır.
- Yönetimin ortaklık payı düşüktür.
- Birden fazla alıcı mevcuttur.

- Hedef şirketin performansı sektör ortalamasının altındadır.
- Hedef şirketin ve faaliyette bulunduğu iş kolunun q oranları düşüktür.
- Hedef şirket gelişme olanakları sınırlı bir iş kolunda faaliyet göstermektedir.
- Satın alma girişiminin nasıl bir sonuç vereceği belli değildir.
- Teklifte bulunan atak yapma niteliğine sahiptir.

2.2.2. Gerçekleştirilme Yöntemine Göre Satın Alma Türleri

Satın almalar; satın alan şirketin hedef şirkete teklifte bulunması ile olabileceği gibi, açık piyasa işlemleri ve vekalet toplama yöntemi ile de gerçekleştirilebilir.

2.2.2.1. Teklif Verme Yolu İle Satın Alma

Şirket satın alma; hedef şirket yönetimine satın alma teklifinde bulunma şeklinde başlatılır. Yönetimden olumlu yanıt alındıktan sonra paylarını satma teklifi hedef şirket ortaklarına götürülür.

Firma doğrudan hedef firmanın hissedarlarına hisselerini satın alma teklifi götürerek, hedef firma yönetimini atlayabilir. Hissedarlara yapılan bu teklife “aleni alım teklifi verme” denilir. Ele geçiren firma bunda başarılı olursa tüm yönetimi ele geçirir. Bu yöntem satın alma maliyetinin düşük olduğu bir yöntemdir.

2.2.2.2. Açık Pazar İşlemleri

Şirket satın alma, şirket ortakları ile pazarlığa oturarak veya teklif vermek suretiyle yapıldığı gibi hedef şirketin ikincil pazarda işlem gören pay senetlerini pazardan satın alma şeklinde de gerçekleştirilebilir. Bu yolla şirketin açık pazar işlemleri ile kontrole olanak verecek sayıda pay senedi satın alınmaya çalışılır. Yöntem; pay senedi satın alma maliyetleri dışında bir maliyet getirmeyeceği ve pay senedine prim ödenmeyeceği için teklif verme yöntemine göre maliyet avantajı sağlar. Ancak teklif verme yöntemine göre iki olumsuz sonuç verebilmektedir.

Birincisi; pazardan kontrolü ele geçirmeye yeter sayıda pay senedi tedarik edilmezse, devir alma girişiminde bulunan şirket azınlık hisse sahibi olarak kalır. Bu durumda şirket, üç seçenekle karşı karşıyadır; azınlık hissesi sahibi olarak kalma, satın aldığı pay senetlerini satma ve teklif verme yöntemi ile kontrole olanak verecek sayıda pay senedi satın alma girişiminde bulunma. Fakat bu üç alternatifte de açık pazar işleminin yaptığı tahribat tamamıyla giderilemez.

Bu olumsuz sonuçların ikincisi; maliyet artışıdır. Pazardan pay senedi toplama işlemi, pay senedine olan toplam talebi artıracaktır. Pay senedi toplama işi gizli yapılamaz dolayısı ile hedef şirketin bazı ortakları ya da başka yatırımcılar da pay senedi satın almaya başlayacaklardır. Talep yükseldiğinden hedef şirketin pazarda işlem gören pay senedinin fiyatının hızla artıp devir alma başarılı olsa bile maliyet, beklentinin üzerine çıkar.

Ülkemizde açık pazar işlemleri yolu ile şirket ele geçirme girişimi 70'li yıllarda yaşanmıştır. 1976 yılında Sabancı Holding ile Koç Holding'in, Garanti Bankası'nın kontrolüne sahip olmak amacı ile ortaklardan pay senedi satın alma girişimleri olmuştur. O tarihte bankanın pay senetleri bir çok ortağın elinde bulunmaktaydı ve şirketin yönetimi şirkette çok az bir payı olan bir ailenin elindeydi.

Sabancı Holding Garanti Bankası'nın paylarının %36'sını elde ederek Koç Holding'in bankanın kontrolünü ele geçirmesini önlemiştir. O tarihte yürürlükte olan Bankalar Yasası'na göre banka sermayesinin %66'sının onayı olmadan sermaye artırımına gidilmesi olanaksızdı. İki holding de bu seviyede bir alım yapamayacaklarını görüp yarıştan çekilmişlerdir. Bankalar yasasında yapılan değişiklikten sonra sermaye artırımını için çoğunluk oranı %51'e düşürüldü ve yasa değişikliği öncesi Garanti Bankası'nın pay senetlerinin %51'inden fazlasını alan Koç Holding, Garanti Bankası'nın yönetimine tam olarak sahip oldu. 1976'da menkul kıymetler borsası, bugünkü anlamda bir işleve sahip olmadığından dolayı bu ele geçirme olayı tamamen serbest pazarda oluşmuştur.

2.2.2.3.Vekaletname Toplama Yolu İle Şirket Satın Almaları

Şirket devralma, hedef şirketin yönetimini ele geçirerek de gerçekleştirilebilir. Bu yöntem, şirketin olağan genel kurul toplantısında, devir alma yolunu açacak kararları almaya veya yönetim kurulunu bu yönde karar alacak üyelerden oluşturmaya yetecek kadar oy hakkı elde etmeyi öngörür. Satın almayı amaçlayan şirketin yönetimi veya büyük ortağı; hedef şirketin ortaklarından genel kurulda temsil yetkisi veren vekaletnameleri elde etmeyi amaçlar. Ortaklar; çok ortaklı anonim şirketlerde, genellikle şirket yönetiminin kimlerden oluşacağı ile ilgilenmedikleri için, genel kurul toplantılarına katılmayı düşünmezler. Bu nedenle de genel kurulda kendilerini temsil etmeleri için başkalarına vekaletname verirler. Vekaletname verilen kişiler genellikle şirketin yönetim kurulunu oluşturan kişiler veya yönetim kurulunun oluşumunda etkili olan kişilerdir. Bu yolla, şirketin çok az sayıda pay senedine sahip olan ortakları, şirketin kontrolünü ellerinde tutmayı başarırlar.

Devralmada, satın alan şirket hedef şirketin ortaklarının vekaletlerini alarak genel kurulda istedikleri doğrultuda karar çıkarmayı amaçlarlar. Bu yolla gerçekleştirilen devralma operasyonları ile satın alan şirketin (vekaletnamelerin bedelsiz elde edilmesi sayesinde) maliyet yükü azalır ve şirket daha yüksek net kazanç sağlar.

Vekaletname toplama yolu ile devralma girişiminde de hedef şirket pay senedi fiyatlarında yükselme gözlenebilir. Bunun nedeni şirketi ele geçiren grubun şirketi daha iyi yöneteceği veya birleşmeye götüreceği hususunda pazarda uyanan yargıdır.

2.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN YAPISAL OLARAK SINIFLANDIRILMASI

Şirket birleşmeleri ve satın alımları yapısal olarak dört sınıfa ayrılır. Bunlar yatay, dikey, türdeş, aykırı birleşmelerdir. Bu bölümde geçen birleşme ifadesi, hem birleşme hem de satın alımlar için kullanılmaktadır.

2.3.1. Yatay birleşme

Yatay birleşme; aynı iş kolundaki iki firma arasında gerçekleşir. Birleşen firmalar genellikle eski rakiplerdir. Yatay birleşmelerin amacı sabit maliyetleri daha geniş bir

Üretim miktarına yayabilmek, ölçek ekonomisinden yararlanabilmektir. Bu tür birleşmeler piyasada monopol oluşumlara neden olabilir, bunun yanında yatay birleşmelerin kartelleşme ile sonuçlandığı da söylenebilmektedir.

Piyasa rekabet ortamının ve tüketicilerin gözetilmesi açısından kamu otoriteleri yatay birleşmelerde sınırlayıcı tedbirler almaktadır. Birçok lke bu alandaki girişimleri düzenleyici özerk otoriteler kurmuştur. Türkiye’de Rekabet Kurumu, Avrupa Birliği Rekabet Politikası erevesi altında kurulmuş olup, birleşme ve satınalmaları düzenlemek ile sorumludur.

2.3.2. Dikey birleşme

Dikey birleşme, alıcının hammadde kaynakları yönünde geriye ya da nihai tüketicinin yönünde ileriye doğru genişlediği birleşmelerdir. Bir diğer ifade ile bu tür birleşmelerde firma satıcısını ya da müşterisini satın alır. Örneğin mobilya üreticisi, keresteyi sağladığı fabrikayı satın alabildiği gibi (ki bu geriye doğru dikey birleşmedir), mobilyalarını satacağı mobilya mağazasını (ki bu da ileriye doğru dikey birleşmedir) da satın alabilir. Bu tür birleşmelerin amacı üretim süreçleri üzerinde, olabilecek en yüksek düzeyde kontrol ve koordinasyon sağlamaktır.

Dikey birleşmelerde, iki şirketin birbiri ile ilişkili teknoloji, pazarlama veya ürün gibi ortak faaliyet süreçleri mevcuttur. Satın alan firmanın, hedef şirket altyapısını kendi adına kullanmasına olanak sağlar. Örneğin; bankalar araştırmalarında çeşitlendirme yapabilmek için ileri teknoloji endüstrilerinden faydalanmak amacı ile bu niteliklere sahip ancak mali yapıları ve dağıtım kanalları zayıf işletmelerle kombinasyona girerler. Japonya bu tip kombinasyonların en yoğun olduğu örneklerden biridir. Telekomünikasyon ve finans alanındaki ortaklıklar ve bankaların bu alandaki etkinliği son yıllarda Türkiye’de de aynı doğrultuda şekillenmiş Turkcell, Telsim gibi telekomünikasyon şirketlerinin bankacılık sektörü ile ortaklıkları oluşmuştur.

2.3.3. Aykırı birleşme

Farklı üretim zincirinde yer almakla beraber güçlü pazar bağlantısı olmayan firmaların birleşmeleri aykırı birleşme ya da topluluk birleşmeleri olarak tanımlanır.

Aykırı birleşmeler üç ana katagoride incelenmektedir.

1. Ürün yelpazesini genişleten birleşmeler; birbirleri ile rekabet etmeyen ürünleri üreten fakat birbirleriyle ilişkili pazarlama kanalları ya da üretim süreçlerini kullanan firmalar arasındaki birleşmeler.
2. Coğrafi genişleme yaratan birleşmeler; aynı ürünü farklı bölgelerde üretip satan firmalar arasındaki birleşmeler.
3. Saf aykırı birleşmeler; tamamen farklı piyasalarda faaliyet gösteren aralarında hiçbir türde ilişki olmayan firmalar arasındaki birleşmeler.

Bu tür birleşmelerin altında yatan temel mantık risk dağıtımıdır. Aykırı birleşmeler, belirli bir pazardaki payı artırıcı etkiye sahip olmadıklarından, genellikle rekabet açısından az zararlı görülürler.

Finansal açıdan aykırı birleşmelere bakıldığında; finansal şirketler grubu oluşturmaya yönelik topluluk birleşmelerinin gerçekleştiği gözlenmektedir. Oluşan şirketler grubunun içindeki önde gelen şirket, banka, sigorta şirketi, holding ya da bir finans kuruluşu olabilmektedir.

Finansal şirketlerin yatırım şirketlerinden temelde iki farklılıkları vardır. İlk olarak finansal şirket grupları, farklı endüstrilerdeki (sigorta, menkul kıymet, banka) faaliyetleri, spesifik yönetim fonksiyonlarına gerek duyarak kontrol ederler. İkinci olarak iç gelişimle değil dış satın almalar ve birleşmelerle farklılaştırma stratejisini amaçlarlar. Finansal topluluk birleşmeleri iki grupta toplanabilir;

i. Finansal topluluklar; finansal topluluklar bağlantılarının her grubundan fon akışı sağlayarak finansal organizasyon görevini üstlenirler. Teorik olarak finansal topluluklar stratejik planlama görevini üstlenerek, operasyonel kararlara katılmazlar.

ii. Yönetimsel topluluklar; yönetimsel topluluklar sadece finansal sorumluluğu ve

kontrolü üstlenmekle kalmaz, operasyonel kararlarda da rol oynayarak, mevcut faaliyetlere uzman personel tedarik ederler. Yönetim alanında tavsiye ve yönlendirmeler yaparak performans için potansiyeli artırırılar.

2.4. ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINDA ÖDEME ŞEKİLLERİ

Şirket birleşme ve devralmalarında, satın alınan şirketin hedef şirkete yaptığı ödeme; nakit girişi sağlayan ödeme (peşin ödeme) ve nakit girişi sağlamayan ödeme (hisse senedi ve borçla ödeme) olarak iki bölümde incelenmektedir.

2.4.1. Nakit Girişi Sağlayan Ödeme

Peşin ödemeye gerçekleşen şirket satın alımlarında işlemler çok hızlı ve etkili bir şekilde yapılabilmektedir. Satışa konu olan şirketin hissedarları, hisse karşılığında ne kadar alacakları satış sözleşmesinde belirtildiği için, sözleşmeye itiraz edip etmeyeceklerini hızlı bir biçimde tespit edebilirler. Bu durum satış işlemlerinin akışını kolaylaştırır. Peşin ödemeye dayalı şirket alma teklifleri; dostça ve zorla satın alma ile olan devralmaların ikisinde de kullanılabilir.

Peşin ödemeye dayalı şirket devralmalarının bir avantajı da; aracı kurumun, alınması planlanan şirketin hissedarlarının ellerinde bulunan tüm hisseleri satın alması ile ortaya çıkabilecek sinerjiden tamamıyla kendisinin yararlanma hakkını elde etmesidir. Ancak bu durumda birleşme sonrasında beklenen sinerjinin oluşmama riski tamamıyla alıcıya geçer.

Nakit ödeme, bu avantajların yanında, bazı dezavantajlara da sahiptir. Bunlardan biri; gerçekleştirilecek işlemin büyüklüğünden dolayı satın alan kurumun yeterli miktarda hazır kaynağa sahip olmamasıdır. Bunun yanında likit kaynakların işletme dışına çıkması, bu kaynaklardan sağlanacak getirilerden mahrum kalınması anlamına gelir.

Hisse senedi borsada işlem gören şirket devralmalarında yapılan peşin ödemenin fiyatlara nasıl yansıdığı konusunda literatürde çalışmalar yapılmıştır. Yapılan bu çalışmalarda, kesin bir sonuç oluşmamakla birlikte; piyasanın peşin ödeme sonucu oluşan

birleşmelere hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleşenden daha olumlu tepki verdiği gözlenmiştir.

Peşin ödemede kullanılan kaynakların temini sırasını belirleyen kural; bilgi dengesizliği teorisine dayanmaktadır. Bu kurala göre gerçekleştirilmesi tasarlanan yatırımların finansmanında önce iç kaynaklara başvurulması gerekir, bu yetmediği takdirde yabancı kaynaklar devreye sokulur, eğer hala finansman açığı mevcutsa sermaye artırımına gidilir.

2.4.1.1. İşletme İçi Nakit Kaynaklar

Şirket birleşmelerinde satın alan şirket, ihtiyacı olan finansman kaynağını esas faaliyet alanından elde ettiği kaynakları biriktirerek ve kar payı dağıtımından vazgeçerek sağlayabilir. Bu tür finansmanın yararı, şirketin gelecekte ödemek zorunda kalacağı, alınan kredilerden kaynaklanan anapara ve faiz yükünü önlemesidir. İşletme içi kaynakların kullanılması, dışa bağımlılığı önleyerek şirketin bağımsız çalışmasına yardımcı olur. Bunun yanında çoğunluk hisselerinin istikrarını sağlar.

2.4.1.2. Yabancı Kaynaktan Finansman

Ödeme konusu olan nakit, satın alan şirket tarafından genellikle, borçlanılarak elde edilir. Kullanılan borçlar garanti veren ve garanti vermeyen borçlar olarak iki grupta toplanabilir.

i. Garanti Edilen Borçlar: Varlığa dayalı borçlar olarak da bilinen bu tür borçlarda; hedef işletmenin varlıkları teminat olarak kullanılır.

ii. Garanti Edilmemiş Borçlar: Varlığa dayalı borçların yetersiz kalması sonucunda ortaya çıkmıştır. Bu tür borçlar sağlanırken, borç alan firmanın sahip olduğu varlıklarından önce nakit yaratma kapasitesine bakılır.

Bunların yanında tahvil çıkararak da borçlanma yoluna gidilebilir. Bu tür borçlanma

büyük ölçekli, tanınmış, hisse senedi borsada işlem gören şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir.

Borçlanılarak satın alınmanın, vergi avantajı sağladığından karlılığı ve işletme değerini artırması beklenir. Yabancı kaynaktan finansmanın şirkete olumsuz etkisi; az kar elde edilen yıllarda şirketin ödeme gücünü zayıflatmakta olmasıdır.

2.4.1.3. Sermaye Artırımına Dayalı Özkaynaktan Finansman

Gerekli finansman; eski hissedarların daha fazla pay senedi almaları ya da yeni hissedarların ortaklığa katılımları ile sağlanır. Borsaya kote şirketlerde finansman, çıkarmış oldukları yeni hisse senetlerini alıcılara sunması ile gerçekleşir. Uzun süreli stratejik işletme planlarının bir parçası olan ve şirket satın almaları esnasında kullanılan düzenli sermaye artırımı, sıklıkla başvurulmuş bir finansman kaynağıdır.

Bunun yanında; sermaye artırımlarının bazı dezavantajları da vardır. Ödenecek kar paylarının vergiden indirilememesi ve eski hissedarların piyasaya sürülecek yeni hisseleri satın almalarını önleyen kararların süreci engellemesi bunların başında gelmektedir. Borsaya kote bir şirketin sermaye artırımına gitmesi, piyasada duyulduktan hemen sonra ilgili hisse senedinin fiyatında düşüş yaşanabilir.

2.4.2. Nakit Girişi Sağlamayan Ödeme

Gerçekleştirilecek işlemin büyüklüğünden dolayı satın alan kurumun yeterli miktarda hazır kaynağa sahip olmaması ya da likit kaynağın dışarıya çıkmasının istenmemesi durumunda, ödemeler hedef firma için nakit girişi sağlamayan varlıklarla yapılmaktadır. Nakit girişi sağlamayan ödemelerde, hisse senetleri ve borç senetleri gibi finansal varlıklar kullanılmaktadır.

2.4.2.1. Hisse Senetleri

Satın alma ve birleşmeler, çok büyük finansal kaynak gerektiren oluşumlardır. Şirketler, kredibiliteleri yüksek olmasına rağmen, birleşme ve satın almalar için yeterli kaynağı temin edemiyor olabilirler. Bu gibi durumlarda; hedef şirket hissedarlarına nakit ödeme yerine, satın alan şirketin hisseleri verilir. Bu şekilde hedef şirket hissedarları, şirket birleşmesinden sonra varlığını devam ettiriyorsa, hedef şirket hissedarı, devam ettirmiyorsa yeni kurulan şirketin hissedarları durumuna geçerler.

Hisse senediyle ödemeye dayalı birleşmelerde; likidite korunur, ek faiz ödemeleri önlenmiş olur ve vergi avantajları sağlanır. Bununla beraber satın alınan şirketin kredibilitesi, alan şirketin borçlanma derecesini iyileştirir. Bu tür ödeme şeklinde; satın alınacak şirketin fiyatı peşin ödeme şekline göre daha kolay belirlenir.

Bu avantajlarının yanında; hisse senedi yoluyla ödemenin, bilgi asimetrisi problemi vardır. Hedef şirket hissedarları, satın alan şirketin hisse senedi fiyatlarını, dolayısı ile verilen teklifin değerini kolaylıkla tespit edemez. Bu arada iki taraflı bir bilgi asimetrisi problemi mevcuttur. Satın alan şirket, hedef şirketin değerini, hedef şirkette bu oluşumdan ne kadar kazanacağını tam olarak bilemez.

2.4.2.2. Borç Senetleri

Borç senetleri peşin ödemelerde, kullanılması planlanan kaynakların temini için çıkarılabildiği gibi, hedef şirket hissedarlarına direkt olarak, sahip oldukları hisse senetlerine karşılık olarak verilebilirler. Bu şekilde hissedarlar geri ödeme garantili senet almış olurlar. Senet çıkaran şirket ise dış kaynak finansmanından yararlanmış olur.

Borç senetlerinin diğer bir türü de hisse senedi ile değiştirilebilen olanlarıdır. Hedef şirket hissedarları, birleşmeden sonra şirket performansını gözlemleyip; elinde bulunan tahvil ve borç senetlerini hisse senediyle değiştirip değiştirmeme kararını verebilirler.

Şirket birleşmelerinde hisse senedi değişiminin yanında borç senetlerinin de kullanılması, hissedarların bağlanma etkisini artırarak yeni oluşan şirketin hisselerinin fiyatında oluşabilecek değer kayıplarını da bir ölçüde önler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYEDE ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

Şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri ilk olarak 19 yüzyılda, Amerika' da başlamıştır. Yıllar itibari ile artış yaşanan faaliyetler, belirli dönemlerde yoğunluk kazanmış, değer olarak da 1990'lardan sonra büyük artışlar göstermiştir.

Bu bölümde birleşme ve satın alma faaliyetlerinin Amerika, Avrupa ve Türkiye de tarihsel gelişimi ele alınmaktadır.

3.1. AMERİKA' DA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI

ABD' de şirket devir alma faaliyetleri 1868' de Erie demiryolu şirketinin başarısızlıkla sonuçlanan zorla ele geçirmesi girişimi ile başlamıştır. Bu faaliyetler belirli dönemlerde artarak devam etmiştir. Birleşen şirket türleri, sektörleri ve biçimlerinde farklılık olmasına rağmen yoğunluğun yaşandığı dönemlerde, hisse senedi piyasasında canlılık olduğu gözlenmiştir.

i. 1895-1904 Dönemi: Devir alma faaliyetlerinin birinci dönemi 1883 ekonomik durgunluğunun ardından 1887 yılında başlamış, 1899 yılında en yüksek noktaya çıkarak 1904 yılına kadar devam etmiştir. Bu dönemde devir alma faaliyetleri, madencilik ve

imalat sanayiinde yoğunlaşmaktadır. Şirket birleşmelerinin ana nedeni pazara hakim olmak yani tekelci güç oluşturmaktır. Dolayısı ile gerçekleştirilen birleşmelerin büyük bir kısmı yatay birleşmelerdir. Bugün uluslararası pazarda faaliyet gösteren DuPont, Standart Oil, General Electric gibi büyük firmalar bu dönemde şirket birleşmeleri sonucu oluşmuş firmalardan bazılarıdır.

Bu dönemde oluşan birleşme dalgasının en önemli nedeni; ABD ekonomisinin durgunluktan çıkması ve ekonomik alt yapıda gözlenen gelişmelerdir. Bunun yanında üretim teknolojisinin gelişmesi, monopol oluşumuna engel olucu yasaların yeterli yaptırımlarla desteklenmemesi de birleşme nedenlerinin arasında sayılabilir.

İlk birleşme dalgası, birleşmeler ve satınalmalarla yaratılan tekelci gücü yasaklayan yargıtayın aldığı kuzey-tröst kararı ile son bulmuştur.

ii. 1925-1929 Dönemi: Birinci dünya savaşı sonrasında ABD ekonomisinde gözlenen gelişmeler birleşme dalgalarını da beraberinde getirmiştir. Bu süreç 1929 ekonomik durgunluğana kadar devam etti. Bu dönemde oluşan şirket birleşme dalgasının sebebi sadece ekonomik gelişmeler değildi. Teknolojik ilerleme, radyo kullanımının yaygınlaşarak reklam aracı olarak gündeme gelmesi ve karayolu taşımacılığının devreye girmesi de birleşmelerin artmasına yardımcı oldu.

Birleşmeler mamül çeşitlendirme veya hacim ve pazar payı artırma amaçlı yatay birleşmeler şeklinde olmuş, az sayıda olmakla birlikte dikey birleşmeler de yapılmıştır. Birinci dönemde tek el oluşturmak üzere yapılan şirket birleşmeleri, ikinci dönem de oligopol oluşturmak üzere gerçekleştirilmiştir.

iii. 1960-1970 Dönemi: Bu dönemde gerçekleşen şirket devralmaları; mamul yelpazesini ve pazarı büyütme amaçlamaktadır. Pazar riskini azaltmak amacı ile başka sektörlerde çalışan şirketlerin birleşmeleri de bu dönemde artmıştır.

Bu dönemin özelliği; daha önceki devir almalarda büyük şirketler küçük şirketleri bünyelerine katarken, bu dönemde küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin, küçük şirketlerin hedefi durumuna gelmeleridir.

Bu devralma döneminde 25.000 firma, 6.000 civarındaki birleşme sonucunda, tasfiye edildi. Ancak bu kadar fazla şirketin tasfiye edilmesi ve birleşmeye katılması, rekabet ortamının azalmasına yol açmadı. Bunun nedeni, şirket birleşmelerinin çoğunun aykırı birleşme olmaları ve dolayısı ile sektörde monopolistik veya oligopolistik bir ortam yaratmamış olmalarıdır.

1960'ların başında başlayan ekonomideki hızlı büyüme ile birlikte para ve sermaye piyasasında yükseliş yaşanmış, hisse senedi fiyatlarında ve faiz oranlarında artış gözlenmiştir. Faiz oranlarındaki artış, satın alma girişiminde bulunan şirketin finansmanını borçla gerçekleştirmesi durumunda maliyet artışına neden olmuştur. Bunun önüne geçmek için şirketler pay senedi çıkararak finansman sağlama yoluna gitmişlerdir. Sermaye kazançlarının ve birleşmeler sonucunda hissedarların portföylerinde oluşan değer artışlarının vergiden muaf tutulması ile vergi kazancı da sağlamışlardır.

1969 yılından sonra ekonominin krize girmesine bağlı olarak şirket devralmalarında azalmalar başlamıştır.

iv. 1981-1987 Dönemi: Bu dönemde devralmalarda; sayıdan çok parasal değer olarak artış gözlenmiştir. Bu bağlamda; bu dönemde küçük şirket birleşmelerinden çok, büyük hacimli şirketlerin birleştiği sonucuna varılabilir.

Bu dönemdeki devralmalar zorla devralma kategorisindedir ve genellikle, borçlanma yolu ile gerçekleştirilmişlerdir.

Bu dönemde yaşanan şirket birleşmelerinin nedeni, Avrupa ve Japon şirketlerinin birbiri ile ortaklık ya da birleşme yoluyla yakınlaşmaları ve bunun sonucunda dünya pazarında daha etkin konuma gelmeleridir. ABD şirketleri bu durumda, rekabet güçlerini ve pazar paylarını korumak amacıyla gerek yerli gerek yabancı şirketlerle birleşme yolları aramışlardır.

1980'lerin sonunda ABD ekonomisinde oluşan ve 1992 ye kadar devam eden durgunluk sebebi ile şirket devralmalarında azalma yaşanmıştır. Sonraki dönemlerde, daha önce

oluşan dalga şeklinde bir devralma faaliyeti gözlenmemiş, fakat devralma faaliyetleri, uluslararası boyutta devam etmiştir.

3.2. AVRUPA' DA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI

ABD'de 1895'te başlayan birleşme faaliyetlerinin Avrupa'da görülmesi 1950'leri bulmuştur. Birleşme nedenlerinin başında, hem ulusal hem de uluslararası alanda artan rekabet ortamına ayak uydurma isteği gelmektedir. Birleşme ile pazara uyum sağlamak, maliyet avantajı elde etmek istenmekteydi.

İngiltere'de birleşme faaliyetlerinde 1965'e kadar hızlı bir artış yaşanmış, 1965'ten sonra ise düşüş gözlenmiştir. Bu düşüşün nedeni, o dönemde getirilen monopolcü oluşumu engeleyen yasal uygulamalardır.

1970'li yılların başında ABD ekonomisindeki kriz nedeni ile; ABD dolarının değer kaybına uğraması, hisse senedi fiyatlarında düşüşlerin yaşanması, İngiltere'nin uluslararası boyutlarda şirket birleşmelerine gitmesini teşvik etmiştir. Bu dönemde; İngiltere'de birleşmeleri destekleyen kamu politikaları mevcuttur. Teknolojik gelişmeyi, dışsatımı ve rekabet etme gücünü artırarak, ulusal ekonomiye yarar sağlayabilecek, uluslararası büyümeler gerçekleştiren şirketlere kamu tarafından fon ayrılmaktadı.

Fransa sanayisi küçük ve orta ölçekli bir çok firmadan oluşmaktadır. Rekabet avantajı sağlamak, ihracatını artırmak, maliyet avantajı yakalamak için Fransa da birleşme faaliyetlerine önem veren Avrupa ülkelerindedir.

1980'lerle birlikte ABD'de olduğu gibi Avrupa ülkelerinde de ulusal ve uluslararası düzeyde şirket birleşmelerinde artışlar yaşanmıştır.

3.3. TÜRKİYE' DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI

Ülkemizde şirket birleşme hareketleri, 1980 liberal ekonomi politikaları ile başlamıştır denilebilir. 1950' lerde görülen az sayıda birleşme, zor duruma düşmüş şirketlerin, çoğunlukla bankaların, ekonomiye kazandırılması amacını taşımaktadır. Bu dönemde

Türkiye Eski Muharıpler Bankası ile Tumsu Bank' ın birleşerek Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası'nı oluşturmaları ve Türkiye Turizm Bankası ile T.C. Turizm bankasının birleşmeleri gerçekleştirilmiştir.

1980' lerle birlikte artan devir alma ve birleşmelerin, zor duruma düşen bankaların kurtarılması, aynı grup içinde aynı fonksiyona sahip şirketlerin bir çatı altında birleştirilerek ekonomi yaratılması, faaliyet alanın daraltılması amacı ile grubun bazı şirketlerinin tasfiye veya devir edilmeleri, yabancı ortak sağlayarak şirketin etkinliğinin artması, zarar eden şirketin devredilerek bünyenin bu zarardan kurtarılması ve zarar eden bir şirketi devir alarak o zararların sağlayacağı vergi tasarruflarından yararlanılması gibi nedenlere de dayandığı görülmektedir.

Grup içindeki şirketlerin birleştirilmesi faaliyetlerine; Sabancı Holding, Koç Holding, Eczacıbaşı Holding, Anadolu Grubu gibi büyük holding şirketlerinde rastlandığı gibi küçük ölçekli holdinglerde de rastlanmaktadır.

Zarar eden ya da faaliyetleri kötüleşerek hedef şirket durumuna gelen şirketlerin devralınmasına örnek olarak; 1982 yılında Transtürk Holding bünyesindeki Olmuk Mukavva Sanayi ve Ticaret A.Ş.' nin Sabancı Holding tarafından devralınması ve 1994 yılında iflas eden Bank Express A.Ş.' nin Garanti Bankası bünyesine katılması gösterilebilir.

1980 – 1994 ve 1995-2001 yılları arasında, İTO verilerine göre; İstanbul' da gerçekleşen "tasfiyesiz infisah" (TTK'ye göre şirket birleşme ve devralmalarını kapsar) rakamları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2. 1980-1994 Arasında Gerçekleşen Birleşme Ve Devralmalar

Yıllar	1980	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	Toplam
Firma Sayısı	1	1	1	3	1	1	1	4	1	1	11	3	29

Kaynak: İTO

Tablo 2 ve 3'ten de izlendiği gibi; 1980-1994 arasındaki birleşme ve devralmaların

sayısının toplamı, 1995'te gerçekleşenlerin sayısına çok yakındır. Dolayısı ile 1995'le birlikte birleşme ve devralmalarda yüksek bir artış yaşandığı söylenebilir.

Tablo 3. 1995-2001 Arasında Gerçekleşen Birleşme ve Devralmalar

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Toplam
Firma Sayısı	25	43	32	34	40	46	56	276

Kaynak: İTO

İstanbul şirketlerini kapsayan İTO verilerine göre 1995-2001 yılları arasındaki rakamlar incelendiğinde 1997, 1998'de ufak bir düşüş yaşanmışsa da bu dönemdeki yıllarda belirli bir düzeyin üzerinde şirket birleşmesi ve devralması yaşandığı görülmektedir.

Rekabet kurulunun yayınladığı verilere göre 1999-2005 yılları arasındaki şirket birleşmeleri ve devralmaları tablo 4'te sunulmaktadır.

Tablo 4. 1999-2005 Yılları Arasında Sonuçlanan Birleşme ve Devralmalar

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
Birleşme	5	13	6	14	7	7	3
Devralma	56	70	73	83	76	88	32
TOPLAM	61	83	79	97	83	95	35

Kaynak: Rekabet Kurulu

*2005 yılı, ilk beş aylık dönemi kapsamaktadır.

2000 yılından itibaren yıllık ortalama 8 birleşme faaliyeti gerçekleştirilirken; devralmaların düzeyi bunun çok üzerinde, ortalama 74 civarındadır.

Tablo 5. 2000-2005 Dönemi Sektörler Bazında Şirket Birleşme ve Devralmaları

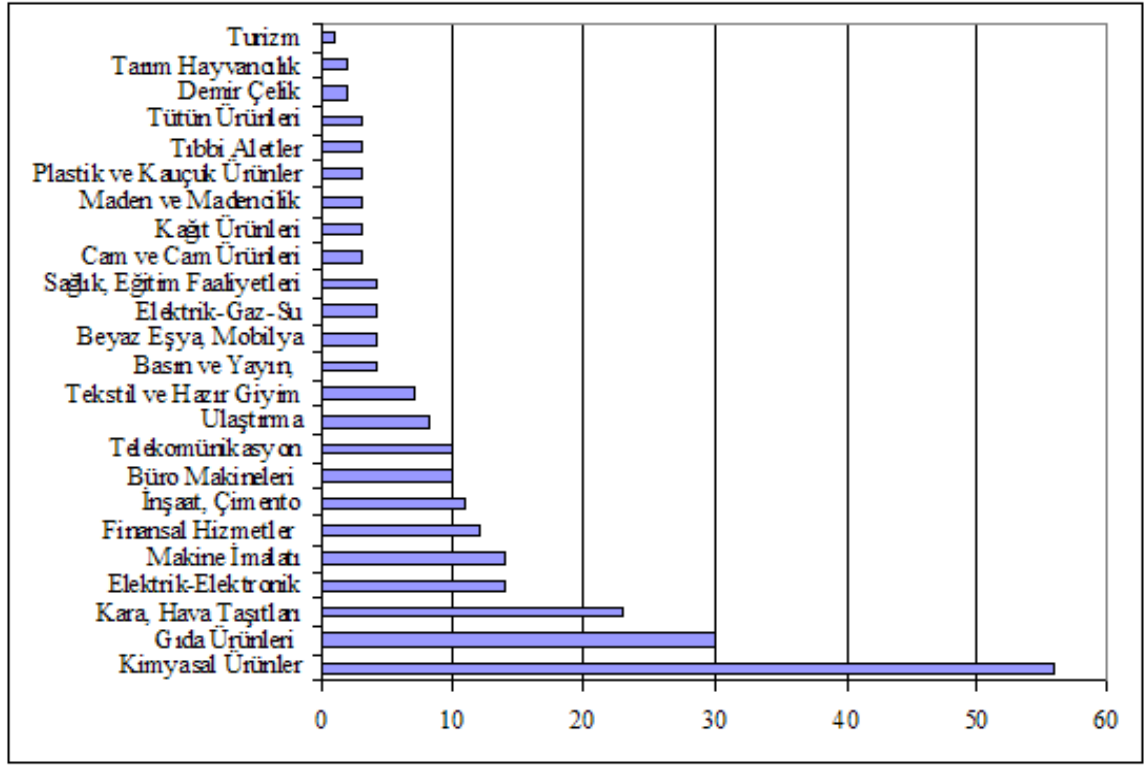
Sektörler	Birleşme					Devralma					Toplam					T			
	0	1	2	3	4	5	0	1	2	3	4	5	0	1	2		3	4	5
Basın ve Yayın, Kayıtlı Medyanın Çoğaltılması								2	1	1				2	1	1			4
Beyaz Eşya, Mobilya, Oyuncak, Kuyumculuk									2	1		1			2	1		1	4
Büro Makineleri ve Bilgisayar				1			2		5	1		1	2		5	2		1	10
Cam ve Cam Ürünleri							1	1		1			1	1		1			3
Demir Çelik			1						1						2				2
Demir Dışı Metaller										1						1			1
Elektrik-Elektronik		1	1	1				3	3	4		1		4	4	5		1	14
Elektrik-Gaz-Su							1			2		1	1			2		1	4
Finansal Hizmetler	1								5	1		3	1		5	1		3	12
Gıda Ürünleri ve İçecekler	1						6	1	7	9			7	1	7	9			30
İnşaat, Çimento ve Diğ. İnşaat Malz.							2	4	1	4			2	4	1	4			11
Kağıt ve Kağıt Ürünleri			1						1	1					2	1			3
Kara, Hava, Deniz ve Demiryolu Taşıtları	1	1				1	4	5	4	2		2	5	6	4	2		3	23
Kimyasal Ürünler, Petrol Ürünleri, Gübre	2		2	1			1	9	9	1		6	1	9	1	1		6	56
Maden ve Madencilik				1					1	1					1	2			3
Makine ve Teçhizat İmalatı							2	4	2	4		1	2	4	2	4		1	14
Pişmiş Kil ve Seramik																			0
Plastik ve Kauçuk Ürünler									2	1					2	1			3
Sağlık, Eğitim, Spor, Diğ. Hiz. ve Serbest Meslek Faaliyetleri									2	1		1			2	1		1	4
Tarım Hayvancılık, Orman ve Su Ürünleri										1		1				1		1	2
Tekstil ve Hazır Giyim, Deri ve Deri Ürünleri						1		1	1			2		1	1			3	7
Telekomünikasyon				1			1	1	3	3			1	1	3	4			10
Tıbbi Aletler, Hassas ve Optik Aletler										1		1				1		1	3
Turizm												1						1	1
Tütün Ürünleri						1				1						1		1	3
Ulaştırma							1	2	3	1		1	1	2	3	1		1	8
Diğer							2		2	2		2	2		2	2		2	9

Kaynak: Rekabet Kurulu

*2005 yılı, ilk beş aylık dönemi kapsamaktadır.

Sektörler bazında birleşme ve devralmaları incelediğimizde; 2000-2005 yılları arasında en çok birleşme ve devralmanın “Kimya ve Kimyasal Ürünler”, “PetroKimya, Petrol Ürünleri”, “Gübre” sektörlerinde gerçekleştiği görülmektedir (Tablo 5 – Grafik). Bunu 30 birleşme ve devralma ile “Gıda Ürünleri ve İçecekler” sektörü arkasından da “Kara, Hava, Deniz ve Demiryolu Taşıtları” izlemektedir.

Grafik 4. 2000-2005 Dönemi Sektörler Bazında Şirket Birleşme ve Devralmaları



Rekabet kurulunun açıkladığı verilere göre; 2000-2004 yılları arasında gerçekleştirilen şirket birleşme ve devralmaların mali yapısı verileri incelendiğinde (Tablo 6); mali yapısı yabancı - yabancı olan birleşme ve devralma faaliyetlerinin sayısı diğerlerine göre oldukça fazladır. Yıllar itibari ile bakıldığında mali yapısı yabancı-yabancı olan şirket birleşmelerinin toplama oranı 2003 yılı dışında bir düşüş yaşamışsa da %60'ın üzerindedir. Devralmaların mali yapısı incelendiğinde; yabancı - yabancı devirlerin, toplama oranı %50'ler civarındadır. Bu oran 2004'te %70'e çıkmıştır.

Tablo 6. Mali Yapılarına Göre Birleşme ve Devralmalar

Mali Yapı	Birleşme					Devralma					TOPLAM				
	0	1	2	3	4	0	1	2	3	4	0	1	2	3	4
Yabancı - Yabancı	4	2	3	2	3	19	17	28	29	48	23	19	31	31	51
Yerli -Yabancı	1			1		6	12	13	18	14	7	12	13	19	14
Yerli -Yerli			2	2	1	10	4	14	10	5	10	4	16	12	6
TOPLAM	5	2	5	5	4	35	33	55	57	67	40	35	60	62	71
(Yabancı-Yabancı)/Toplam	0,8	1,0	0,6	0,4	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,7

Kaynak: Rekabet Kurulu

Ernst & Young şirketinin yayınlamış olduğu “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu”nda Türkiye’de gerçekleştirilmiş olan birleşme, satın almalara değinilmekte, bu konu ile ilgili anket çalışmaları düzenleyerek bakış açılarını değerlendirmektedir. Bu rapora göre 2003-2005 yılları arasında Türk şirketleri arasında gerçekleşen ilk üç birleşme ve devralma faaliyeti aşağıdaki gibidir.

Tablo 7. 2003-2005 Döneminde Türk Şirketlerinin Gerçekleştirdiği En Büyük Üç İşlem

Satın Alan	Hedef	Sektör	Hisse Oranı	İşlem Değeri
2003				
Aycell	Aria	Telekominikasyon	G/D	-
Nurol-Limak-Özaltın-Tütsab	Tekel Alkollü İçecekler	Gıda ve İçecekler	%100	292,0
Çarlık Enerji	Bursa Gaz	Enerji	%100	120,0
2004				
Akfen-Doğuş-Tüvsüd Ortak Girişim Grubu	Araç Muayene İstasyonları	Hizmet	%100	613,5
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	İzmir, Adapazarı, Gebze Doğal Gaz Çevrim Santralleri	Enerji	%60	358,6
OYAK	İskenderun Enerji	Enerji	%49	300,0
2005				
Koç-Shell OGG*	Tüpraş	Enerji	%51	4.140
Oyak - Arcelor	Erdemir	Demir - Çelik	%49,3	2.290
Koçbank	Yapı ve Kredi Bankası	Finansal Hizmetler	57,4	1.508

Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu, 2006

Tablo 7 incelendiğinde; üç yıl içinde, Türk şirketleri arasında gerçekleşen en büyük üç birleşme faaliyetinin, büyük çoğunluğunun enerji sektöründe yer aldığı görülmektedir. Birleşme faaliyetlerinin işlem değeri 2003’ ten 2005’ e büyük bir artış göstermiştir.

İMKB içerisinde gerçekleşen satın alma ve birleşme faaliyetleri incelendiğinde (Tablo 8); halka açık olan ve İMKB bünyesinde bulunan şirketler ile gerçekleşen 1996 – 2004 yılları arasındaki faaliyetlerin sayısının 13 ile sınırlı olduğu görülmektedir.

Tablo 8. İMKB Bünyesinde Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşmeler

Hedef Şirket	Satın Alan Şirket	Birleşmeden Sonraki İsim	Tarih
Akçimento	Çanakkale Çimento	Akçansa Çimento	30.09.1996
Koç Yatırım	Koç Holding	Koç Holding	02.09.1997
Bugün Yayıncılık	Sabah Yayıncılık	Sabah Yayıncılık	20.10.1998
Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar	Arçelik	Arçelik	01.08.1999
Turcas Petrocülük	Tabaş Petrocülük	Turcas Petrocülük	04.11.1999
Anadolu Biracılık Ege Biracılık Güney Biracılık	Erciyas Biracılık	Anadolu Efes Biracılık	24.07.2000
Pınar Entegre Et	Pınar Un	Pınar Et Ve Un	11.08.2000
Tofaş Oto. Ticaret	Tofaş Oto. Fabrika		11.06.2001
Enka Holding	Enka İnşaat	Enka İnşaat	22.07.2002
Sınai Yatırım Bankası	TSKB	TSKB	26.04.2002
Bayraklı Boya	Dyo Boya (Yasaş)		10.06.2002
Maret Pastavilla	Tat Konserve	Tat Konserve	11.08.2003
Anadolu Gıda	Ülker Gıda	Ülker Gıda	23.02.2004

Kaynak: İMKB

İMKB’ de gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin hemen hemen hepsi satın almalardan oluşmaktadır (Tablo 9). Yapısal olarak ise genellikle yatay oluşumlar gerçekleşmiştir.

Tablo 9. İMKB Bünyesinde Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşmelerin Türleri

Birleşme Ve Satınalma Faaliyetinde Bulunan Firmalar	Faaliyet	Türü
Akçimento - Çanakkale Çimento	Birleşme	Yatay
Koç Yatırım - Koç Holding	Satınalma	Yatay
Bugün Yayıncılık - Sabah Yayıncılık	Satınalma	Yatay
Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar - Arçelik	Satınalma	Yatay
Turcas Petrocülük - Tabaş Petrocülük	Satınalma	Yatay
Anadolu Biracılık - Ege Biracılık - Güney Biracılık Erciyas Biracılık	Satınalma	Yatay
Pınar Un - Pınar Entegre Et	Satınalma	Türdeş
Tofaş Oto. Ticaret - Tofaş Oto. Fabrika	Satınalma	Dikey
Enka Holding - Enka İnşaat	Satın alma	Türdeş

Sınai Yatırım Bankası - TSKB	Satınalma	Yatay
Bayraklı Boya - Dyo Boya (Yasaş)	Satınalma	Yatay
Maret - Pastavilla - Tat Konserve	Satınalma	Türdeş
Anadolu Gıda - Ülker Gıda	Satınalma	Yatay

Kaynak: İMKB verileri ışığında tarafımdan düzenlenmiştir.

Tabloda yer alan birleşme ve satın almalarını yayınlanmış şirket haberlerinden yola çıkarak değerlendirdiğimizde;

Ardem - Arçelik arasında bir satınalma gerçekleşmiştir, TTK'ya göre ise bu faaliyete; daha önce de belirtildiği gibi, devralmak sureti ile birleşme denilmektedir. Arçelik şirketi, satınalma faaliyetinden önce, Ardem pişirici şirketi üzerinde %63,15 düzeyinde bir istirake sahiptir. Ardem şirketinin 17 aralık 1998 tarihinde yapmış olduğu açıklamaya göre birleşme sebebi; üretim konularındaki benzerlik ve iki şirketin birleşmesi halinde tedarik, iç satış, ihracat, finansman vb. konularda daha etkin bir yönetim ve tasarruf sağlayacağı görüşü ile global rekabet gücünün arttırılacağı değerlendirilmiştir. Belirtilen birleşme sebebine göre; Ardem – Arçelik satınalma faaliyetini yatay birleşme olarak değerlendirmemiz mümkündür.

Pınar Entegre Et ve Yem Sanayi A.Ş.'nin Pınar Un A.Ş ile birleşmesi, bir satınalmadır (TTK'ya göre devralmak sureti ile birleşme). Pınar Un A.Ş. bütün aktif ve pasifiyle Pınar Entegre Et ve Yem Sanayi A.Ş.'ne devrolmuştur. Birleşme sebebi, Pınar Un şirketinden yapılan açıklamaya göre; pazarı giderek büyümekte olan “etli unlu mamülleri” konusunda Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş. ile sinerji yaratılması, bu suretle faaliyet karlılığının ve verimliliğinin arttırılmasıdır. Bu sebep doğrultusunda, faaliyet bir türdeş birleşme faaliyeti olarak değerlendirilebilir.

Anadolu Biracılık, Ege Biracılık ve Güney Biracılık; Erciyas Biracılık tarafından satın alınmıştır. Satınalma sonrasında, Erciyas Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.'nin ünvanı Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. (Anadolu Efes) olarak değiştirilmiştir. Faaliyetin türü aynı iş kolunda buldukları için yatay birleşme türüne girmektedir.

Tat Konserve Sanayii A.Ş.; Maret Marmara Besicilik ve Et Sanayi ve Ticaret A.Ş., Pastavilla Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş., Sek Süt Endüstrisi Kurumu Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi satınalmış ve farklı iş kollarını bir araya getirerek hedef pazarını

genişletmeyi amaçlamıştır. Bu satınalma türü, türdeş birleşme örneğidir.

Tabaş Petrolcülük A.ř. Turcas Petrolcülük A.ř.' yı satınaldıktan sonra şirket ismi Turcas Petrol A.ř. olmuştur. Tabaş Petrolcülük A.ř., Turcas Petrolcülük A.ř.'nin sermayesinin % 15'ini temsil eden ve Borsada işlem gören hisse senetlerini, birleşme ile ilgili oluşabilecek tüm kaygıları ortadan kaldırmak amacıyla satın almak için çağrıda bulunmuş ve hisse senetlerini piyasadan toplamıştır. Hisse senetlerinin piyasadan toplanması bizde bu satın almanın dostça satın alma olup olmadı sorunu uyandırmaktadır. Dostça olmayan satın almalarda, iki firma arasında herhangi bir anlaşma sözkonusu olmadan, hedef şirket onayı olmadan piyasadan hedef şirket hisselerinin toplanması sözkonusudur. Tabaş-Turcas satın alma faaliyetinde ise karşılıklı bir anlaşma olduğundan, dostca satın alma türüne girmektedir.

Gelişen piyasa ve pazar koşulları dikkate alınarak, daha etkin bir yönetim ve tasarruf sağlanacağı görüşünden hareketle gerçekleştirilen Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.ř.'nin Tofaş Oto Ticaret A.ř.'yı satınalması faaliyeti bir dikey oluşumdur.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İLE DEĞİŞEN HİSSE SENEDİ FİYATLARININ İNCELENMESİ

Şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetleri sonucunda hisse senetleri fiyatlarında oluşan değişiklikler, uygulamanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Bu bölümde, konuyla ilgili literatürde yapılmış çalışmalar uygulama öncesinde ele alınmaktadır.

4.1. BİRLEŞME VE SATIN ALMA TEORİLERİ

“Değer içermeyen maksimizasyon davranışı” ve “değer maksimizasyonu” olmak üzere iki tip birleşme ve satın alma teorisi vardır.

Değer içermeyen maksimizasyon davranışı, firma yönetimi tarafından aktiflerdeki büyümeyi maksimize etmek veya büyük bir grubu kontrol etmek amacı uygulanır. Bu tip satın alma ya da birleşmelerde şirketler arasında paylaşılacak bir ekonomik değer yoktur, hatta toplamda ekonomik kayıp sözkonusudur. Bu durumda hedef şirket hissedarları tarafından elde edilecek kazançlar alıcı şirket hissedarlarının zararları ile karşılanacaktır. Hedef firmaların, satın alma haberinin ilk olarak kamuoyuna açıklandığı tarihten itibaren yüksek kazanç elde etmeleri beklenir.

Değer maksimizasyonu teorisine göre ise; satın almanın yatırım kararlarında dikkate alınan kriterleri karşılaması gerekir. Bunun sonucunda satın almadan ekonomik kazanç sağlanır. Ve bunun bir bölümü satın alma pazarındaki rekabete bağlı olarak hedef firma hissedarları tarafından elde edilir. Alıcı firma da en azından normal getiri oranını elde eder.

4.2. BİRLEŞME VE SATINALMA KARLILIKLARININ TESPİTİ

Bir şirket diğer bir şirketi satın aldığı anda; yatırım yapmaktadır. Dolayısı ile satınalm kararı verilirken sermaye yatırım kararlarının temel ilkeleri gözönünde bulundurulur. Eğer hissedarların zenginliğine bir katkısı oluyorsa satınalm gerçekleştirilmelidir.

Birleşme ise, bir şirket için yatırım kararı değildir. Birleşen şirketlerin varlıkları son bulur. Birleşmeden sonra yeni oluşan şirketin elde etmiş olduğu kazanç, birleşme karlılığı olarak düşünülebilir. Birleşme ve satın alma karlılıklarının incelenmesinde dört farklı yaklaşım vardır. Bunlar; olay çalışmaları, muhasebe çalışmaları, yönetici görüşlerinin alınması, vaka çalışmalarıdır.

Olay çalışmaları: Birleşme ya da devralmanın duyurulmasını baz alarak, öncesi ve sonrasında gerçekleşen normal üstü getiri hesaplanması üzerine yoğunlaşır. Normal üstü getiri; birleşme sürecinde hedef ve satın alan firmaların tahmin edilenin üzerinde elde ettikleri getiridir. Normal üstü getirinin hesaplama aşamaları ileri bölümlerde açıklanmaktadır.

Muhasebe Çalışmaları: Bu çalışmalar; hedef ve satın alan firmaların, birleşme öncesi ve sonrası finansal tablolarındaki değişimleri inceler. Net kazanç, varlık ya da hissesenedi getirisi, kaldıraç gücü ve likidite kavramları üzerinde yoğunlaşır. Bazı çalışmalarda, sektör ve büyüklüğe göre, satın alma ya da birleşme tecrübesi olmayan şirketler ile bu tecrübeyi yaşamış şirketler karşılaştırılır ve hangisinin finansal açıdan daha iyi olduğu araştırılır.

Yönetici Görüşlerinin Alınması: Önceden hazırlanmış, anket çalışmaları ile yöneticilerin satın alma ya da birleşmenin değer yaratıp yaratmadığı sorgulanır.

Sonuçlar toplanıp çözümlenerek, satın alma ve birleşme için verim genellemesi yapılır.

Vaka çalışmaları: Bu tip çalışmalar bir işleme ya da küçük fakat derinliği fazla olan örneklere odaklanırlar. Satın alma ya da birleşme işleminin altında yatanları, yönetici ve uzmanların görüşlerinden yararlanarak ortaya çıkarmaya çalışırlar. Bu çalışmalar tümevarım çalışmalarıdır; küçük detaylardan ve işlemlerin arka planlarından, yeni görüşler ve yaklaşımlar ortaya çıkarırlar.

4.3. BİRLEŞME İLE DEĞİŞEN HİSSE SENEDİ FİYATLARININ İNCELENMESİNE YÖNELİK LİTERATÜRDEKİ ÇALIŞMALAR

Yapılagelen çalışmalarda, birleşmeyle beraber, hedef ve alıcı firmanın borsada oluşan fiyatlarında değişiklikler olduğu tespit edilmiş. Bu değişikliğin birleşmelerle olan ilişkisinin boyutları çeşitli çalışmalarda ele alınmıştır.

Birleşme ve satın almada oluşan fiyat değişikliklerinin sebepleri iki şekilde açıklanmaktadır.

i. Birinci hipoteze göre fiyat değişiklikleri yatırımcıların beklentilerini yansıtır. Yatırımcılar, daha büyük şirketin daha çok rekabet şansı olacağını düşünürler ve yeni şirketin zenginleşeceği, üretiminin artacağı ve buna karşın maliyetlerinin düşeceği beklentisi içindedirler. Birleşme ve satın alma sürecinde yatırımcıların şirketlere ait elde ettikleri tüm bilgiler beklentilerinde değişimlere yol açacaktır. Etkin bir piyasada tüm bu beklentiler şirket hisse senedi fiyatına yansiyacaktır.

Bu hipoteze göre Bieshaar ve diğerlerinin yapmış olduğu bir çalışmada çeşitli devir işlemlerinde ile fiyat getirisi araştırılmıştır. 1994-1998 yılları arasında 740 şirket ile gerçekleştirilen çalışmada fiyat artışlarında üç ögenin etkili olduğu tespit edilmiştir.

Bunlar;

- Birleşmenin biçimi
- Birleşen şirketlerin iş yaptığı sektörler

- Birleşecek şirketlerin büyüklüğü

Birleşme biçimleri ile ilgili olarak elde edilen sonuçlar Tablo 10’da yer almaktadır.

Tablo 10. Birleşme Biçimleri ve Fiyat Artışından Doğan Getiri

Birleşme Ve Satınalma Şekli	10 Günlük Artış (%)
Şirket Ele Geçirmeleri	2,65
Birleşmeler	2,65
Şirket Satın Alma	0,20
Ortaklık Yolu İle Şirket Birleşmeleri	-3,10

Kaynak: Bieshaar Hans, Knight Jeremy, Wassenaar Van Alexandar, Deals That Create Value, 2001

Elde edilen on günlük artış verileri, birleşmelerin duyurulmasından önceki ve sonraki beş günü kapsamaktadır. Sonuçlar incelendiğinde en yüksek fiyat artışlarının “ele geçirme”lerde ve birleşmelerde ortaya çıktığı görülmektedir. Çalışmaya göre; ortaklık yolu ile şirket birleşmelerinde negatif bir etki izlenmekte fiyat azalışları yaşanmaktadır.

Bu çalışmaya çok benzer bir çalışma da 1961-1965 yılları arasındaki verilerle gerçekleştirilmiştir. Araştırmada üç aylık fiyat artışları izlenmiş ve en çok fiyat artışı ele geçirme yolu ile birleşecek olan şirketin hissesenetlerinde gözlenmiştir.

ii. İkinci hipoteze göre ise değişiklikler, şirket içerisinde bilgi alan kişilerin ticari faaliyetlerinden kaynaklanır. Bu çerçevede; Jabour ve diğerleri 1985-1995 yılları arasında Toronto Menkul Kıymetler Borsası’nda 128 hedef şirketi incelemişlerdir. Çalışmada satın alma ya da birleşme duyurusu yapılmadan önceki iki ay süresindeki olağandışı fiyat artışları tespit edilmiş, bu veriler ile içeriden bilgi olarak ticari faaliyette bulunanlar arasında ilişki aranmıştır. Çalışma sonucunda; resmi duyurunun 45 öncesinden başlayarak, fiyatlarda bir artış olduğu ve bu artışın içeriden bilgi olarak ticari faaliyette bulunan kişilerin elde ettiği getiriler ile ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Birleşme ve satın alma ile firma hisselerinin fiyat değişimi arasındaki ilişkiyi inceleyen, yukarıda da bahsedildiği gibi, literatürde bir çok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalardan bir kısmı Tablo 11-12-13’ te özetlenmektedir.

Tablo 11. Hedef Firma Getirisi

Çalışmayı Yapan Kişi	Kümülatif Normal Üstü Getiri	Örneklem	Periyod	Zaman Aralığı	Ekbilgi
Langetieg (1978)	+10,63%	149	(-120,0)	1929-1969	Birleşme
Bradley, Desai, Kim (1988)	+31,77%	236	(-5,5)	1963-1984	Devralma
Jarrell, Poulsen (1989)	+28,99%	526	(-20,10)	1963-1986	Devralma
Lang, Stulz, Walkling (1989)	+40,3%	87	(-5,5)	1968-1986	Devralma
Franks, Harris, Titman (1991)	+28,04%	399	(-5,5)	1975-1984	Birleşme ve Devralma
Servaes (1991)	+23,64%	704	(-1, close)	1972-1987	Birleşme ve Devralma
Kaplan, Weisbach (1992)	+26,9%	209	(-5,5)	1971-1982	Birleşme ve Devralma
Schwert (1996)	+26,3%	666	(-42,126)	1975-1991	Birleşme ve Devralma

Kaynak: Cary L. Cooper, Sydney Finkelstein, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2005

Langetieg, 1929-1969 dönemini kapsayan çalışmasını 149 şirket birleşmesi ile gerçekleştirmiştir. Çalışmasında, duyurudan önceki 120 günü ile duyuru gününü kapsayan bir periyotta normal üstü getiriyi hesaplamıştır. Langetieg' in elde ettiği sonuca göre; hedef firma (-120,0) periyodu arasında normalden +10,63% fazla getiri sağlamıştır.

Duyurudan önceki 5 gün ile duyurudan sonraki 5 günlük zaman dilimini kullanan Bradley, Desai, Kim ise; 1988 yılında şirket satınalmaları ile yaptıkları, 1963-1984 yıllarını kapsayan çalışmalarında, hedef şirketin +31,77%'lik normal üstü getiri sağladığını tespit etmiştir. Lang, Stulz, Walkling de aynı periyodu kullanarak; 1968-1986 dönemi için şirket satınalmaları üzerinde yaptığı çalışmasında +40,3%'lük bir normal üstü getiri tespit etmiştir.

Hem şirket birleşmeleri ve hem de satınalmalarının kullanıldığı çalışmalarda da (Franks, Harris, Titman ve Kaplan, Weisbach) aynı periyotta, sırası ile 399 ve 209 örneklem üzerinde, hedef şirketin %26'nın üzerinde normal üstü getiri kazandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Farklı zaman dilimlerinde ve farklı örneklem ve periyod kullanılarak gerçekleştirilen

çalışmaların hepsinde, hedef şirketin pozitif yönlü bir normal getiri sağladığı görülmektedir.

Tablo 12. Satınalan Firma Getirisi

Çalışmayı Yapan Kişi	Kümülatif Normal Üstü Getiri	Örneklem	Periyod	Zaman Aralığı	Ekbilgi
Langetieg (1978)	-1,61%	149	(-120,0)	1929-1969	Birleşme
Bradley, Desai, Kim (1988)	+2,35%	161	(-10,10)	1962-1980	Devralma
Jarrell, Poulsen (1989)	+0,92%	461	(-5,5)	1963-1986	Devralma
Lang, Stulz, Walkling (1989)	0%	87	(-5,5)	1968-1986	Devralma
Franks, Harris, Titman (1991)	-1,45%	399	(-5,5)	1975-1984	Birleşme ve Devralma
Servaes (1991)	-1,07%	384	(-1, close)	1972-1987	Birleşme ve Devralma
Kaplan, Weisbach (1992)	-1,49%	271	(-5,5)	1971-1982	Birleşme ve Devralma
Schwert (1996)	+1,4%	666	(-42,126)	1975-1991	Birleşme ve Devralma

Kaynak: Cary L. Cooper, Sydney Finkelstein, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2005

Birleşme ve satınalma sonrası, satınalan şirket kazancı konusunda literatürde kesin bir yargıya varılabilmemiş değildir. Bazı çalışmalara göre satın alan firma birleşme ve satınalma sonrası negatif bir getiri elde ederken (getiri elde edemezken) bazı çalışma sonuçlarına göre ise; pozitif yönde bir getiri elde ederler.

Sadece satın alma faaliyetleri kapsamında satın alan firmanın anlamlı pozitif yönlü normal üstü getiri elde ettiği söylenebilir. Fakat birleşmeler için aynı şeyi söylemek mümkün değildir.

Langetieg'in 1978 yılında yaptığı ve (-120,0) periyodunu kullandığı çalışmaya göre; birleşme, satın alan firmanın 1,61% düzeyinde bir kaybı ile sonuçlanırken; Bradley, Desai, Kim'in devralma faaliyetleri ile yaptıkları çalışmaya göre, satınalan şirket +2,35% getiri elde eder. Lang, Stulz, Walkling' in 1989 yılında 87 devralma örneği üzerinde, (-5,5) periyodunu kullanarak yaptıkları çalışmada ise satınalan şirketin satınalma sonucu hiçbir getiri elde edemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırmacılara göre; satın alan firmanın normal üstü getiri elde edememesinin ya da düşük bir normal üstü getiri elde etmesinin sebebi; kazanç etkisinin, farklı bir bilgi içinde olması, duyuru haberiyle birlikte oluşmaması ya da satın alınan firma varlığı içinde bu etkinin çok küçük olması, dolayısıyla fiyata yansımamasıdır. Bir diğer neden de; kazançların, satın alan şirketler için devralmaların kötü yatırım projeler olabilmesi, dolayısı ile elde edilen kazançların varlık etkilerinin bu şekilde fiyata yansımamasıdır.

Tablo 13. Hedef ve Satın Alınan Firmanın Toplam Getirisi

Çalışmayı Yapan Kişi	Kümülatif Normal Üstü Getiri	Örneklem	Periyod	Zaman Aralığı	Ek Bilgi
Langetieg (1978)	%0	149	(0,60)	1929-1969	Birleşme ve Devralma
Bradley, Desai, Kim (1988)	+7,43%	236	(-5,5)	1963-1984	Devralma
Lang, Stulz, Walkling (1989)	+11,3%	87	(-5,5)	1968-1986	Devralma
Franks, Harris, Titman (1991)	+3,9%	399	(-5,5)	1975-1984	Birleşme ve Devralma
Servaes (1991)	+3,66%	384	(-1, close)	1972-1987	Birleşme ve Devralma
Kaplan, Weisbach (1992)	+3,74%	209	(-5,5)	1971-1982	Birleşme ve Devralma

Kaynak: Cary L. Cooper, Sydney Finkelstein, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2005

Birleşme ve satın alma sonucu değişen hedef şirket ve satın alınan şirket fiyatlarına dayanılarak hesaplanan toplam getiriler incelendiğinde; sonuçların genellikle pozitif olduğu görülmektedir.

4.4. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARLA ORTAYA ÇIKAN NORMAL ÜSTÜ GETİRİNİN HESAPLANMASI

Normal üstü getirinin hesaplanması üç aşamada gerçekleştirilir.

4.4.1. Hesaplamanın Yapılacağı Periyodun Belirlenmesi

Birinci aşamada; birleşme veya satın alınmanın olay tarihi tespit edilir. Olay tarihi, birleşme ya da devralmanın piyasaya ilk olarak duyuru tarihtir. Bu tarih 0 (sıfır) noktası

olacak şekilde, normal üstü getirinin hesaplanması için bir periyod belirlenir (*olay periyodu*). Bu periyod bazı çalışmalarda duyurudan 40 gün öncesi ve 40 gün sonrasını kapsarken, bazı çalışmalarda 10 bazılarında 5 ' lik bir periyod üzerinden hesaplama yapılır.

Literatürde olay tarihi olarak birleşme ve satınalma faaliyetinin gerçekleşme tarihi de kullanılabilir.

4.4.2. Normal Getirinin Hesaplanması

İkinci aşamada; tahmin edilen diğer bir ifade ile normal getiri hesaplanır. Normal getiri, eğer birleşme veya satın alma olmasaydı, şirketin getirisi nedir sorusunun cevabını verir. Belli bir periyotta her gün için hesaplanır. Üç tür hesaplama yöntemi vardır.

4.4.2.1. Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi

Getiri tahmini, "temiz" olarak ifade edilen bir periyod üzerinde gerçekleştirilir. Temiz periyod, birleşme veya satın alma olayına dair bilgi içermez. Bu periyod; *olay periyodunu* kapsamamak üzere duyurudan önceki ya da sonraki dönemde olabilir. Örneğin duyurudan önceki 240 gün ile, 40 gün öncesi arasındaki periyod. Tahmin edilen getiri (normal getiri); bu periyod içerisindeki günlük getirilerin toplanarak, gün yarısına bölünmesi ile elde edilir.

4.4.2.2. Piyasa Modeli Yöntemi

Ortalama düzeltilmiş getiri yönteminde olduğu gibi; bu yöntemde de temiz bir periyod belirlenir. Getirinin tahmini; bu periyod içindeki günler için, regresyon düzenlenerek yapılır.

=

Burada;

; t günlük endeks getirisi

; firmanın piyasa riski

; periyod içindeki risksiz faiz oranı

; istatistikî hata terimi.

Regresyon ile β ve α 'nin tahminleri gerçekleştirilir ve \hat{r}_{it} olarak ifade edilir.

Modelde; firma için günlük tahmin edilen değer, bu modele göre oluşan firma getirisidir.

=

Buradaki \hat{r}_{it} ; periyod içinde gerçekleşmenin olduğu günün, piyasa endeksi getirisidir.

Piyasa modeli yönetiminin avantajı, normal üstü getirinin endeksten arındırılarak hesaplanmasıdır.

4.4.2.3. Piyasa Düzeltmiş Getiri Yöntemi

Üç yöntem içinde en basit olanı bu metoddur. Firma için; periyod içinde bir günlük tahmin edilen getiri, o günkü piyasa endeksi ile aynıdır.

=

Bu yöntem; piyasa modeli yöntemine yaklaşık olarak hesaplanan bir yöntem olarak kabul edilebilir. Yöntemde tüm firmalar için; $\beta = 0$ ve $\alpha = 1$ kabul edilir. Çünkü

genellikle çok küçüktür ve β hemen hemen tüm firmalar için ortalama 1'dir. Yaklaşık

olarak değerlendirilen bu yöntem kabul edilir sonuçlar sunmaktadır.

4.4.3. Fazla Getirinin Hesaplanması

Oluşan fazla getiri (normal üstü getiri); firma için o gün (temiz periyod dışındaki bir gün) gerçekleşen değerden tahmin edilen değer çıkarılması ile hesaplanır.

Duyuru tarihine yakın olan günler içerisinde; piyasada oluşan getiri, olayın etkisi ile firmanın normal getirisinden daha yüksek ya da düşük olabilir.

4.4.4. Kümülatif Normal Üstü Getirinin Hesaplanması

Kümülatif normal üstü getiri hesaplanırken de bir periyod belirlenir ve tahmini getiri ile piyasada oluşan getiri farkı bu period dahilinde gerçekleştirilir. Önceki aşamalarda elde edilmiş olan normal üstü getiriler kümülatif olarak toplanır.

Periyod; firmanın birleşme ve satın alma olayından etkilenildiği düşünülen günler çerçevesinde oluşturulur. Örneğin; duyuru tarihinden 40 gün önce ve 40 gün sonra. Belirlenen günler içerisinde; piyasada oluşan getiri, olayın etkisi ile firmanın normal getirisinden daha yüksek ya da düşük olabilir. Kümülatif normal üstü getiri; olayın firma getirisine etkisini gösterir.

Olay tarihi olarak birleşme ve satınalma faaliyetinin gerçekleşme tarihini kullanılan çalışmalarda, uzun dönem için kümülatif normal üstü getiri hesaplanma yoluna gidilebilmektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARINDA NORMAL ÜSTÜ GETİRİ TÜRKİYE UYGULAMASI

Bu bölümde; 1990-2005 yılları arasında, İMKB' ye kayıtlı şirketler tarafından gerçekleştirilmiş birleşme ve satın almalar üzerinde yapılmış olan uygulama; amaç, veriler, yöntem ve sonuçlar başlıkları altında sunulmaktadır.

5.1. UYGULAMANIN AMACI

Borsada işlem gören şirketlerin birleşmesi, beraberinde hedef ve alıcı firma fiyatlarında normalden farklı hareketleri de getirmektedir. Literatürde bu konu üzerinde Avrupa ve Amerika borsalarında yapılan bir çok çalışma mevcuttur. Yapılan çalışmalarda birleşmeyle beraber, genellikle hedef firma fiyatlarında bir artış, alıcı firmanın fiyatlarında ise bir düşüş gözlenmiştir. Uygulamanın amacı bahsi geçen çalışmalardan yola çıkarak etkin olmayan, gelişmekten olan Türkiye piyasasında fiyat değişikliklerinin tespitidir.

5.2. UYGULAMA VERİLERİ

Uygulamada; 1990-2006 yılları arasında İMKB'de gerçekleşmiş şirket birleşme ve satınalma faaliyetleri incelenmiştir. Birleşme ve satın alma faaliyetlerini gerçekleştiren şirketlerden halka açık olan ve İMKB' de işlem gören şirketler seçilerek uygulama örneklemini oluşturulmuştur. Bu firmalar ve birleşme şekil ve tarihleri aşağıdaki Tablo 13

da yer almaktadır.

Tablo 14' ten de izlenebileceği gibi uygulama dokuz hedef, altı satın alan şirket ile gerçekleştirilmiştir. Faaliyetlerin hepsi satın alma şeklinde gerçekleşmiştir.

Tablo 14. İMKB' de Gerçekleşen Şirket Birleşme Ve Devralmaları

Hedef Şirket	Satın Alan Şirket	Faaliyet	Gerçekleşme Tarihi
Bugün Yayıncılık A.Ş.	Sabah Yayıncılık A.Ş.	Satınalma*	20.10.1998
Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar Sanayii A.Ş.	Arçelik A.Ş.	Satınalma*	01.08.1999
Anadolu Biracılık Malt ve Gıda Sanayii A.Ş. Ege Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. Güney Biracılık Malt Sanayii A.Ş.	Erciyas Biracılık Malt Sanayii A.Ş.	Satınalma*	24.07.2000
Pınar Un ve Tarım Ürünleri Sanayii A.Ş.	Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş.	Satınalma*	11.08.2000
T. Sınai Yatırım Bankası A.Ş.	TSKB A.Ş.	Satınalma*	26.04.2002
Maret Marmara Besicilik ve Et San. ve Tic. A.Ş. Pastavilla Makarnacılık Sanayii ve Tic. A.Ş.	Tat Konserve Sanayii A.Ş.	Satınalma*	11.08.2003

Kaynak: İMKB

*TTK' ya göre devralma yolu ile birleşme

Şirketlerin normal üstü getirilerinin hesaplanmasında, duyuru tarihinin tespiti önemli bir aşamadır. Her bir firma için 0 (sıfır) noktası kabul edilen duyuru tarihleri, İMKB' nin resmi sitesinde yayınlanan şirket haberleri taranarak tespit edilmiştir.

Şirketlerin normal getirilerinin ve normal üstü getirilerinin hesaplanmasında; şirketlerin kendi dönemlerine ait İMKB' de oluşmuş günlük fiyatları kullanılmıştır. Fiyat bilgileri bir veri şirketinden sağlamıştır.

5.3. UYGULAMANIN YÖNTEMİ

Uygulamada; şirketler için normal getiriler 1 yılı temsil etmesi amacı ile $[(-41) - (-300)]$ günleri arasındaki dönem için yayınlanmış günlük veriler kullanılarak hesaplanmıştır. Hesaplama, ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılmıştır.

Normal getirilerden yola çıkarak hesaplanan normal üstü getiriler için ise $[(-41)-(+40)]$ periyodu kullanılmıştır. Literatürde yapılan çalışmalarda bu periyod değişim göstermektedir. Ülkemizde yoğun olarak karşılaşılan asimetrik bilgi akışının gözlenebilmesi açısından bu periyodun kullanılması uygun görülmüştür. Hesaplanan normal üstü getiriler kümülatif normal üstü getiriler haline dönüştürülerek satın alma etkisinin periyod süresince izlenmesi sağlanmıştır.

Devralmaya konu olan şirketlerin toplam kümülatif normal üstü getirisi, şirketlerin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Ağırlık olarak, şirketlerin birleşmeden önceki 41. gündeki fiyatları kullanılmıştır.

Uygulama sonucunda elde edilen normal üstü getirilerin anlamlılığını ölçmek için T-testi yapılmıştır. hipotezi aşağıdaki gibi kurulmuştur.

1. Hedef firmaların kümülatif normal üstü getirisi sıfıra eşittir.
2. Satın alan firma kümülatif normal üstü getirisi sıfıra eşittir.
3. Toplam kümülatif normal üstü getiri sıfıra eşittir

T değeri Weston, Chung ve Siu' ya dayanılarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

$$T = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - R_f)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - R_f)^2}}$$

Burada ;

: Şirket için $[(-40) - (+40)]$ periyodunda normal üstü getirilerinin kümülatif toplamı

: $[(-40) - (+40)]$ periyodunda normal üstü getirilerin standart sapmasıdır.

5.4.UYGULAMANIN SONUÇLARI

Uygulama sonuçları iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde; Erciyas Biracılık Malt Sanayii A.Ş., Arçelik A.Ş., Sabah Yayıncılık A.Ş., Tat Konserve Sanayii A.Ş., Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş., TSKB A.Ş. şirketlerinin satın alan taraf olduğu devralmalara ilişkin; duyurudan önceki 40 ve duyurudan sonraki 40 güne ait normal üstü getiri ve kümülatif normal üstü getiriler hesaplanmış ve sonuçları grafik haline dönüştürülmüştür. İkinci bölümde; hedef ve satın alan şirketler için ayrı ayrı ve her bir birleşme için toplam olarak hesaplanan kümülatif normal üstü getirinin anlamlılığı test edilmektedir.

5.4.1. Normal Üstü Getiri ve Kümülatif Normal Üstü Getirilerinin Tespiti

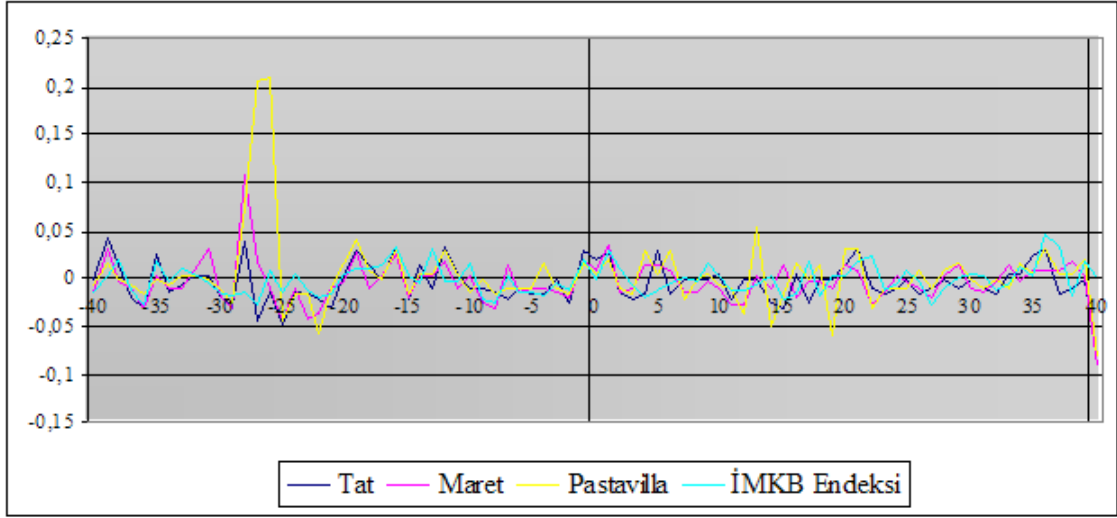
Hesaplanan normal üstü getiri ve kümülatif normal üstü getiri grafikleri devralan şirket başlıkları altında aşağıda sunulmaktadır. Şirketlerin normal üstü getiri grafiklerinde İMKB normal üstü getirisine de yer verilmiştir. Buradaki amaç elde edilmiş olan normal üstü getirinin, İMKB normal üstü getirisinden farklılığının, yani sadece şirkete yönelik normal üstü getirinin tespitidir.

5.4.1.1. Tat Konserve Sanayii A.Ş. Devralması

Tat A.Ş.'nin Maret ve Pastavilla A.Ş.'yi devralmasına ilişkin normal üstü getiriler ve İMKB endeksinin aynı döneme ait normal üstü getirisi Grafik 5' te yer almaktadır.

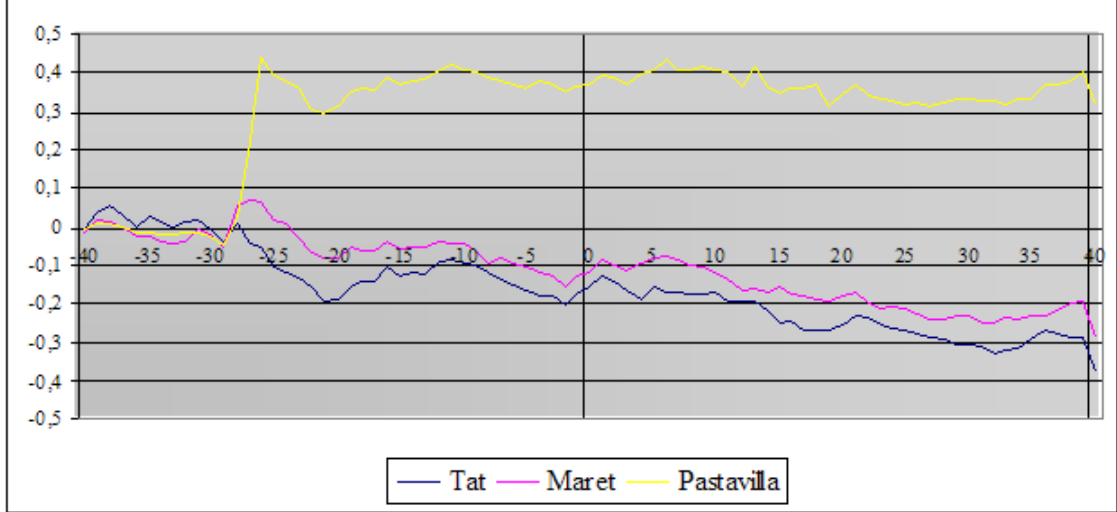
Grafik 5 incelendiğinde; şirketlerin ve İMKB endeksinin normal üstü getirilerinin değişkenliği yüksek görülmemektedir. Duyurudan önceki 30. ve 25. günler arasındaki dönemde şirket normal üstü getirilerinde İMKB endeksinden farklı, yüksek bir artış gözlenmekle beraber genellikle İMKB endeksi normal üstü getirisi ile şirket normal üstü getirilerinin aynı yönlü olduğu grafikten izlenebilmektedir.

Grafik 5. Tat Devralmasının Normal Üstü Getirisi



Şirketlerin duyuru tarihinden önceki 40 ve sonraki 40 günlük dönem için normal üstü getirilerini Grafik 6’ da görmekteyiz.

Grafik 6. Tat Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi



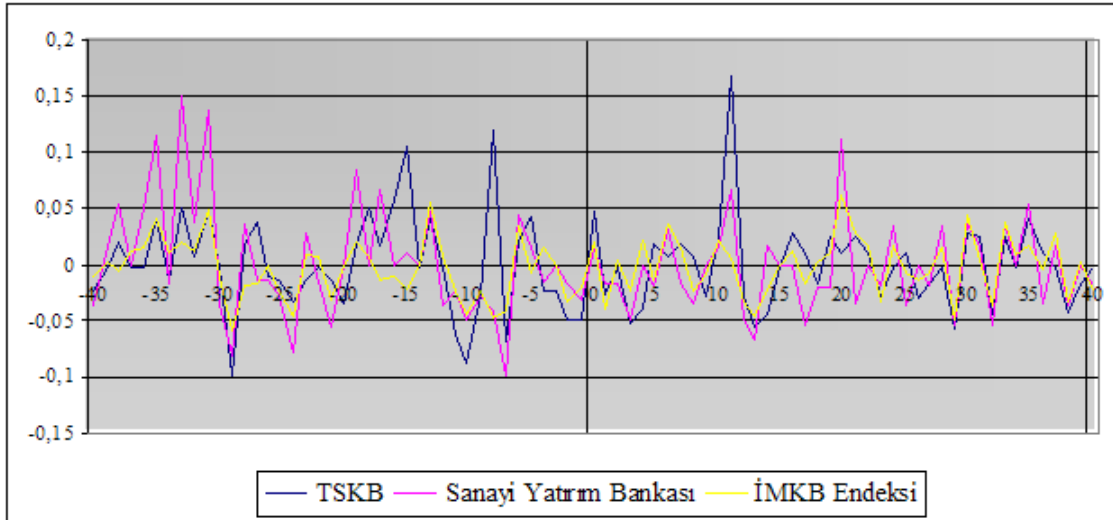
Pastavilla’ nın duyuru öncesi 30. gün ile 25 gün arasındaki artışı dışında, şirketlerin bu dönemde kümülatif normal üstü getirilerinde bir artış gözlenmemekte hatta azalış izlenebilmektedir. Dolayısı ile firmaların devralma ile ilgili olarak bir normal üstü getiri elde etmedikleri söylenebilir. Pastavilla A.Ş.’ da bahsi geçen dönemde gözlenen bu diğer şirketlerde görülmeyen normal üstü getirisinin sebebi; şirkete özgü bir değişik olabileceği gibi, bu sebebin bazı yatırımcılar tarafından, devralma kararının duyurudan

önce bilinebilmesi varsayımıyla açıklanması olası görülmektedir. 40. gündeki kümülatif normal üstü getiriler; Tat A.Ş.için ; -0,37 Maret A.Ş. için; -0,29 Pastavilla A.Ş. için; 0,31 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İMKB kümülatif normal üstü getirisi -0,091 olarak gerçekleşmiştir.

5.4.1.2. TSKB A.Ş. Devralması

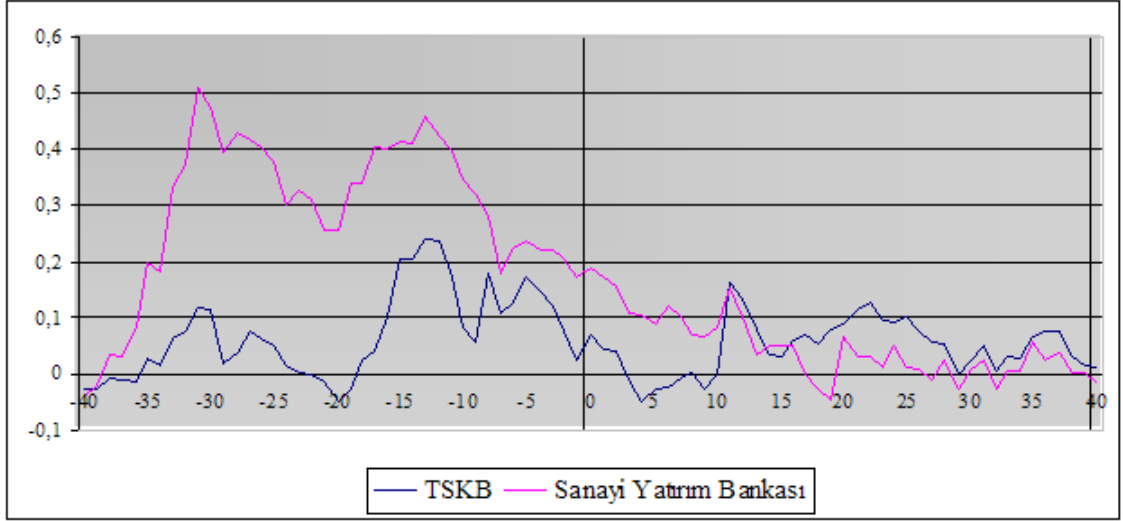
TSKB A.Ş.'nin T. Sanayi Bankası A.Ş.' yi devralmasına ilişkin normal üstü getiriler ve İMKB endeksinin aynı döneme ait normal üstü getirisi Grafik 7' de yer almaktadır.

Grafik 7. TSKB Devralmasının Normal Üstü Getirisi



Normal üstü getiri değişkenliğinin duyurudan önceki dönemde daha fazla olduğu gözlenmektedir (Grafik 7). Normal üstü getirilerin genellikle İMKB endeksini takip eder bir görünüm sergilemeleriyle beraber, TSKB A.Ş. normal üstü getirisinin, duyurudan önceki 15. ve 8. günlerde ve duyurudan sonraki 20. günde endeks hareketlerinden ayrıldığı görülmektedir. T. Sanayi Yatırım Bankası A.Ş.'nin duyurudan önceki özellikle (40-30) günleri arasındaki dönemde İMKB endeksi normal üstü getirisinden çok daha yüksek bir normal üstü getiri elde ettiği gözlenmektedir.

Grafik 8. TSKB Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi



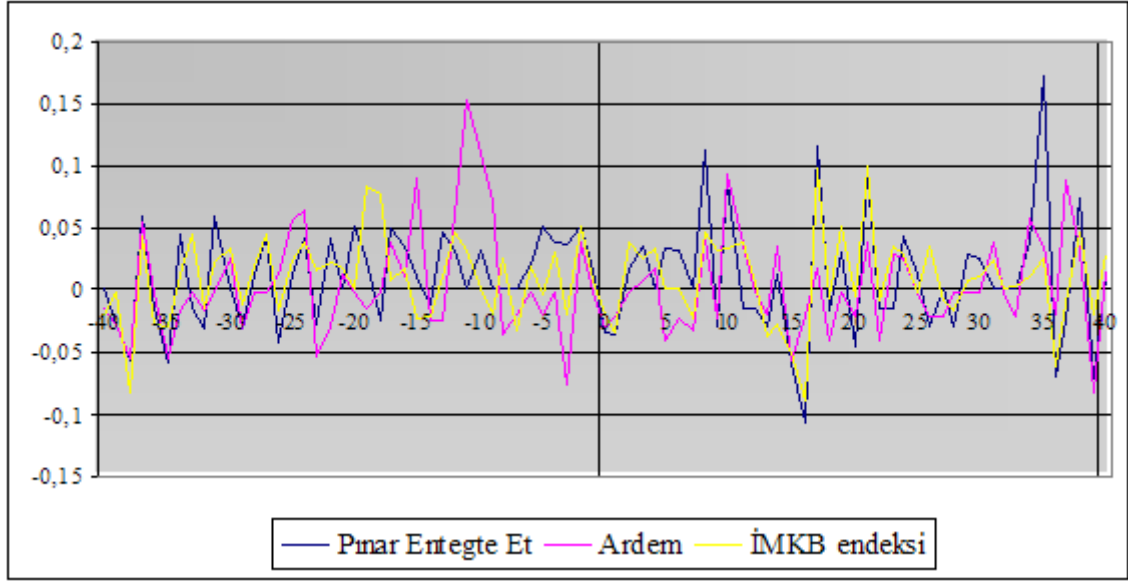
Şirketlerin kümülatif normal üstü getirileri Grafik 8' den izlenmektedir. Duyuru öncesindeki (40-32) ve (20-13) günleri arasındaki normal üstü getirilerdeki yüksek artışlar nedeni ile 13. güne kadar yüksek olan kümülatif normal üstü getiriler, bu günden sonra düşmeye başlamış ve duyurudan sonraki 40 gün içinde kümülatif normal üstü getiri yatay bir seyir izlemiştir. Duyurudan önceki dönemdeki hareketler, İMKB endeksine bağlılık göstermekle birlikte, Grafik 7'den de izlenebileceği gibi bazı dönemlerde İMKB endeks hareketlerinden ayrılmaktadır. Bu dönemlerdeki yüksek kümülatif normal üstü getirilerin, şirketlerin kendilerine ilişkin bilgilerinin piyasaya yansımalarının bir göstergesi olması mümkün olabileceği gibi, yatırımcının beklentileri doğrultusunda oluşmuş bir farklılaşma olarak düşünülmesi de mümkündür.

5.4.1.3. Pınar Entegre Et Ve Yem Sanayii A.Ş. Devralması

Uygulama sonucunda elde edilen Pınar Entegre Et A.Ş., Pınar Un A.Ş. devralmasına ilişkin normal üstü getiriler ve İMKB endeksinin aynı döneme ait normal üstü getirisi Grafik 9' da yer almaktadır.

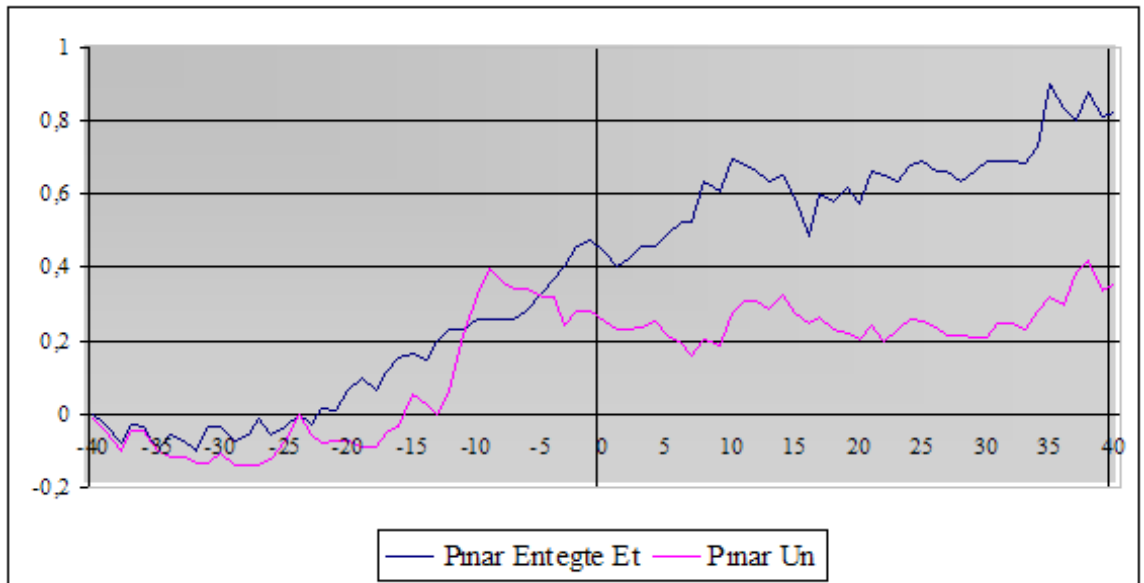
Grafik 9 incelendiğinde, normal üstü getirilerin günler itibari ile değişkenliğinin yüksek olduğu görülmektedir.

Grafik 9. Pınar Entegre Et Devralmasının Normal Üstü Getirisi



Grafikteki önemli noktalardan biri; Pınar Un ‘un duyurudan önceki 13 -10 günleri arasında elde ettiği normal üstü getiridir. İMKB endeksinin normal üstü getirisi ile aynı yönlü fakat daha fazla olan bu getirinin nedeni, bazı yatırımcılar tarafından, devralma kararının duyurudan önce bilinebilmesi varsayımı ile birlikte düşünülebileceği gibi, yatırımcı beklentisinin fiyatlara yansması olarak da görülebilir.

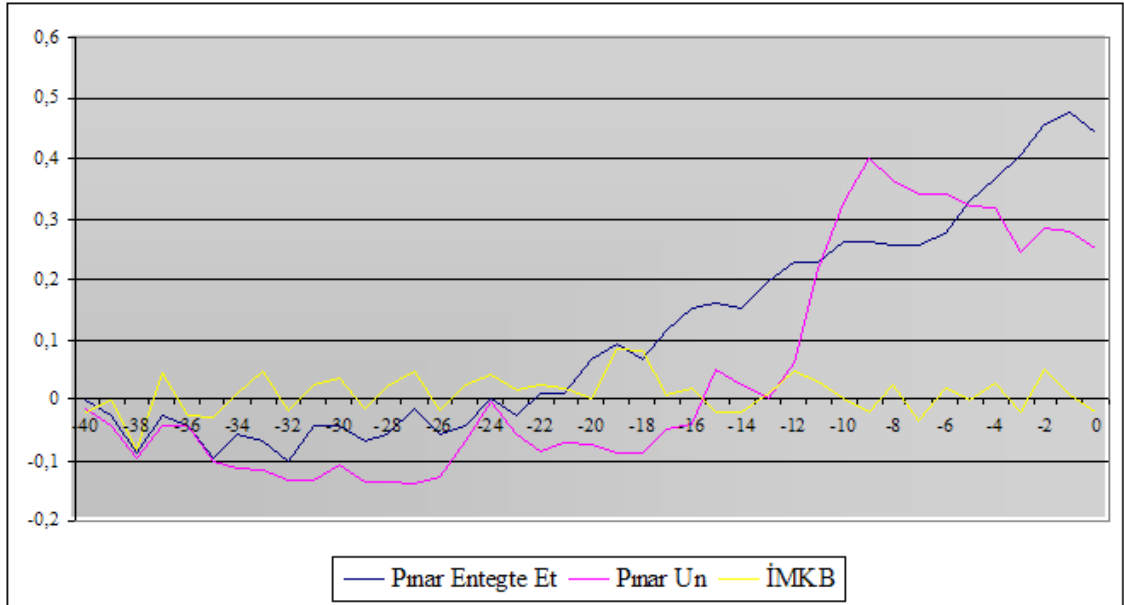
Grafik 10. Pınar Entegre Et Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi



Grafik 10' u incelediğimizde şirketlerin duyuru tarihinden önceki 40 ve sonraki 40 günlük dönem için normal üstü getirilerinin belirli dönemler dışında süreklilik gösterdiği, dolayısıyla kümülatif normal üstü getirilerinin artış gösterdiğini daha net bir biçimde görebilmekteyiz. Oluşan grafik, literatürde yapılan çalışmalarda elde edilen sonuç grafiklerine benzer bir grafik oluşturmuştur. 40. gündeki kümülatif normal üstü getiriler Pınar Entegre Et A.Ş. için; 0,82, Pınar Un A.Ş. için; 0,35 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İMKB kümülatif normal üstü getirisi 0,79 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketlerin kümülatif normal üstü getirisi ve İMKB endeksinin normal üstü getirisinin şirket normal üstü getirilerine etkisinin daha net bir şekilde görülmesi açısından Grafik 11 ve 12 düzenlenmiştir. Grafik 11'de duyurudan önceki 40 günden duyuru tarihine kadarki dönem, Grafik 12' de ise duyuru tarihinden itibaren sonraki 40 günlük dönem yer almaktadır.

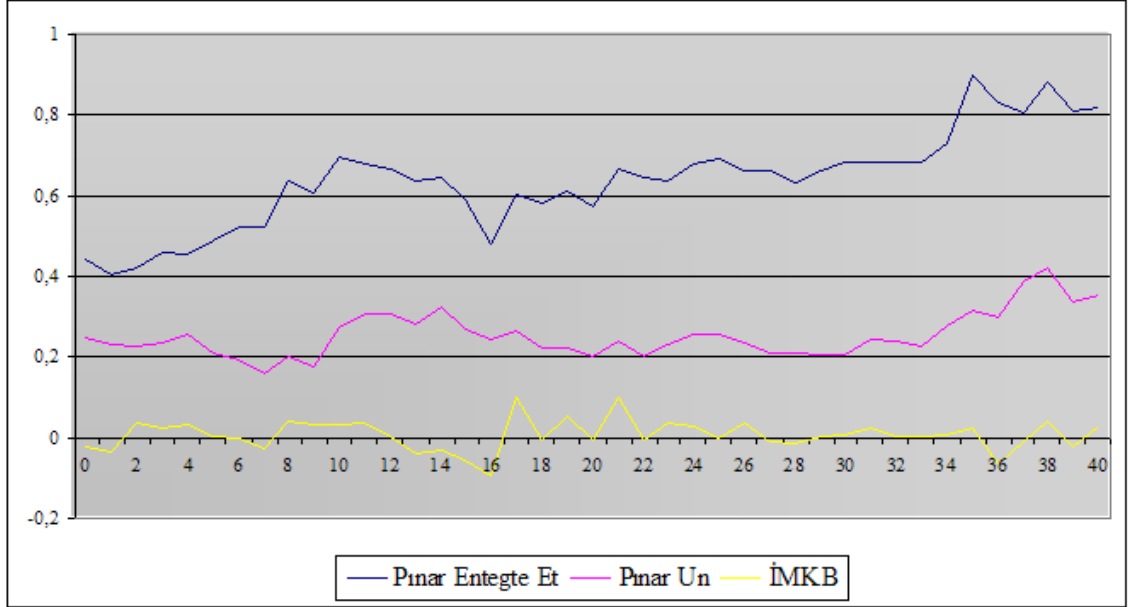
Grafik 11. Pınar Entegre Et Devralmasının Duyuradan Önceki Kümülatif Normal Üstü Getirisi



Grafik 11' den izlenebileceği gibi Pınar Entegre Et A.Ş.' in kümülatif normal üstü getirisi duyurudan önceki 23. günden itibaren artış göstermiştir. Bunun anlamı normal

üstü getirisinde, belirtilen dönemde, pozitif yönlü bir süreklilik gözlenmekte oluşudur. Pınar Un A.Ş.' un kümülatif normal üstü getirisi duyurudan önceki 13. günden 10. güne kadar büyük bir artış göstermiştir. Bu artışın, daha önce de belirtildiği gibi; yatırımcı beklentisinden kaynaklanmış olabileceği söylenebilir.

Grafik 12. Pınar Entegre Et Devralmasının Duyuradan Sonraki Kümülatif Normal Üstü Getirisi

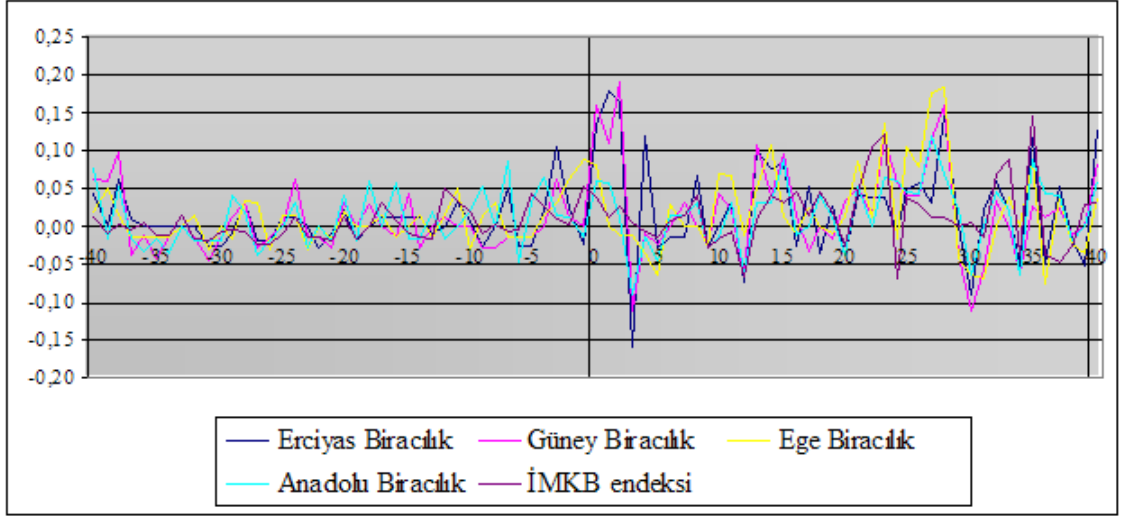


Duyuru tarihinden itibaren 40 gün incelendiğinde (Grafik 12), Pınar Un A.Ş.' nin kümülatif normal üstü getirisinin yataya yakın bir seyir izlediği dolayısı ile normal üstü getirisinde süreklilik olmadığı söylenebilir. Pınar Entegre Et A.Ş.' in kümülatif normal üstü getirisi ise artış göstermiştir. Son üç günlük dönemdeki artışta İMKB endeks artışının etkisi olduğu gözlenebilmektedir.

5.4.1.4. Erciyas Biracılık Malt Sanayii A.Ş. Devralması

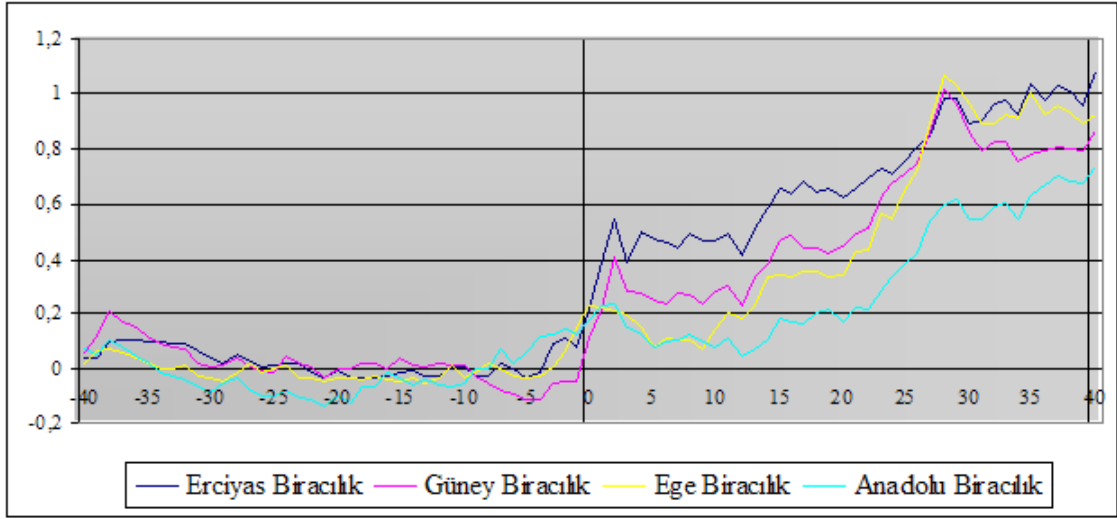
Uygulama sonucunda elde edilen Erciyas Biracılık A.Ş.; Güney, Ege ve Anadolu Biracılık A.Ş. devralmasına ilişkin normal üstü getiriler ve İMKB endeksinin aynı döneme ait normal üstü getirisi Grafik 13' te yer almaktadır.

Grafik 13. Erciyas Devralmasının Normal Üstü Getirisi



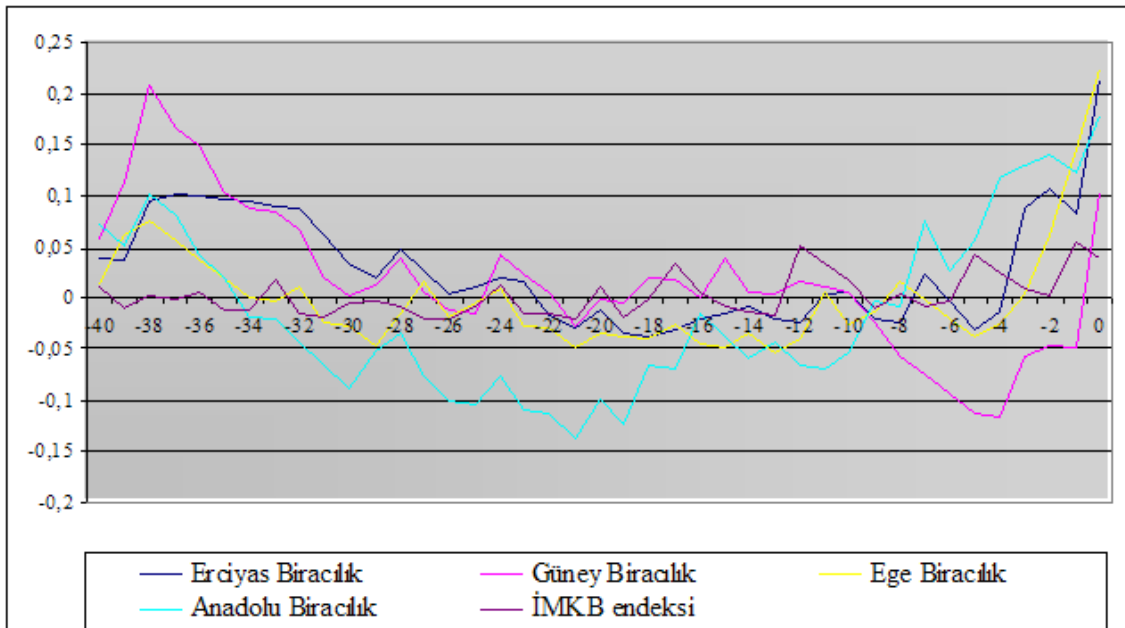
Grafik 13 incelendiğinde, normal üstü getirilerin duyurudan önceki 10. günden itibaren daha değişken olduğu görülmektedir. Erciyas A.Ş. ve Güney Biracılık A.Ş. için en yüksek normal üstü getiri duyuru gününden sonraki ilk 5 gün içinde sağlanırken Ege Biracılık A.Ş. için bu tarih duyurudan önceki 5 gün ile sonraki 2 gün olarak izlenebilir. Normal üstü getirilerin İMKB endeksinin normal üstü getirisi ile aynı yönde bir ilişki içinde olduğu fakat özellikle duyuru tarihinde bu etkinin kaybolduğu ve endeks normal üstü getirisine ters yönlü hareketlerin gerçekleştiği görülebilmektedir.

Grafik 14. Erciyas Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi



Grafik 14 incelendiğinde şirketlerin duyuru tarihinden önceki 40 ve sonraki 40 günlük dönem için normal üstü getirilerinin belli dönemler dışında süreklilik gösterdiği dolayısı ile kümülatif normal üstü getirilerinin artış gösterdiğini daha net bir biçimde görebilmekteyiz. Grafiğe göre artışın duyuru tarihinden başlayarak hız kazandığı söylenebilir. 40. gündeki kümülatif normal üstü getiriler Erciyas A.Ş. için; 1,08, Güney A.Ş. için; 0,87, Ege A.Ş. için; 0,92 ve Anadolu A.Ş. için; 0,73 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İMKB kümülatif normal üstü getirisi 0,77 olarak gerçekleşmiştir.

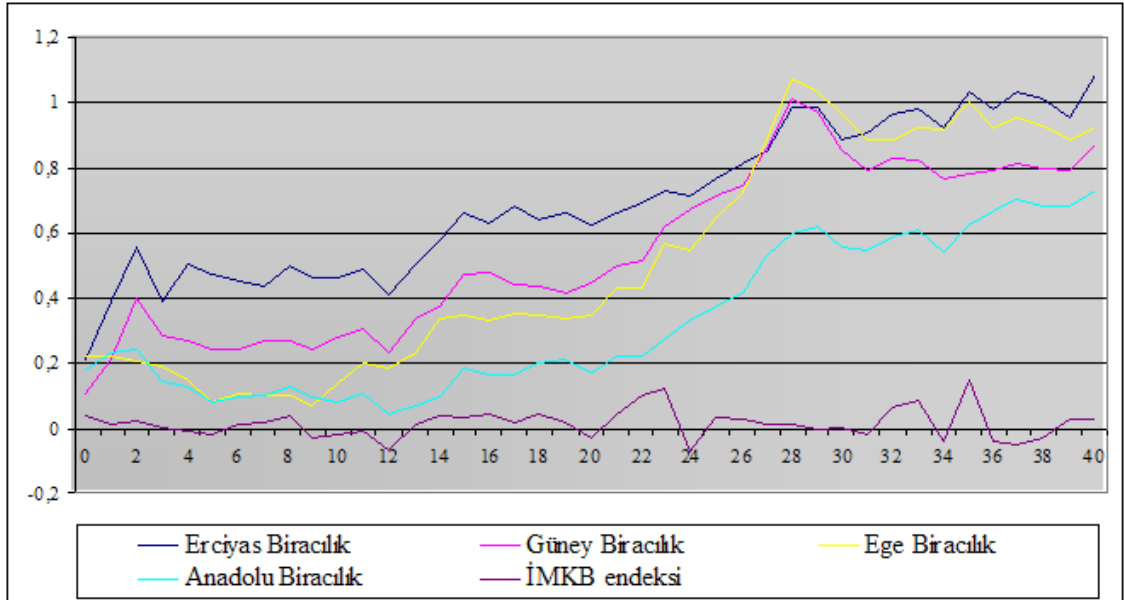
Grafik 15. Erciyas Devralmasının Duyuradan Önceki Kümülatif Normal Üstü Getirisi



Şirketlerin kümülatif normal üstü getirisi ve İMKB endeksinin normal üstü getirisinin şirket normal üstü getirilerine etkisinin daha net bir şekilde görülmesi açısından Grafik 15 ve 16 düzenlenmiştir.

Duyurudan önceki, özellikle 6 ve 4. günler arasındaki dönemde normal üstü getirilerin İMKB endeks normal üstü getirisinden ters yönde hareket ettiği görülmektedir (Grafik 15). Dolayısı ile bu noktada devralma faaliyetine yönelik bir farklılaşmanın olduğu daha net bir şekilde söylenebilir. Duyuru ile birlikte kümülatif normal üstü getirilerin arttığı dolayısıyla piyasanın devralmaya tepki verdiği görülmektedir.

Grafik 16. Erciyas Devralmasının Duyurudan Sonraki Kümülatif Normal Üstü Getirisi



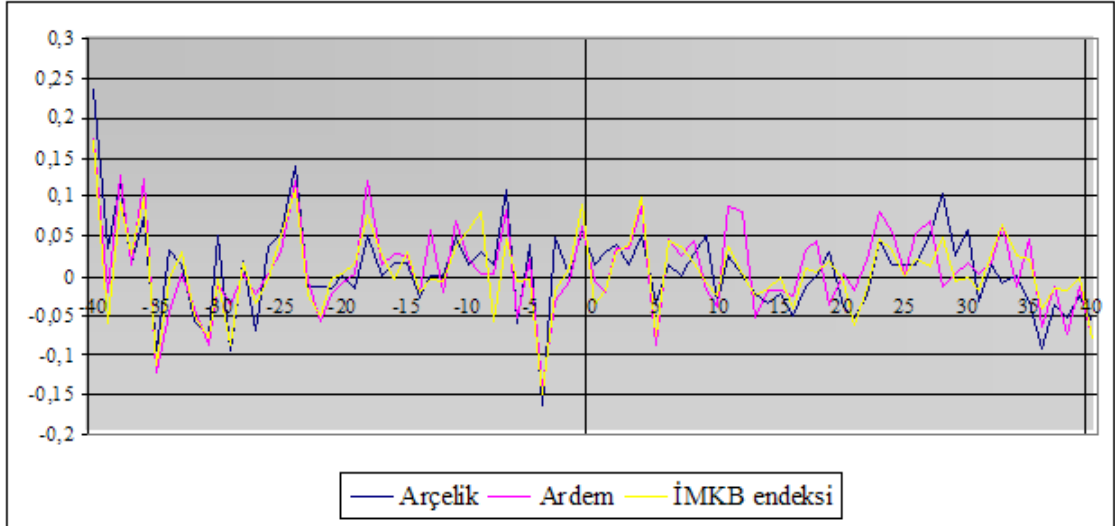
Grafik 16' da normal üstü getirilerin duyurudan sonra artış seyrini izlemekteyiz. Yine bu grafikte de İMKB endeksinin belirli noktalarda, şirket normal üstü getirilerinin artışında itici güç oluşturduğu gözlemlenebilir. Anadolu Biracılık A.Ş.' nin devralmadaki diğer şirketlere oranla daha az normal üstü getiri elde ettiği, çatısı altında birleşilen şirket olan Erciyas Biracılık A.Ş.' nin ise hedef şirketlerden daha yüksek bir normal üstü getiri elde ettiği söylenebilir.

5.4.1.5. Arçelik A.Ş. Devralması

Uygulama sonucunda elde edilen Arçelik A.Ş., Ardem A.Ş. devralmasına ilişkin normal üstü getiriler ve İMKB endeksinin aynı döneme ait normal üstü getirisi Grafik 17’ de yer almaktadır.

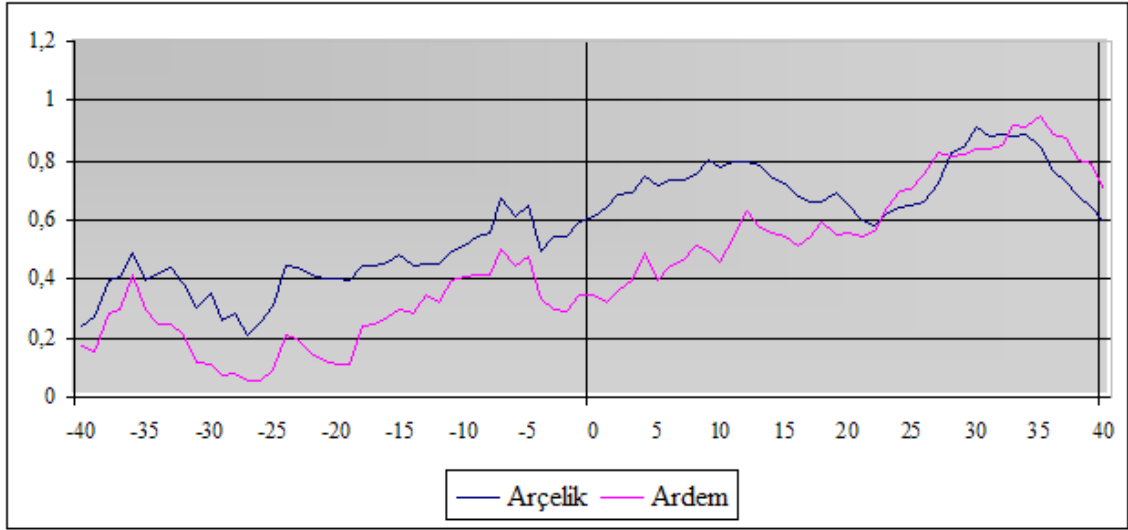
Grafik 17 incelendiğinde, normal üstü getirilerin İMKB endeksinin normal üstü getirisi ile aynı yönde bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. Fakat duyuru tarihinden itibaren ilk 2 günde Arçelik A.Ş. normal üstü getirisi artarken İMKB endeks normal üstü getirisi azalmıştır. Dolayısı ile burada devralma duyurusundan kaynaklanan bir normal üstü getiri varlığından daha kesin olarak söz edilmesi mümkündür.

Grafik 17. Arçelik Devralmasının Normal Üstü Getirisi



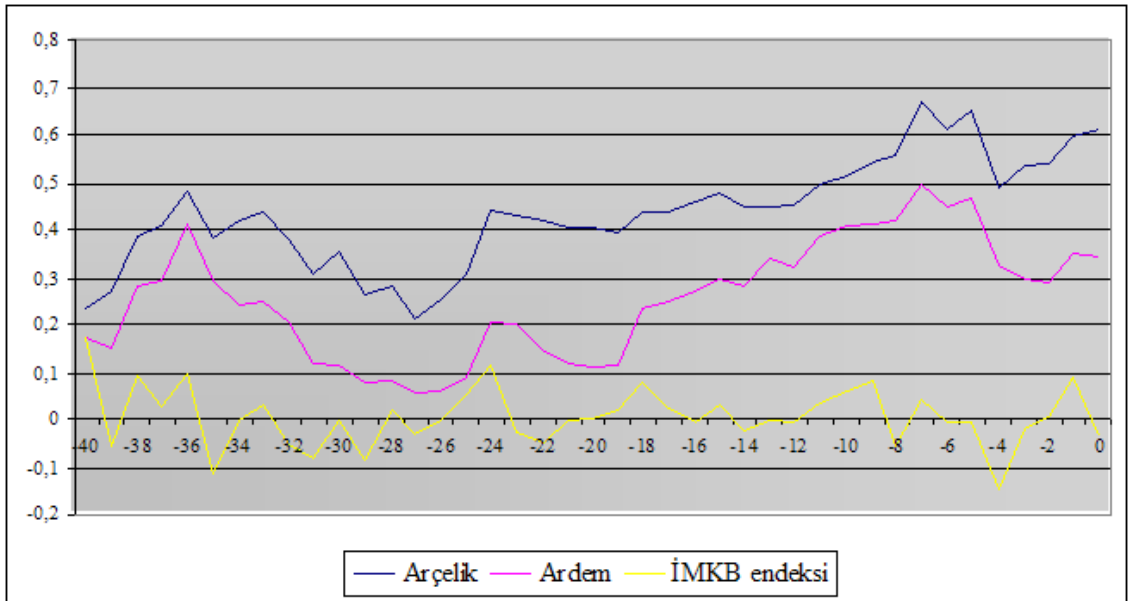
Grafik 18’ i incelediğimizde şirketlerin duyuru tarihinden önceki 40 ve sonraki 35 günlük dönemde normal üstü getirilerinde belli dönemlerde azalma gerçekleşse de kümülatif normal üstü getirilerinin artış gösterdiğini daha net bir biçimde görebilmekteyiz. 40. gündeki kümülatif normal üstü getiriler Arçelik A.Ş. için; 0,59 Ardem A.Ş. için; 0,71 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde İMKB kümülatif normal üstü getirisi 0,42 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 18. Arçelik Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi



Şirketlerin kümülatif normal üstü getirisi ve İMKB endeksinin normal üstü getirisinin şirket normal üstü getirilerine etkisinin daha net bir şekilde görülmesi açısından Grafik 19 ve 20 düzenlenmiştir.

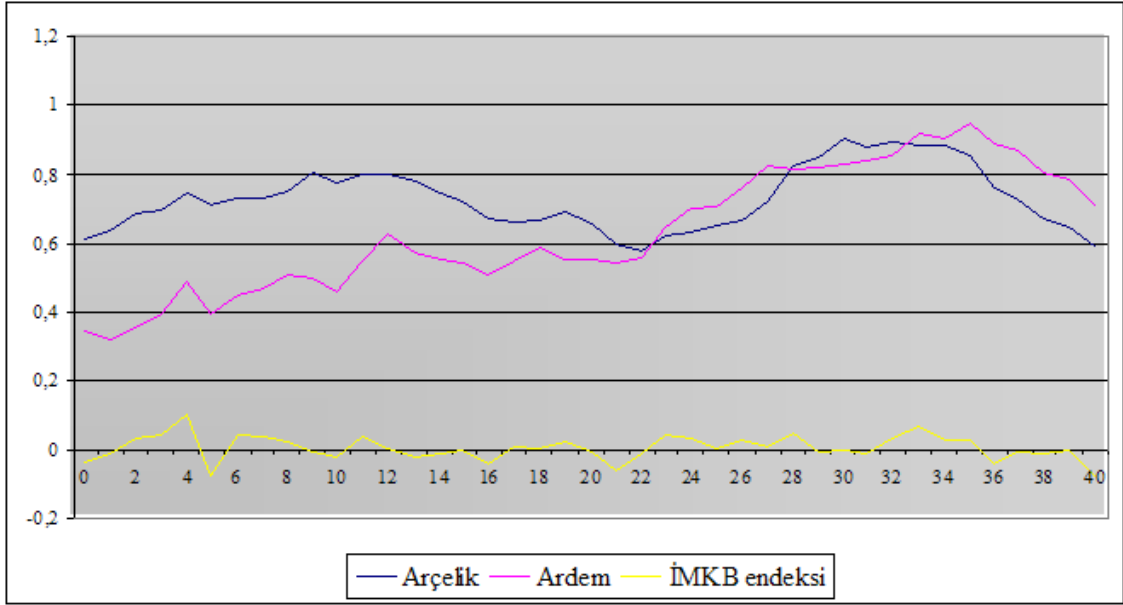
Grafik 19. Arçelik Devralmasının Duyuradan Önceki Kümülatif Normal Üstü Getirisi



Duyurudan önceki 19. günden 5. güne kadar şirketlerin normal üstü getirilerde sürekli bir artış gözlenmektedir (Grafik 19). Bu artışın devralma bilgisi ile ilgili bir artış olması mümkün olabileceği gibi, şirketlere yönelik beklentilerden kaynaklanmış olabileceğinin söylenmesi de mümkündür. 5. günden sonra yaşanan düşüşün endekse bağlı olduğu Grafik 17' den de izlenebilmektedir.

Grafik 20. Arçelik Devralmasının Duyuradan Sonraki Kümülatif Normal Üstü

G e t i r i s i



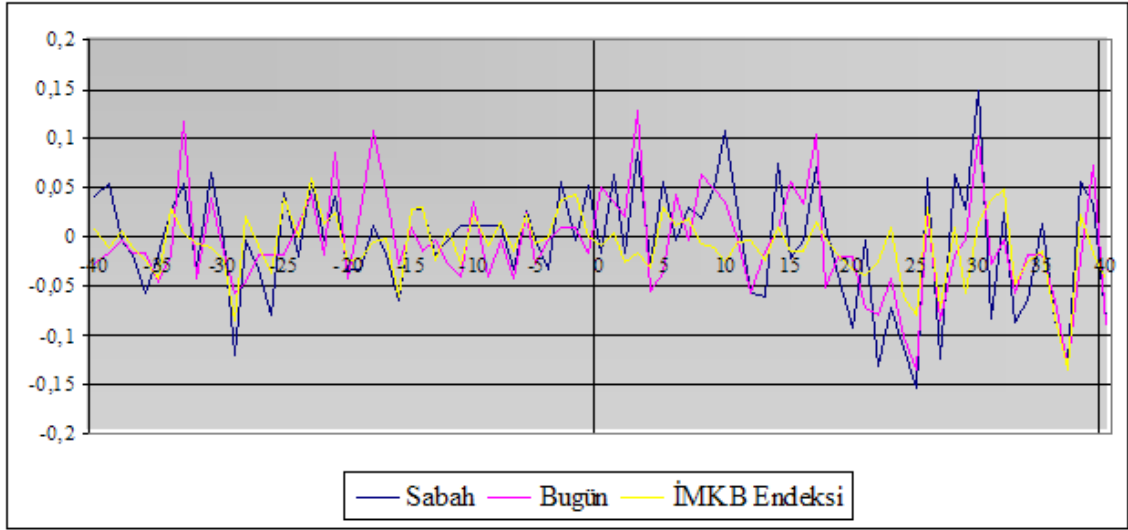
Grafik 20’ de normal üstü getirilerin duyurudan sonra artış seyrini izlemekteyiz. İMKB endeksinin; 5., 10., ve 16. günlerde şirket normal üstü getirilerinde azalmayı etkilediği; 11., 23., 33. günlerde ise artışlarda itici güç oluşturduğu gözlemlenmektedir.

5.4.1.6. Sabah Yayıncılık A.Ş. Devralması

Sabah A.Ş., Bugün A.Ş. devralmasına ilişkin normal üstü getiriler ve İMKB endeksinin aynı döneme ait normal üstü getirisi Grafik 21’ de yer almaktadır.

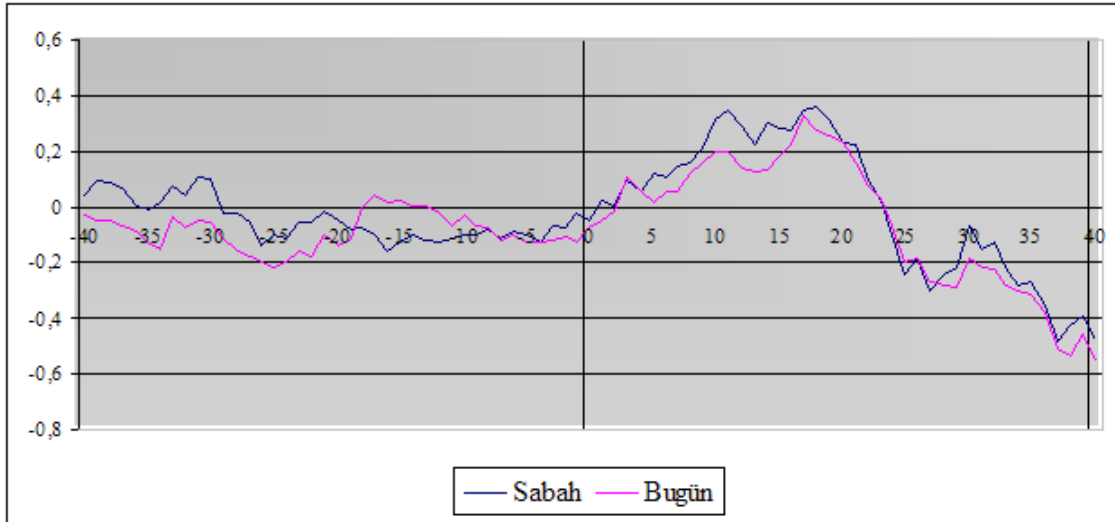
Duyuru öncesinde endeksi takip eden ve (-15,0) günleri arasında değişkenliği oldukça düşük olan normal üstü getirilerin değişkenliği, duyuru ile birlikte artış göstermiştir (Grafik 21).

Grafik 21. Sabah Devralmasının Normal Üstü Getirisi



Duyurudan iki gün önce İMKB endeksi normal üstü getirisinde oluşmaya başlayan düşüş hareketi, duyuru günü de devam ederken, Bugün A.Ş.'nin normal üstü getirisinde artış yaşanmıştır (Grafik 21). Grafikte bir diğer önemli nokta da duyurudan sonraki 10. gündür. Bu günde, Sabah ve Bugün A.Ş.'nin normal üstü getirisi artış gösterirken İMKB endeksi normal üstü getirisinde düşüş yaşanmıştır, dolayısıyla devralmaya ilişkin normal üstü getiri varlığından söz etmemiz mümkün görülmektedir.

Grafik 22. Sabah Devralmasının Kümülatif Normal Üstü Getirisi



Kümülatif normal üstü getiriler incelendiğinde (Grafik 22) duyuru ile birlikte normal üstü getirilerde artış kaydedildiği görülmektedir. Duyuru öncesinde yatay seyir izleyen kümülatif normal üstü eğrisi, duyurudan itibaren 20 günlük dönemde artış göstermiştir.

Devralma haberi ile birlikte oluşan artışın, yatırımcıların devralmaya yönelik beklentilerinin oluştuğunun bir göstergesi olduğu söylenebilir. Duyurudan sonraki 20. günden itibaren oluşan düşüş Grafik 21’ den de izlenebileceği gibi endeks hareketinden kaynaklanmaktadır.

5.4.2. Anlamlılık Testi

Şirketlerin duyurudan önceki 40 ve sonraki 40 dönemine ait kümülatif normal üstü getirileri, standart sapmaları ve t-testi sonuçları aşağıdaki gibidir (Tablo 15).

Dokuz hedef firmadan, üçünde negatif, altısında pozitif kümülatif normal üstü getiri oluşmuştur. Altı satınalan şirketten, ikisinde negatif kümülatif normal üstü getiri oluşurken, dört şirkette pozitif kümülatif normal üstü getiri oluşmuştur.

Tablo 15. Şirketlerin Kümülatif Normal Üstü Getirilerinin Test Sonuçları

	Kümülatif Normal Üstü Getiri	Standart Sapma	T-Test*
Hedef Firmalar			
Bugün Yayıncılık	-0,5544	0,4684	-1,1836
Ardem	0,7070	0,5012	1,4106
Anadolu Biracılık	0,7321	0,3656	2,0023
Ege Biracılık	0,9251	0,4355	2,1243
Güney Biracılık	0,8719	0,4861	1,7937
Pınar Un	0,3532	0,3767	0,9375
Sınai Yatırım Bankası	-0,0176	0,4145	-0,0424
Maret Besicilik	-0,2876	0,2049	-1,4038
Pastavilla Makarnacılık	0,3179	0,3593	0,8848
Satınalan Firmalar			
Sabah Yayıncılık	-0,4786	0,5313	-0,9008
Arçelik	0,5907	0,5001	1,1812
Erciyas Biracılık	1,0825	0,5016	2,1580
Pınar Entegre Et	0,8222	0,4037	2,0368
TSKB	0,0138	0,3742	0,0368
Tat Konserve	-0,3741	0,1897	-1,9725

* 0,05 anlamlılık düzeyi

Hesaplanan kümülatif normal üstü getirilerin istatistiki açıdan anlamlılığının ölçülmesinin ifadesi olan t-testi sonuçlarına göre; Anadolu Biracılık, Ege Biracılık, Erciyas Biracılık Ve Pınar Entegre Et şirketlerinin elde ettikleri kümülatif normal üstü getiriler anlamlılık taşımaktadır. Diğer firmaların duyurudan önceki 40 ve sonraki 40 gün içinde elde emiş oldukları kümülatif normal üstü getirilerin istatistiki olarak anlamlılıkları yoktur (%5 anlamlılık düzeyinde).

Anlamlılık kaydedilen dört şirket için hipotezi red edilmekte, dolayısı ile bu şirketlerin devralma ile birlikte kümülatif normal üstü getiri sağladığı kabul edilmektedir.

Birleşmelere ait toplam kümülatif normal üstü kazançlar ve standart sapmaları ve anlamlılık testleri incelendiğinde (Tablo 16); altı devralmanın üçünde toplam kümülatif normal üstü getirilerin negatif olduğu görülmektedir. Pozitif kümülatif normal üstü getiri elde etmiş devralmalardan, Erciyas devralmasının getirisinin anlamlı olduğu, diğer getirilerin ise istatistiki açıdan anlam teşkil etmediği görülmektedir. Elde edilen bu getiriler borsada oluşan fiyat getirisidir. Dolayısı ile endeks hareketinden ve borsanın yapısında etkilenmektedir. Bunun yanında t testi sonuçlarında istatistiki tahmin hatasının bulunabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.. Sadece bu verilere bakarak birleşmenin başarılı olup olmadığı yönünde bir yorum yapmak mümkün değildir.

Tablo 16. Devralmaların Kümülatif Normal Üstü Getirilerinin Test Sonuçları

	Kümülatif Normal Üstü Getiri	Standart Sapma	T-Test*
Erciyas Biracılık	0,9262	0,4381	2,1144
Sabah Yayıncılık	-0,5356	0,5009	-1,0694
Arçelik	0,5976	0,5007	1,1936
Pınar Entegre Et	0,3934	0,3913	1,0053
TSKB	-0,0101	0,3949	-0,0256
Tat Konserve	-0,0133	0,2649	-0,0502

* 0,05 anlamlılık düzeyi

Literatürde yer alan çalışmalarda, satın alma faaliyetleri sonucu; hedef şirketin, istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü kümülatif normal üstü getiri sağladığı tespit edilmiştir. Satın alan şirket için ise, çalışmalarda karar birliği sağlanamamakla birlikte, satın alma sonucu kümülatif normal üstü getiri elde etmediği ya da çok küçük bir getiri sağladığı söylenebilmektedir. İMKB' de gerçekleşen devralmalarda hedef şirketlerin %66,7' sinde pozitif kümülatif normal üstü getiri elde edilirken, satın alınan şirketlerin de %66,7' sinde pozitif kümülatif normal üstü getiri elde edilmiştir. Kümülatif normal üstü getiri elde eden hedef şirketlerin, %33,3' ünün elde ettikleri getiri istatistiksel olarak anlamlı olup, bu oran satın alınan şirketler için %50'dir. Bu sonuçlar literatürde yapılan önceki çalışma sonuçlarından farklılık göstermektedir. Bu farklılık, fiyatların endeksten büyük ölçüde etkilenmesinden ve piyasa yapısından kaynaklanabileceği gibi, yatırımcı beklenti farklılıklarında da kaynaklanabilir.

SONUÇ

Büyüme kavramı ile karşımıza çıkan, şirket birleşmeleri ve satın almaları faaliyetlerinin, küreselleşen dünya ile birlikte önemi artmaktadır.

Dışsal olarak büyüyen yani birleşme faaliyeti gerçekleştiren şirketlerin kazanımları, içsel büyüme ile elde edebileceklerinden daha niteliklidir. Birleşme ve satın almalar, şirketlere ölçek ekonomisinden yararlanma fırsatını getirdiği gibi, firmalar arası bilgi akışının daha hızlı sağlanmasına olanak tanıdığından, araştırma geliştirme faaliyetlerinin

uygulanması kolaylaşmaktadır. Birleşme ve satın alma ile birlikte; genişleyen bir pazara hizmet götürülmesi, daha önce girilmemiş yeni pazarlara girmesi, mevcut ürün hattına yeni ürünler eklenmesi, ürün çeşitlendirmesine gidilmesi ile şirketlere pazar paylarını arttırma olanağını sunmaktadır. Birleşme sonucu şirketlerin piyasadaki gücü ve ağırlığı arttığı gibi, pazarlama ve yönetim fonksiyonun da daha etkili yürütülmesi sağlanabilmektedir.

Şirket birleşme ve satın almalarına finansal açıdan baktığımızda; şirketlerin bu faaliyetlerle birlikte, finansman imkalarının arttığı, daha uygun şartlarla daha büyük miktarlarda fonlara ulaşmalarının kolaylaştığı görülmektedir. Bunun yanında vergi avantajlarından yararlanma ve çeşitlendirme yolu ile riskin azaltılması da birleşme ve satın almanın getirdiği kazanımlardır.

Küreselleşen dünyanın getirdiği, rekabet savaşında firmaların başvurmuş oldukları birleşme ve satın alma faaliyetlerinin artması ile birlikte, bu faaliyetlerin piyasaya olan etkilerinin nedenleri ve sonuçları da araştırılmaya başlanmıştır. Literatürde yer alan çalışmaların ana konularından biri, birleşme ve satın almaların karlılıklarının tespitidir. Satın alma faaliyetinin bir yatırım kararını teşkil ediyor olması faaliyet gerçekleştirilirken, sermaye yatırım kararlarının temel ilkeleri uygulanmasını da beraberinde getirmiştir. Şirket birleşmeleri için ise bu tür bir yaklaşım söz konusu olamamaktadır. Birleşme şirketlerin ortak olarak vermiş oldukları bir yeniden yapılandırma faaliyeti olup karlılık tespiti için, oluşan yeni şirketin göstereceği performans değerlendirilmez.

Karlılık tespiti için çeşitli yöntemler kullanılmakla birlikte çalışmada; uygulamanın da çıkış noktasını oluşturan ve bir tür karlılık tespiti olan şirketlerin birleşme ve satın alma sonucu borsada oluşan normal üstü getirilerin hesaplanması üzerinde durulmuştur.

Yapılan uygulamada; İMKB' de işlem gören şirketlerin 1990-2005 yılları arasındaki birleşme ve satın alma faaliyetleri incelenerek, normal üstü getirilerin hesaplaması için gerekli olan veriler toplanmıştır. Altı birleşme faaliyeti kapsamında, Bugün Yayıncılık A.Ş., Ardem Pişirici ve Isıtıcı Cihazlar Sanayii A.Ş., Anadolu Biracılık Malt ve Gıda Sanayii A.Ş., Ege Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş., Güney Biracılık Malt Sanayii A.Ş., Pınar Un ve

Tarım Ürünleri Sanayii A.Ş., T. Sınai Yatırım Bankası A.Ş., Maret Marmara Besicilik ve Et San. ve Tic. A.Ş., Pastavilla Makarnacılık Sanayii ve Tic. A.Ş.’ den oluşan dokuz hedef ve Erciyas Biracılık Malt Sanayii A.Ş., Arçelik A.Ş., Sabah Yayıncılık A.Ş., Tat Konserve Sanayii A.Ş., Pınar Entegre Et ve Yem Sanayii A.Ş., TSKB A.Ş.’ nin bulunduğu altı satın alan şirket örneklemi ile uygulama gerçekleştirilmiştir.

Literatürde daha önce yapılmış olan çalışmalar ışığında, kümülatif normal üstü getirileri hesaplanan şirketlerin, elde etmiş oldukları bu getirilerinin anlamlılıklarını ölçmek için t- testi gerçekleştirilmiştir.

Uygulamadan elde edilen sonuçlar; literatürde yer alan çalışmalardan bazı noktalarda farklılık göstermektedir. Amerika ve Avrupa borsalarında gerçekleştirilmiş önceki çalışmalarda satın alma faaliyetleri sonucu; hedef şirketin, istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönlü kümülatif normal üstü getiri sağladığı tespit edilmiştir. Satın alan şirket için ise, çalışmalarda karar birliği sağlanamamakla birlikte, satın alma sonucu kümülatif normal üstü getiri elde etmediği ya da çok küçük bir getiri sağladığı söylenebilmektedir. İMKB’ de gerçekleşen devralmalarda hedef şirketlerin %66,7’ sinde pozitif kümülatif normal üstü getiri elde edilirken, satınalan şirketlerin de %66,7’ sinde pozitif kümülatif normal üstü getiri elde edilmiştir. Kümülatif normal üstü getiri elde eden hedef şirketlerin, %33,3’ ünün elde ettikleri getiri istatistiksel olarak anlamlı olup, bu oran satınalan şirketler için %50’ dir.

Bu sonuçlar ışığında; Türkiye’ de gerçekleşen satın alma faaliyetlerinde satın alan şirketin daha yüksek oranda normal üstü getiri kaydettiğini söylemek mümkün görülmektedir. Yapılan hesaplamalarda istatistiksel hataların ve şirketleri İMKB endeks hareketinden büyük ölçüde etkilenebileceğinin gözönünde bulundurularak, literatürdeki çalışmalardan farklılık göstermesinin nedeninin; yatırımcı beklenti farklılıklarında kaynaklanabileceğini söyleyebiliriz. Amerika ve Avrupa borsalarında yapılan çalışmalarda yatırımcılar, satın alan şirketin hedef şirketi seçmesinin nedenini, hedef şirketin açığa çıkarılmamış potansiyele sahip olmasına bağlamaktadırlar. Dolayısıyla yatırımlarını hedef şirket yönünde gerçekleştirerek, hedef şirket piyasa fiyatının artmasına neden olurlar. Türkiye’ deki yatırımcılar ise, elde edilen sonuçlar ışığında, hedef şirketin satın alınma nedeni daha çok finansal ya da yönetim açıdan zor durma

düşmesine bağlamış olabilirler, dolayısı ile hedef şirkete yatırım yapmak yerine büyüdüğü için satın alan şirkete yatırım yapmış olabilirler. Bunun yanında beklentiler etkinlik düzeyi düşük, spekülasyona açık, derinliği az olan olan Türkiye piyasasında fiyata yansıtılmamış olması mümkündür.

1990-2005 yılları arasında İMKB' de gerçekleşmiş olan birleşme ve devralmalarla Türkiye piyasası için yapılmış olan bu uygulamanın, Türkiye' de gerçekleştirilen birleşme ve devralma faaliyetlerinin artması, dolayısıyla daha büyük anakütle ve örneklerle çalışılması halinde daha farklı sonuçlara ulaşılmasının mümkün olabileceğini düşünmekteyim.

KAYNAKÇA

Akgüç Öztin, Finansal Yönetim, Muhasebe Enstitüsü Yayını, No:56, 5.basım, İstanbul 1990

Alain R. Jabour, Switzer Abolhassan Jalivand, Jeannette A., Pre-Bid Price Run-Ups And Insider Trading Activity Evidence From Canadian Acquisition, International Review Of Financial Analysis, No.1, 2000

Areeda Philip, Antitrust, Boston, 1981

Aydın Nurhan, İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygula Örneği, Ankara, T.O.B.B Yayın, 1990

Bieshaar Hans, Knight Jeremy, Wassenaer Van Alexandar, “Deals That Create Value”, The Mckinsey Quarterly -1, 2001

Brigham Eugene, Gapenski Louis, Financial Management, 6th Edition, New Jersey, The Dryden Press, 1990

Brigham Eugene F., Ehrhardt Micheal C., Financial Management: Theory and Practice, 10th Edition, USA, South Western Thomson Learning, 2002

Berk Niyazi, Finansal Yönetim, 6.Basım, İstanbul, Türkmen Kitapevi, , 2002

Block Stanley B, “The Effects Of Mergers And Acquisitions On The Market Value Of Common Stock”, The Journal Of Finance, 2001

Brealey Richard A., Myers Stewart C., Marcus Alan J., Fundemantels Of Corporate Finance, Newyork, Mcgrawhill, 2004

Bruner Robert F., Applied Mergers And Acquisitions, New Jersey, John Wiley&Sons, 2004

Depamphilis D., Mergers Acquisitions And Other Restructuring Activities, San Diego, Academic Press, 2001

Eckbo E, Giammarino R, Heinkle R, “Asymetric Information And The Medium Of Exchange in Takeovers: Theory And Tests”, Review Of Financial Studies, 1990

Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu, İstanbul, 2003-2005

Ertürk Mümin, İşletme Biliminin Temel İlkeleri, İstanbul, Beta Yayınevi, 2000

Eugene M. Singer, Antitrust Economics, New Jersey, 1968

Fama Eugene F., Fisher Lawrence, Jensen Michael C. and Roll Richard, “The Adjustment Of Stock Prices To New Information” International Economic Review, Vol. 10, 1969

Gaugan P.A, Mergers, Acquisitions And Corporate Restructuring, Second Edition, New York, John Wiley & Sons Inc., 1999

Gönenli Atilla, İşletmelerde Finansal Yönetim, 6.Basım, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Yayını, No:3463, 1988

Higgins R.C., Schall L.C., “Corporate Bankruptcy And Conglomerate Mergers”,

Journal of Finance 30, 1975

Jarrell Gregg A., Poulsen Annette B., “The Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence From Three Decades”, Financial Management No:18, 1989

Jensen M, Meckling W, “Theory Of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and The Ownership Structure”, Journal of Finance Economic, 1976

Kaen F.R, Corporate Finance, USA, Blackwell Business, 1995

Kaplan Steven N., Weisbach Michael S., “The Success Of Acquisitions, Evidence From Divestitures, Journal Of Finance”, March 1992

Kılıç Yalçın, Rekabet Politikası Açısında Birleşme Ve Devralmalar, Ankara, DPT Uzmanlık Tezi, Haziran 2000

KPMG, Unlocking Shareholder Value: The Keys To Success, Mergers&Acquisitions A Global Research Report, Netherlands, 1999

Kulaksızoğlu Şebnem, Rekabet Hukukunda Yatay Birleşmeler Antirekabetçi Etkiler İle Öne Sürülen Savunma ve Yararlar, Ankara, Rekabet Kurumu Yayınları, 2003

Langetieg Ternce C., “Haugen Robert A., Wichern Dean W., Merger And Stockholder Risk”, Journal Of Financial And Quantitive Analysis, September 1980

Manmohan Kumar; Growth, Acquisitions And Investment, London, Cambridge University Press, 1984

Muller D. C., “A Theory Of Conglomerate Mergers”, Quaterly Journal of Economics No:83, 1969

Müftüoğlu Turhan, İşletme İktisadı, Ankara, Turhan Yayınevi, 1989

Müslümov Alövsat, The Financial Analysis Of Mergers, Ankara, SPK Yayınları No: 141, 2003

Nayar N, Switzer J., “Firm Characteristic, Stock Price Reactions And Dept As A Method Of Payment For Corporate Acquisitions”, Quaterly Journal Of Business And Economics, 1998

Palombo Lüzet, TBB Araştırma Teb. Serisi, Ankara, 1997

Punt L.N., Rooji Mcj Van, “The Profit Structure Relationship And Merger In The European Banking Industry On Emprical Assesment”, Dbb Staff Reports, 2001

Roll R., “The Hubris Hypothesis Of Corporate Takeovers”, Journal Of Business 59, N.2, 1986

Sarioğlu S. E., Şirket Birleşmeleri ve Şirket Birleşmelerinin Yasal ve Finansal Açıdan Değerlendirilmesi: Bir Türkiye Örneği, Yüksek Lisans Tezi, İ.Ü. Sosyal

Bilimler Enstitüsü, 2001

Sarıkamış Cevat, Şirket Birleşmeleri, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2003

Servaes Henri, “Tobin’s Q And The Gains From Takeovers”, The Journal Of Finance, March, 1991

Sevil Güven, Şen Mehmet, “Hisse Senedi Piyasa Değeri Ve Finansal Kararlar Arasındaki İlişkilerin Tobin Q Oranı İle Belirlenmesine Yönelik Bir Uygulama”, Ankara, İktisat, İşletme Ve Finans Dergisi, Sayı 168, 2000

Sinke Josef F., Commercial Bank Financial Management, USA, A Simon&Schwter Company, 1998

Srower M.L., The Synergy Trap How Companies Lose The Acquisition Game, New York, The Free Press, 1997

Sudarsaman P. S., The Essence Of Mergers And Acquisitions, UK, Pretice Hall International, ,1995

Sümer Haluk, Pernsteiner Helmut, Şirket Birleşmeleri, İstanbul, Alfa Yayınları, 2004

Şahözkan Burak Cem, Banka Birleşmeleri, İstanbul, Bankalar Birliği Yayınları, Temmuz 2003

Travlos N., “Corporate Takeover Bids, Methods Of Payment And Bidding Firms’ Stock Returns”, Journal Of Finance, 1987

UNCTAD, World Investment Report, Cross-Border Mergers and Acquisitions And Development, Newyork And Geneva, 2000

Watson Wyatt, “Global M&A Survey 2000”, 2000

Weston Fred, Halpern Paul,”Corporate Acquisition: A Theory Of Special Cases A View Of Even Studies Applied To Acquisitions” Journal Of Finance, May 1983,

Weston Fred, Weaver Samuel C, Merger, Restructuring And Corporate Control, UK, Prentice Hall Englewood Cliffs, 1990

Weston J. Fred, Chung Kwang S., Siu Juan A. Takeovers, Restructuring, And Corporate Governance, 4th Edition, New Jersey, Prentice Hall, 2003

Weber J., Thornton E., Himelstein L, Going Fishing, Business Week, No:3756, 2002

İMKB Haber Bültenleri 1990-2005
Türk Ticaret Kanunu

