

T.C.

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMALARININ GETİRİ
ÜZERİNDE ETKİSİ VE İMKB'DA BİR UYGULAMA**

Doktora Tezi

METİN YILMAZ

İstanbul, 2010

T.C.

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMALARININ GETİRİ
ÜZERİNDE ETKİSİ VE İMKB'DA BİR UYGULAMA**

Doktora Tezi

METİN YILMAZ

Danışman: PROF. DR. NİYAZİ BERK

İstanbul, 2010

ÖNSÖZ

2003 yılından itibaren küresel düzeyde artış eğilimine giren birleşme ve devralmalar yeni bir birleşme dalgası oluşturmuştur. Küresel gelişmelerin de etkisiyle ülkemizde yerli ve yabancı yatırımcıların bu tür işlemlere ilgisi hızla artmış, özellikle 2005 yılından itibaren işlem hacminde büyük artışlar gözlenmiştir. 2008 yılında finansal krizle birlikte sona eren bu küresel birleşme dalgasına 2005-2008 döneminde katılan ülkemiz günümüzde uluslararası sermaye hareketlerinden önemli pay alan gelişmekte olan ülkelerden biri haline gelmiştir.

Bu çalışmada, 2002-2008 döneminde gerçekleşen ve taraflarından en az birinin hisse senetlerinin İMKB’de işlem gördüğü birleşme ve devralmalarda, işlemlerin değer yaratma özelliği üzerinde durulmuştur. Ernst&Young tarafından her yıl düzenli olarak yayımlanan “Birleşme ve Devralma” raporlarında yer alan işlemlerden seçim kriterlerine göre belirlenen örnek kütleli oluşturulan işlemlerde olay penceresinde hisse senedi getirileri incelenerek birleşme ve devralmaların getirisi üzerindeki etkilerinin saptanması amaçlanmıştır.

Çalışmanın ortaya çıkması ve tamamlanmasında başlangıçtan itibaren değerli katkılar sağlayan başta tez danışmanı hocam Prof. Dr. Niyazi Berk’e, verilerin modellenmesi ve istatistiki analizi konusunda değerli yardımlarını esirgemeyen Dr. Yaşar Erdiñç ile Beykent Üniversitesi’nden Dr. Metin Uyar’a, çalışma boyunca bana verdikleri destek ve güç için eşim ve çocuklarımıza çok teşekkür eder, çalışmanın tüm ilgililere yararlı olmasını dilerim.

Istanbul, 2010

Metin Yılmaz

ÖZET

Bu çalışmada, Türkiye’de özellikle son yıllarda hızla artan şirket birleşme ve devralmalarının, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerde alıcı ve hedef şirket hisse senedi fiyatlarına kısa dönemli etkisinin analizi amaçlanmıştır.

Özellikle 2003-2008 döneminde gelişen uluslararası likidite ve yatırımcıların artan risk iştahı doğrultusunda hızla büyüyen şirket birleşme ve devralmaları küresel bir birleşme dalgası oluşturmuştur. Türkiye, 2001 krizi sonrasında yaşanan toparlanma sürecinde, küresel birleşme dalgasına katılmış, özellikle 2005-2008 döneminde bu anlamda yoğun bir faaliyet gerçekleştirmiştir. 2005 yılında % 6,3 ile tarihsel olarak zirveye yükselen birleşme ve devralmaların Gayri Safi Yurtiçi Hasıla’ya (GSYİH) oranı izleyen yıllarda kısmen azalmakla birlikte, veriler 2005-2008 döneminde ülkemizin ilk birleşme dalgasının oluştuğuna işaret etmektedir.

Çalışmada, 2002-2008 döneminde gerçekleşen şirket birleşme ve devralmalarında, alıcı veya hedef şirket hisselerinin İMKB’da işlem gördüğü 51 adet işlem inceleme konusu yapılmıştır. Söz konusu veri seti, 32 adet hedef şirket ve 19 adet alıcı şirkete ilişkin örnek olayı içermektedir. İşlemlerin açıklanma tarihi esas alınarak, olay penceresinde hisse senedi performansları belirlenmiş ve karşılaştırma kriterleriyle kıyaslanarak söz konusu dönemde aşırı getiri oluşup oluşmadığı irdelenmiştir.

Bulgular, 2002-2008 döneminde hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin tarafı olduğu birleşme ve devralmalarda, hedef şirket hisse senetlerinde işlemin açıklanmasından önce istatistiksel olarak anlamlı pozitif aşırı getiriler oluştuğunu göstermiştir. Hedef şirket hisse senetlerinde açıklamaya dayalı olarak aşırı getiri sağlandığı yönündeki bu bulgular uluslararası literatür ile de uyumludur. Finans literatürüne göre araştırmanın bulguları İMKB’nin “güçlü formda etkin” olmadığına işaret etmektedir.

ABSTRACT

The study aims to analyze short term announcement effects of mergers and acquisitions on the stock returns of the target and buyer shares that are traded on the Istanbul Stock Exchange in Turkey.

During 2003-2008 period, mergers and acquisitions created a global merger wave due to increasing risk appetite among financial and non financial investors and high level of available resources to finance the transactions. After the period following 2001 financial crisis, Turkey has enjoyed strong increase in foreign investments thanks to rapid recovery in the economy and increasing international capital flows and joined the global merger wave. Particularly between 2005 to 2008, Turkey had experienced record level of M&A activity and the ratio of annual aggregate transaction volume to Gross Domestic Product reached to 6,3 % in 2005. The level of activity clearly indicates existence of a merger wave during the period.

The sample is comprised a total of of 51 cases for which either the buyer or the target company shares are traded on the ISE. The cases in the sample are chosen by applying the selection criteria to Ernst&Young data base for the period from 2002 to 2008. In the sample, the number of cases for target and buyer companies are 32 and 19 respectively. The announcement dates are used as the base and stock return performances are calculated for one, three and six months periods around the announcement date for each of case. The cumulative abnormal returns are calculated by comparing actual stock returns with the return criteria which are set as ISE benchmark index return and expected return according to capital asset pricing model for the event window in each case.

The result of the analysis shows that for the target company shares, on average, there has been positive cumulative abnormal return prior to the announcement of the mergers or acquisitions.

The findings which are consistent with the literature in the field have important implications for the concept of market efficiency in the ISE. In its strong form, an efficient market means that stock prices fully reflect all information, public and non-public. According to the finance theory, the results indicate that the ISE is not strong form efficient and it is possible to obtain risk adjusted cumulative abnormal returns from target company shares during the period prior to the announcement of mergers or acquisitions.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

| | |
|---------------------------------|------|
| ÖZET..... | iv |
| ABSTRACT..... | v |
| TABLO LİSTESİ..... | xi |
| GRAFİK VE ŞEKİLLER LİSTESİ..... | xii |
| KISALTMALAR..... | xiii |
| GİRİŞ..... | xiv |

BÖLÜM 1

ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMALARI

| | |
|--|-----------|
| 1.1 BİRLEŞME VE DEVRALMALAR | 1 |
| 1.1.1 Temel Kavramlar..... | 1 |
| 1.1.2 Birleşme Türleri..... | 5 |
| 1.1.2.1 Faaliyet Konuları İtibariyle..... | 5 |
| 1.1.2.2 Birleşme ve Devralma Yöntemi İtibariyle..... | 9 |
| 1.1.3 Birleşme ve Devralmalarda Güncel Eğilimler..... | 12 |
| 1.2 BİRLEŞME DALGALARI | 18 |
| 1.2.1 Yatay Birleşmeler Dönemi | 24 |
| 1.2.2 Dikey Birleşmeler Dönemi..... | 26 |
| 1.2.3 Faaliyetlerin Çeşitlendirilmesi ve Holdingleşme Dönemi | 29 |
| 1.2.4 Büyük Ölçekli Stratejik Birleşmeler Dönemi..... | 32 |
| 1.2.5 Küresel Düzeyde İlk Birleşme Dalgası..... | 38 |

| | |
|--|----|
| 1.3 BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN DEĞER YARATMA ÖZELLİKLERİ | 48 |
| 1.3.1 ABD ve Kuzey Amerika’da Birleşme ve Devralmalar..... | 48 |
| 1.3.2 İngiltere ve Kıta Avrupa’ında Birleşme ve Devralmalar..... | 60 |
| 1.3.3 Sınır Ötesi İşlemlerde Değer Yaratma Özelliği..... | 65 |
| 1.3.4 Diğer Çalışmaların Bulguları..... | 68 |
| 1.3.5 Genel Değerlendirme..... | 73 |

BÖLÜM 2

BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN NEDENLERİ VE FİNANSAL AÇIDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

| | |
|--|-----|
| 2.1 BİRLEŞME VE DEVRALMA NEDENLERİ | 76 |
| 2.1.1 Büyüme..... | 79 |
| 2.1.2 Sinerjiler..... | 86 |
| 2.1.2.1 Faaliyet Sinerjileri..... | 89 |
| 2.1.2.2 Finansal Sinerjiler..... | 94 |
| 2.1.3 Çeşitlendirme..... | 95 |
| 2.1.4 Düşük Değerlenmiş Varlıklar..... | 98 |
| 2.1.5 Diğer Unsurlar..... | 100 |
| 2.2 FİNANSMAN VE ÖDEME YÖNTEMLERİ | 101 |
| 2.3 BİRLEŞME VE DEVRALMALARDA DEĞERLEME | 111 |
| 2.3.1 Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Gelişmesinin Birleşme ve Devralmalar Açısından Önemi..... | 114 |
| 2.3.2 Değerleme Yöntemleri..... | 118 |
| 2.3.2.1 Defter Değerini Esas Alan Yöntemler..... | 121 |
| 2.3.2.2 Karşılaştırmalı Değerleme Yöntemleri..... | 122 |
| 2.3.2.3 İndirgenmiş Nakit Akımları | 126 |
| 2.3.2.4 Diğer Değerleme Yöntemleri..... | 131 |
| 2.3.3 Sinerjiler ve Değerleme..... | 133 |

BÖLÜM 3

ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMALARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

| | | |
|------------|--|------------|
| 3.1 | TÜRK HUKUK SİSTEMİNDE BİRLEŞME VE DEVRALMALAR..... | 138 |
| 3.1.1 | Türk Ticaret Kanunu Açısından..... | 139 |
| 3.1.2 | Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından..... | 141 |
| 3.1.3 | Rekabet Mevzuatı Açısından..... | 148 |
| 3.1.4 | Bankacılık Mevzuatı Açısından..... | 150 |
| 3.1.5 | Vergi Mevzuatı Açısından | 152 |
| 3.2 | AVRUPA BİRLİĞİ'NDE BİRLEŞME VE DEVRALMALARA İLİŞKİN DÜZENLEMELER..... | 161 |

BÖLÜM 4

TÜRKİYE'DE BİRLEŞME VE DEVRALMALAR VE İMKB'DA BİR UYGULAMA

| | | |
|------------|--|------------|
| 4.1 | TÜRKİYE'DE BİRLEŞME VE DEVRALMALAR..... | 165 |
| 4.2 | ARAŞTIRMA | 175 |
| 4.2.1 | Araştırma Yöntemi | 175 |
| 4.2.2 | Araştırma Kapsamı ve Veriler..... | 176 |
| 4.2.2.1 | Aşırı Getirilerin Tanımlanması..... | 178 |
| 4.2.2.2 | Hipotezler ve Test Yöntemi | 183 |
| 4.3 | BULGULAR..... | 187 |
| 4.3.1 | Örnek Kütleli Oluşturan Hisse Senetlerinin Getirileri..... | 184 |
| 4.3.2 | Hedef Şirketlerde Hisse Senedi Getirileri..... | 189 |
| 4.3.3 | Alıcı Şirketlerde Hisse Senedi Getirileri..... | 190 |
| 4.3.4 | Bağımlı İki Örnek t Testi Hipotez Testleri..... | 191 |
| 4.3.5 | Ki-Kare Uygunluk Testi..... | 192 |
| 4.3.6 | Korelasyon Analizi..... | 194 |

| | |
|--|-----|
| SONUÇ | 198 |
| KAYNAKÇA | 206 |
| EKLER : | |
| Ek-1/a : 2002-2008 Dönemi İncelenen Birleşme ve Devralmalar Listesi..... | 215 |
| Ek-1/b: İnceleme Konusu Yapılan Birleşme ve Devralmalar..... | 216 |
| Ek-2 : Sermaye Piyasası Mevzuatı Uyarınca Birleşme Sözleşmesinde Bulunması Gereken Bilgiler..... | 224 |
| Ek-3: Birleşme Genel Kurulu Öncesinde Sermaye Piyasası Kurulu Başvurusunda Sunulması Gerekli Bilgi ve Belgeler..... | 226 |
| Ek-4: Birleşme ve Devralmalarda Alıcıların Ülkeler İtibariyle Dağılımı..... | 227 |
| Ek-5 : İMKB’da Birleşme ve Devralmalar Nedeniyle İşlem Sırası Kapanan Şirketler (2002-2009)..... | 228 |

TABLO LİSTESİ

| | |
|---|-----|
| Tablo 1 : Birleşme ve Devralmaların İşlem Türleri İtibariyle Adetsel Dağılımı (2002-2008)..... | 15 |
| Tablo 2: Küresel Düzeyde Büyük Ölçekli Birleşme ve Devralmalar (1990-2004)..... | 16 |
| Tablo 3: Birleşme Dalgaları | 23 |
| Tablo 4 : ABD’de İlk Dört Birleşme Dalgasının Boyutları | 34 |
| Tablo 5 : Dördüncü Birleşme Dalgasında Başlıca Büyük Ölçekli İşlemler..... | 36 |
| Tablo 6 : ABD’de 1990-1999 Döneminde Birleşme ve Devralmalar..... | 40 |
| Tablo 7 : ABD’de Birleşme ve Devralmaların Milli Gelir’e Oranı (1970-2000)..... | 41 |
| Tablo 8 : JP Morgan Chase Bankasının Gelişimi..... | 42 |
| Tablo 9 : Asya Ülkelerinde Birleşme ve Devralmalar (1990-2004)..... | 46 |
| Tablo 10 : Birleşmelerin Amaç ve Etkileri..... | 78 |
| Tablo 11 : Birleşme Dalgaları ve Finansman Yöntemleri | 103 |
| Tablo 12: ABD ve İngiltere’de Sınır Ötesi Birleşme ve Devralmalarda Ödeme Yöntemleri (1971-1980) | 106 |
| Tablo 13 : ABD’de Dönemler İtibariyle Finansman Yöntemlerinin Gelişimi..... | 109 |
| Tablo 14 : Değerleme Yöntemlerinin Güçlü ve Zayıf Yanları..... | 120 |
| Tablo 15: İMKB Ortalama Değerleme Oranları (2002-2009)..... | 125 |
| Tablo 16: Çeşitli Ülkelerde Tarihsel Pazar Risk Primi Oranları | 130 |
| Tablo 17: Kayıtlı Değer, Piyasa Değeri ve Ekonomik Değer Karşılaştırması..... | 133 |
| Tablo 18: Türkiye’de 2002-2008 Döneminde Birleşme ve Devralmalar..... | 170 |
| Tablo 19 : Türkiye’de Birleşme ve Devralmaların Sektörel Dağılımı (2002-2008)..... | 173 |
| Tablo 20: Türkiye’de Birleşme ve Devralmalarda Öne Çıkan Sektörler (2002–2008).... | 174 |
| Tablo 21: Birleşme ve Devralmaların Performans Değerlendirmesinde Kullanılan Araştırma Yöntemleri | 176 |
| Tablo 22 : Hisse Senetlerinde Ortalama Aşırı Getiri Oranları..... | 187 |

| | |
|---|-----|
| Tablo 23: Hisse Senedi Getiri Oranlarına İlişkin t İstatistik Değerleri..... | 188 |
| Tablo 24 : Hedef Şirket Hisse Senetlerinde Ortalama Aşırı Getiriler..... | 189 |
| Tablo 25: Hedef Şirket Hisse Senetlerinde Aşırı Getirilerin t İstatistik Değerleri..... | 189 |
| Tablo 26 : Alıcı Şirket Hisse Senetlerinde Ortalama Aşırı Getiriler..... | 190 |
| Tablo 27: Alıcı Şirket Hisse Senetlerinde Aşırı Getirilerin t İstatistik Değerleri..... | 191 |
| Tablo 28 : Bağımlı İki Örnek t Testi Hipotez Test Sonuçları..... | 191 |
| Tablo 29 : Ki-Kare Testi..... | 193 |
| Tablo 30: Ki-Kare Hipotez Test Sonuçları..... | 193 |
| Tablo 31: Hedef Şirketler- Aşırı Getirilerin Korelasyonu..... | 194 |
| Tablo 32: Alıcı Şirketler - Aşırı Getirilerin Korelasyonu..... | 195 |

GRAFİKLER

| | |
|---|-----|
| Grafik 1 : 2002-2008 Döneminde Yerli ve Yabancı Yatırımcılar Tarafından Gerçekleştirilen Birleşme ve Devralmaların İşlem Değerleri..... | 13 |
| Grafik 2 : Küresel Düzeyde Birleşme ve Devralmalar (1990-2004)..... | 39 |
| Grafik 3 : 2002- 2008 Döneminde Türkiye'de Birleşme ve Devralma İşlem Sayıları.... | 171 |
| Grafik 4 : 2002- 2008 Döneminde Türkiye'de Birleşme ve Devralmaların İşlem Değeri. | 172 |

ŞEKİLLER

| | |
|---|-----|
| Şekil 1 : Faaliyet Giderleri Yaklaşımı | 91 |
| Şekil 2 : Olay Penceresinin Kapsadığı Dönem..... | 177 |

KISALTMALAR

| | |
|----------|--|
| A.B.: | Avrupa Birliği |
| ABD: | Amerika Birleşik Devletleri |
| AMEX: | American Stock Exchange |
| ASEAN: | Güney Doğu Asya Ülkeleri Birliği |
| BDDK: | Bankacılık Düzenleme ve Denetim Kurulu |
| BSMV: | Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi |
| DJIA : | Dow Jones Industrial Average |
| DPT : | Devlet Planlama Teşkilatı |
| EBITDA: | Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization |
| FVFM: | Finansal Varlıklar Fiyatlama Modeli |
| GOÜ: | Gelişmekte Olan Ülkeler |
| GSMH: | Gayrisafi Milli Hasıla |
| GSYİH: | Gayrisafi Yurtiçi Hasıla |
| H/B: | Hazine Bonosu |
| IMF: | International Monetary Fund |
| İMKB: | Istanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KHK: | Kanun Hükmünde Kararname |
| KVK: | Kurumlar Vergisi Kanunu |
| LIBOR: | London Interbank Offered Rate |
| NASDAQ: | Nasdaq Stock Market |
| NBER: | National Bureau of Economic Research |
| NYSE: | New York Stock Exchange |
| OECD: | Organization for Economic Co-operation and Development |
| OPEC: | Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü |
| SEC: | Securities and Exchange Commission |
| SIC : | Standart Industrial Classification |
| SPK : | Sermaye Piyasası Kurulu |
| SerPK: | Sermaye Piyasası Kanunu |
| S&P: | Standard and Poor's |
| TCMB: | Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası |
| TL: | Türk Lirası |
| TMSF: | Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu |
| TÜFE: | Tüketici Fiyatları Endeksi |
| TTK: | Türk Ticaret Kanunu |
| UFRS: | Uluslararası Finansal Raporlama Standartları |
| USD, \$: | Amerikan Doları |
| US GAAP: | United States Generally Accepted Accounting Procedures |
| € | Euro |

GİRİŞ

Şirket birleşme ve devralmaları, günümüzde, küresel düzeyde olduğu gibi ülkemizde de firmaların büyüme stratejileri, faaliyetlerin yeniden yapılandırılması ve çeşitlendirilmesi ile yeni pazarlara giriş açısından giderek daha önemli hale gelmektedir.

1990'lı yılların başlarında birleşme ve devralma işlem hacminin artışı ile başlayan beşinci birleşme dalgası, 2001-2002 yıllarında yaşanan duraklama döneminin ardından 2003 yılından itibaren küresel düzeyde tekrar güçlenme eğilimine girmiştir. Hızla gelişen birleşme dalgasının da etkisiyle, bu dönemde Türkiye'de birleşme ve devralmalar, özellikle 2005 yılından itibaren hız kazanmış, bu tür işlemlerin ülke ekonomisi açısından önemi ve ağırlığı hızla artmıştır. Çalışmada 2002-2008 döneminin kapsanması, bu tür işlemlerin 2005-2008 döneminde yoğunlaşması nedeniyle birleşme ve devralmaların İMKB'da işlem gören hisse senedi getirilerine etkisinin belirlenmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Çalışmada, bu tür faaliyetlerin gelişimi ve özellikleri ile Türkiye'nin son birleşme dalgasına katılma süreci ve 2002-2008 döneminde gerçekleşen işlemlerin İMKB'da hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmektedir.

Birleşme ve devralmalarda açıklamaya dayalı hisse senedi getirileri, ABD ve İngiltere gibi, bu tür işlemlerin çok yaygın olduğu ve sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde özellikle 1970'li yılların ikinci yarısından itibaren literatürde yoğun bir şekilde araştırma konusu yapılmıştır. Finans literatüründeki bulgular, birleşme ve devralmalarda olay penceresinde hisse senedi performansının genellikle piyasanın üzerinde gerçekleştiği, ancak söz konusu aşırı getirilerin ağırlıklı olarak hedef şirket hisse senetlerinde olduğu yönündedir.

Birleşme ve devralmaların gelişimi açısından Anglo Saxon ülkelerinden çok Kıta Avrupa'sı ülkeleriyle benzerlik gösteren ülkemizde ise söz konusu işlemlerin gelişmesi ile sektörel bazda ve yatırımcı niteliği itibarıyla çeşitlenmesi son yıllarda gerçekleşmiştir.

Türkiye’de birleşme ve devralma işlem adetleri ile işlem hacimlerinde 1990’lı yıllardan itibaren artış eğilimi yaşanmıştır. Söz konusu gelişmede, 24 Ocak 1980 kararları sonrasında Türkiye ekonomisinin giderek dışa açılması, sermaye piyasalarının oluşturulması ve ikincil hisse senetleri piyasasındaki hızlı gelişme önemli rol oynamıştır. 1990 sonrası dönemde özelleştirme uygulamalarının yoğunlaşması, Avrupa Birliği ilişkilerinin geliştirilerek tam üyelik perspektifi alınması ve yabancı sermayenin özellikle son yıllarda finansal hizmetler ve telekomünikasyon gibi belirli sektörlerle yönelik yoğun ilgisi işlem hacminin hızla artmasında etkili olmuştur.

Özellikle 2005 yılından itibaren işlem hacminde ve türlerindeki hızlı gelişmeye rağmen, birleşme ve devralmaların Borsa’da işlem gören taraf şirket hisse senedi getirilerine etkisi ülkemiz literatüründe sınırlı bir düzeyde araştırma konusu olmuştur.

Örnek kütlenin belirlenmesinde Ernst&Young tarafından yıllık olarak hazırlanan Birleşme ve Devralma İşlemleri Raporlarından yararlanılmış, tutarlılık açısından dönemin tamamı için aynı veri kaynağı kullanılmıştır. Ernst&Young verilerine göre, 2002-2008 döneminde gerçekleşen toplam 896 adet birleşme ve devralma işleminden 571 adedinin işlem değerleri kamuya açıklanmış olup, açıklanan işlemlerin toplam işlem değeri 95 milyar \$ düzeyindedir. İncelemeye konu olan birleşme ve devralmalara ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bültenleri yoluyla kamuya açıklanan bilgilerden de yararlanılmıştır.

Araştırmanın amacına uygun olarak, bu konudaki literatürdeki çalışmalarda olduğu gibi veri seti üzerinden filtreleme yapılarak incelemeye konu işlemler saptanmıştır. Filtrelemede kriterleri aşağıda belirtilmiştir.

- Birleşme veya devralma işlemine taraf olan şirketlerden, satın alan veya hedef şirketten en az birinin halka açık anonim şirket statüsünde olması ve hisse senetlerinin İMKB Ulusal Pazarında işlem görmesi,

- Devralınan şirketin hisse senetlerinin Borsa'da işlem görüyor olması durumunda, el değiştiren ortaklık paylarının şirket sermayesine oranının asgari % 10 düzeyinde bulunması,
- Satın alan şirketin halka açık olması halinde, satın alınan şirketin bedelinin, işlem tarihi itibarıyla satın alan şirketin piyasa değerine oranının % 10'un üstünde olması,
- İşlem tutarının 20 milyon ABD Dolarından daha düşük olmaması.

Ayrıca, aynı grup bünyesinde gerçekleştirilen birleşme ve devralma işlemleri ile kredi borçlarının yeniden yapılandırılması çerçevesinde finansal kuruluşların taraf olduğu işlemler dikkate alınmamıştır. Bu kriterlere uyan, dolayısıyla araştırma konusunu oluşturan birleşme ve devralmaların listesi ektedir. (Ek:1/a)

Çalışmada genellikle “birleşme ve devralma” ifadeleri birlikte kullanılmış, zaman zaman da bu konudaki uluslararası literatüre uygun olarak “birleşme” kavramına devralmaları da içerecek şekilde geniş kapsamlı olarak yer verilmiştir. Türkçe literatürde “devralma” anlamında “satın alma” kavramı da yoğun bir şekilde kullanılmakla birlikte, çalışmanın genelinde ifade bütünlüğü açısından “devralma” kelimesi yeğlenmiştir.

Türkiye’de 2002-2008 döneminde halka açık şirketlerin taraf olduğu işlemlerde, birleşme ve devralmanın alıcı ve hedef şirket hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin belirlenmesini amaçlayan çalışmada “olay çalışması” yöntemi kullanılmıştır. Örnek kütleli oluşturan 51 adet işlemde birleşme ve devralmanın açıklanma tarihi esas alınarak, öncesi ve sonrasında 1, 3 ve 6 aylık olay penceresinde aşırı getiriler belirlenmiştir. Hesaplanan aşırı getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı ise “Bağımlı İki Örnek t Testi” kullanılarak saptanmıştır.

Beş ana bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümünde, birleşme ve devralmalara ilişkin temel kavramlar, birleşme türleri ve güncel eğilimler aktarıldıktan sonra tarihsel

süreç içerisinde birleşme dalgaları ile bu tür işlemlerin değer yaratma özellikleri konusunda literatürdeki çalışmaların kapsamlı bir değerlendirmesine yer verilmiştir.

İkinci bölümde, birleşme ve devralmaların nedenleri ile finansal açıdan değerlendirilmesi üzerinde durulmaktadır. Bu bölümde; büyüme, çeşitlendirme, sinerjiler ve düşük değerlendirilmiş varlıklar gibi firmaları birleşme ve devralmalara teşvik eden unsurlar açıklanmakta, ayrıca, uygulanan finansman yöntemleri ve değerlendirme konuları da irdelenmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, hukuki çerçeve ele alınmaktadır. Birleşme ve devralmaların gerçekleşmesinde yasal ve idari düzenlemeler büyük önem taşımakta, düzenlemeler, birleşme dalgalarının oluşmasında veya son bulmasında da önemli rol oynamaktadır. Bu bölümde Türkiye’de düzenlemelerin yanı sıra Avrupa Birliği’nde birleşme ve devralmalara ilişkin olarak topluluk düzeyindeki temel düzenlemelere de yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde, Türkiye’de gerçekleşen işlemler incelenmiş, öncelikle 2002-2008 döneminde tamamlanan işlemlere ilişkin detaylı bilgilere yer verilmiştir. Ayrıca, araştırma yöntemi, kapsamı ve verilere ilişkin hususlar ile araştırmanın bulguları da bu bölümde ele alınmaktadır.

Sonuç bölümünde ise çalışmanın genel bir değerlendirmesi ile ulaşılan sonuçların yorumu yapılmıştır. Bu bölümde ayrıca, çalışmaya ilişkin kısıtlara değinilerek, bu alanda bundan sonra yapılabilecek çalışmalara ilişkin önerilere yer verilmiştir.

BÖLÜM 1

ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMALARI

1.1 BİRLEŞME VE DEVRALMALAR

19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren küresel ticaretin artışına bağlı olarak günümüzdeki anlamıyla ticari işletmelerin hızla gelişmesi işletme ile ilgili bilimsel çalışmaların gelişmesinde etkili olmuş, özellikle I. Dünya Savaşı'nı izleyen dönemde “İşletme Bilimi” tanımının kullanılmasına başlanmıştır.¹

Görel olarak genç bir bilim dalı olan işletme biliminin gelişmesinde teorik bilgilerin uygulamaya aktarılması da etkili olmuştur. Özellikle ABD’de uygulama ile karşılıklı etkileşim sonucunda zenginleşen bilim dalının gelişmesi II. Dünya Savaşı’nı izleyen dönemde hızlanmıştır.

İşletme bilimi içinde finansal yönetim, pazarlama, üretim yönetimi, insan kaynaklarının yönetimi ve organizasyon gibi alt kavramlar işletmelerin gelişimine paralel olarak uygulama ve teorik çalışmalarda giderek daha fazla kullanım alanı bulmuştur. Söz konusu bilim dalı alanına giren en önemli kavramlardan biri de şirket birleşme ve devralmalarıdır.

1.1.1 Temel Kavramlar

Şirket birleşmeleri; iki ya da ikiden çok sermaye şirketinin tasfiye olmaksızın bir ortaklık haline gelmesi ve birleşen şirket veya şirketlerin pay sahiplerine, bu ortaklığın paylarının verilmesidir.² Devralma ise bir ya da birden çok firmanın varlık ve

¹ Helmut Pernsteiner, “İşletme Bilimi Literatüründe Birleşme Kavramı”, Şirket Birleşmeleri içinde, Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner (Editörler), Alfa, 2004, s.590.

²Hamdi Yasaman, Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1987, s. 5.

borçlarıyla birlikte satın alınmasıdır.³ Öte yandan birleşme, literatür ve uygulamada, bir üst kavram olarak devralmayı kapsayacak şekilde de kullanılmaktadır.

İngilizce literatürde “mergers”, “amalgamation” veya “consolidation” ifadeleriyle tanımlanan kavramlar Türkçe literatürde “birleşme” kavramıyla adlandırılmaktadır. Alman literatüründe ise birleşme anlamında “füzyon” kavramı kullanılmaktadır.⁴ Şirket devralmalarının İngilizce literatürdeki karşılığı “take over” veya “acquisitions” kavramlarıdır. Söz konusu kavram karşılığında Türkçe literatürde “devralma”, “devralma yoluyla birleşme” ya da “şirket satınalma” ifadesi kullanılmakta, genel olarak birleşme ve devralmalar “mergers and acquisitions” ifadesiyle tanımlanmaktadır.⁵ Uygulamada şirket devralmalarına daha fazla rastlanılmakta, bir başka deyişle birleşme ve devralmaların büyük bölümü devralma şeklinde yapılmaktadır.

Öte yandan, uygulamada şirket devralmalarının genellikle entegrasyon sürecinde birleşme ile sonuçlanması nedeniyle “devralma” ve “birleşme” arasında ayırım yapılmasının güç olduğu belirtilmekte, iki kavram eşanlamli olarak kullanılabilir. Birleşme ve devralmaların firmaların birlikte yapılandırılması (corporate combinations) ifadesiyle tanımlandığı da görülmektedir.⁶

Tarihsel olarak birleşme ve devralmalar Anglo Saxon ülkelerinde yaygın bir şekilde uygulanma alanı bulmuş olup, 20. yüzyılda birleşme ve devralmaların en fazla gerçekleştirildiği ülke Amerika Birleşik Devletleri'dir. Finans literatüründe, ABD'de birleşme ve devralmaların firmaların büyümesi ve yeniden yapılanmasında temel yöntemler arasında yer alması, iş hayatında firmalar ya da varlıklarının el değiştirmesine yaygın bir şekilde rastlanması nedeniyle bu konuda aktif bir piyasanın var olduğu da (the market for corporate control) belirtilmektedir.

³ Niyazi Berk, Finansal Yönetim, 7. Baskı, Türkmen kitabevi, İstanbul, 2003.

⁴ “Birleşme” kavramını tanımlayan Latince kökenli “Fusion” sözcüğü Avrupa dillerinin çoğunda kullanılmakta olup, Alman, İsviçre ve İtalyan hukukunda da bu kavram kullanılmaktadır. Hikmet Sami Türk, Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın no:185, 1986, s.3.

⁵ Pernsteiner, a.g.m., s.594.

⁶ Mahendra Raj, Semih Özkan, “An Examination of the Performance of Corporate Combinations by Experienced UK Acquirers”, yayımlanmamış makale, s.1.

Kıta Avrupa'sında ise birleşme ve devralmalar; tarihsel, kültürel ve hukuk sisteminden kaynaklanan nedenlerden ötürü Anglo Saxon ülkeleri kadar yaygın değildir. Kıta Avrupa'sında mali sektörün yapısı birleşme ve devralmaların gelişimini uzun süre engellemiş, bununla birlikte, özellikle son 20 yıllık dönemde, sermaye piyasalarının hızla gelişmesine paralel olarak birleşme ve devralmalarda önemli artışlar gözlenmiştir. Birleşme ve devralmalar, 1990'lardan itibaren Avrupa ülkeleri ile ekonomik büyüme anlamında yüksek performansa sahip Güney Doğu Asya ülkeleri ve aralarında ülkemizin de yer aldığı diğer önemli gelişmekte olan ülkelerde giderek önemli rol oynamış ve küresel düzeyde yaygınlaşmıştır.

Ticari varlıkların el değiştirmesi söz konusu olduğunda firmaların tüzel kişilikleriyle bir bütün olarak birleşme veya devralma işlemine konu olmaları kavramı ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede, firmaların çeşitli varlıklarının ya da işletmelerinin el değiştirmesi söz konusudur. 1974-1992 döneminde ABD'de büyük ölçekli sınai işletmelerin yılda ortalama % 3,89'unun birleşme ve devralmalar yoluyla el değiştirdiği, hızlı büyüme dönemlerinde ise söz konusu oranın % 6,2 düzeyinde olduğu belirlenmiştir.⁷ Bu dönemde birleşme ve devralmalar tüm ticari ve sınai varlık devirlerinin yaklaşık yarısını oluşturmuş, diğer yarısı ise kısmi varlık satış ya da devirleri şeklinde gerçekleşmiştir.

Birleşme ve devralmalarda tipik olarak alıcıların ölçeği hedeflere göre çok daha büyüktür. Kısmi varlık devirleri ise genellikle birden fazla alanda faaliyet gösteren büyük ölçekli firmalar tarafından faaliyetlerin yeniden yapılandırılması amacıyla gerçekleştirilmektedir.

Birleşme ve devralmaların değer yaratma özelliği rekabet politikaları açısından da büyük önem taşımakta, bu tür işlemlerin ilgili endüstrilerde yoğunlaşmayı artırarak rekabeti sınırlandırması söz konusu olmaktadır. İlk üç birleşme dalgasının gerçekleştiği ABD'de, ikinci Dünya savaşı sonrası dönemde sınai sektörlerde yoğunlaşmanın

⁷ Vojislav Maksimovic, Gordon Phillips, "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains ?", The Journal of Finance, Vol. LVI, No:6, Dec.2001, s.2019.

tedricen artması sonucunda 1947 yılında % 23 düzeyinde olan en büyük 100 firmanın toplam sına katma değer içindeki payı 1962 yılında % 32'ye yükselmiştir.⁸ Öte yandan, literatürde 1962-1997 döneminde yoğun bir şekilde gerçekleşen birleşme ve devralmalara karşın ABD'de 100 büyük sına firmanın toplam katma değer içindeki payının aynı kaldığı hatta tedricen azalma eğilimine girdiğine yönelik bulgulara, dolayısıyla bu tür işlemlerin sonuç olarak yoğunlaşmayı arttırmadığı bilgisine de yer verilmektedir.

Literatürde, birleşme ve devralmalarda ortaklar açısından değer yaratılmasının, birleşme sonucunda pazar gücü artışından kaynaklanıyor olabileceği, ilgili işletme açısından olumlu olan bu durumun, söz konusu sektörlerde rekabeti sınırlayarak ekonominin bütünü açısından olumsuz etkide bulunabileceği yönünde görüşler de bulunmaktadır.⁹

Neoklasik teoriye göre firmalar yalnızca şirket değerini arttırıcı nitelikteki birleşme ve devralmaları gerçekleştirirler. Teorik olarak birleşmeye taraf şirketler konuyu en iyi şekilde değerlendirme olanağına sahip olup, potansiyel adaylar arasından şirket değerini en çok arttıracak firma ile işbirliğini yeğleyecektir. Bu çerçevede tarafların bilgisinin eksiksiz olması durumunda, firmalarca; içsel bilgiler, birleşme yoluna gidecekleri potansiyel firmalara ilişkin bilgiler ile sinerji kazançlarının en iyi şekilde değerlendirilerek birleşme sonucunda oluşacak firma değerini azamileştirecek bileşimin seçilmesi beklenmektedir. Ancak tarafların birleşecekleri potansiyel firmaların değerleri ya da sinerji kazançlarına ilişkin bilgi eksikliği, öngörülerdeki yanlışlıklar veya taraf şirket yöneticilerince şirket ortaklarının çıkarlarının geri planda tutulması gibi nedenlerle alınan birleşme kararı ise taraflardan biri ya da tamamı için ideal olandan uzaklaşacaktır.

⁸ Lawrence J. White, "Trends in Aggregate Concentration in the United States", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.16, No:4, Fall 2002, s.144.

⁹ J. David Cummins, Mary A. Weiss, "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders", s.219, "Papers on Financial Services" içinde, ed. Robert E. Litan, Richard Herring, Brookings Institution Press, 2004.

Piyasa ekonomisinin gücü kaynakları etkin tahsisinden kaynaklanmakta, tahsisi sürecinin sağlıklı işlemesi ise taraflarca doğru, şeffaf ve eksiksiz bilgilere ek bir maliyete katlanılmaksızın erişilmesine bağlı olmaktadır. Finans teorisinde, etkin bir piyasanın, her türlü bilgiyi, derhal ve tamamen menkul kıymet fiyatlarına yansıtacağı varsayılmaktadır. Etkin bir piyasada, halka açık şirketlerde hisse senetlerinin borsa fiyatının -şirket değerine ilişkin bilinen tüm bilgilerin piyasa tarafından işlenmesi sonucunda oluşması nedeniyle- değer en önemli göstergelerinden biri olduğu kabul edilmektedir.

Çalışmada, birleşme ve devralmalar ağırlıklı olarak finans teorisi açısından incelenmektedir.

1.1.2 Birleşme Türleri

Birleşme ve devralmalar farklı açılardan sınıflandırılabilir. Birlikte, en çok kullanılan ayrımlardan biri taraf firmaların faaliyet gösterdikleri endüstriler temel alınarak yatay, dikey ya da karma birleşme olarak tanımlanmasıdır.

1.1.2.1 Faaliyet Konuları İtibariyle

i) Yatay Birleşmeler

Faaliyet konusu itibariyle aynı sektörde etkinlik gösteren firmaların birleşmesi genellikle yoğunlaşmayı arttırmaktadır. İşletmeler açısından özellikle sinerji anlamında değer yaratabilen yatay (horizontal) birleşmelerden beklenen başlıca yararlar; yatırım ve faaliyet giderlerinden sağlanacak tasarruflar ile gelirlerin artırılması ve büyüme olanaklarının daha iyi değerlendirilmesi şeklinde özetlenmektedir.¹⁰

ABD’de 19. Yüzyılın sonuna doğru ekonomik faaliyetlerde yaşanan daralma eğiliminin de etkisiyle oluşan ilk birleşme dalgasında, imalat sanayiinin pek çok alt

¹⁰Sudi Sudarsanam, “Creating Value from Mergers and Acquisitions The Challenges”, FT Prentice Hall, 2003, s.127.

sektöründe konsolidasyon süreci etkili olmuş, bu dönemde firmalarca özellikle piyasa etkinliğinin artırılması ve fiyat rekabetinin sınırlandırılması amacıyla yatay birleşmelere ağırlık verilmiştir. İlk birleşme dalgasında ABD’de gerçekleşen birleşmelerin % 78’inin yatay birleşme, % 12’sinin dikey birleşme ve % 10’unun ise hem yatay hem de dikey birleşme özelliği taşıdığı belirlenmiştir.¹¹

Beşinci dalga döneminde Avrupa Birliği üyesi ülkelerde finans sektöründeki konsolidasyon sürecinde gerçekleşen işlemlerin büyük bölümü yatay birleşmelere örnektir.

Aynı endüstride faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleşen yatay birleşmelerin rekabeti sınırlayıcı etkileri, rekabet otoritelerince bu tür birleşmeler üzerinde titizlikle durulmasına neden olmaktadır.

ii) Dikey Birleşmeler

Bir mal veya hizmetin üretim ve satış süreci hammaddenin sağlanmasından nihai ürünün dağıtım kanalları yoluyla tüketicilere satışına kadar pek çok aşamayı kapsamaktadır. Dikey (vertical) birleşmeler üretim sürecinin çeşitli aşamalarında faaliyet gösteren ve genellikle süreçte kullanılan belirli bir mal ya da hizmete yönelik olarak aralarında tedarik ilişkisi bulunan firmalar arasında yapılmaktadır.

Dikey birleşmeler, üretim sürecine ham madde ya da yarı mamul gibi çeşitli girdi sağlayan firmalarla birleşerek geriye doğru yapılabileceği gibi nihai ürünün daha etkin dağıtımını amacıyla satış kanallarıyla entegrasyona yönelik olarak ileriye doğru da yapılabilmektedir. Büyük ölçekli sınai işletmelerce yapılan dikey birleşmelerin temel nedeni genellikle geriye doğru entegrasyonu arttırarak ham madde veya yarı mamul girdi tedarikinde maliyet avantajı sağlanmasıdır.¹² Dikey birleşmelerin nihai olarak

¹¹Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 4th. Ed., Wiley, 2007, s.32.

¹² Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, “*Principles of Corporate Finance*, 4th Ed., McGraw-Hill, 1991, s.824.

değer yaratabilmesi açısından, birleşme sonucunda satış gelirlerinde ek bir artış sağlanması da önem taşımaktadır.¹³

Bancassurance olarak da adlandırılan sigorta ürünleri ile bankacılık hizmetlerinin aynı çatı altında sunulması uygulamaları da dikey entegrasyona örnektir. Bu tür birleşmeler yoluyla özellikle bankaların müşteri tabanına sigorta ürün ve hizmetlerinin şube ve diğer dağıtım alternatif kanalları üzerinden yaygın ve etkin bir şekilde dağıtımını hedeflenmektedir.

ABD’de 1922 yılında başlayan ikinci birleşme dalgasında gerçekleştirilen işlemler ağırlıklı olarak dikey birleşme niteliğindedir. Bu dönemde, alıcı şirketlerce birleşme ve devralmalar yoluyla üretim sürecinin tümü ya da başlıca aşamalarının kontrolü hedeflenmiştir. 1920’li yıllarda, özellikle birinci birleşme dalgasında yer alamayan daha küçük ölçekli firmalarca dikey birleşmeler yoluyla güçlü firmalar ile daha iyi rekabet edilmesi amaçlanmıştır.

Bu dönemde, özellikle ağır sanayi, kimya, madencilik, gıda, perakendecilik ve finansal hizmetler gibi sektörlerde yoğunlaşan işlemler, önceki dönemlerde tek ya da az sayıda firmanın kontrolünde bulunan faaliyet konularında bir veya iki güçlü firmanın daha oluşmasında etkili olmuştur. İletişim teknolojisindeki ilerlemeler ulusal düzeyde özellikle nihai tüketim mallarında marka oluşturma çabalarını desteklerken, ulaşım altyapısı ve taşıt araçlarındaki gelişmeler ise ürünlerin ülke çapında dağıtım olanaklarını genişletmiştir.

iii) Karma Birleşmeler

Karma birleşmeler özellikle faaliyet konularının çeşitlendirilmesi amacıyla farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalar arasında gerçekleştirilmektedir.

¹³ Otomotiv endüstrisinde çok sayıda dikey birleşme örneğine rastlanmaktadır. General Motors firmasının oto yedek parça tedarikçisi Delphi’yi devralması ya da oto alımlarının finansmanı amacıyla tüketici finansmanı şirketini (GMAC) oluşturması dikey entegrasyona örnektir.

Farklı alanlarda faaliyet gösteren holding şirket yapısının yeğlenmesinin ardında yatan temel unsurlar aşağıdaki şekilde özetlenebilmektedir.¹⁴

- Şirket genel merkezi tarafından farklı faaliyet alanlarına kaynak tahsisinin etkin bir şekilde yapılabilmesi
- Koordinasyon çerçevesinde söz konusu farklı faaliyetlerden, bağımsız olarak göstereceklerinden daha iyi performans elde edilmesi
- Faaliyetlerin çeşitlendirilmesi yoluyla portföy riskinin azaltılması
- Çeşitlendirilmiş bir portföyde belirli alanlarda sinerjilerden yararlanılabilmesi (örneğin uygun maliyetlerle finansman sağlanması)

Karma birleşmelerin niteliklerine göre üç başlık altında toplanması mümkündür. Birbirleriyle ilişkili alanlarda faaliyet gösteren firmaların birleşmesi sonucunda ürün portföyü genişletilmekte, aynı çatı altında daha geniş bir ürün yelpazesiyile hizmet verilmektedir. Coğrafi anlamda farklı piyasalarda hizmet veren firmaların birleşmesi de karma birleşme olarak tanımlanabilmektedir. Son olarak faaliyet konuları tamamen farklı şirketlerin birleşmesi sonucunda holding yapısında hizmet veren farklı alanlarda faaliyet gösteren işletmeler ortaya çıkmaktadır.

ABD’de 1965 yılında başlayan üçüncü birleşme dalgasında ağırlıklı olarak faaliyetlerin çeşitlendirilmesi yoluna gidilmiş, alıcı şirketlerce esas faaliyet alanları dışındaki sektörlerde birleşme ve devralmalar gerçekleştirilmiştir.¹⁵ Bu dönemde çeşitlendirmeye yönelik birleşme ve devralmaların başlıca nedenleri arasında, özellikle; pazar payının korunması, esas faaliyet konusunun yoğun bir rekabete sahne olması, sektöre ilişkin belirsizliklerde artış eğilimi ile teknolojik gelişmeler yer almıştır. İkinci Dünya Savaşı sonrası dönemde özellikle yatay ve dikey birleşmelere ilişkin yasal

¹⁴ Bununla birlikte, özellikle ABD’de finansal piyasalarda, holding yapısının şirket ortakları açısından ek bir fayda sağlamadığı, şirket ortaklarının arzu etmeleri halinde portföylerini çeşitlendirerek aynı etkiyi yaratabileceğine yönelik genel bir kanı söz konusudur.

¹⁵ Çeşitlendirme ölçütü olarak genellikle bir firmanın faaliyet gösterdiği endüstri adedi kullanılmaktadır. ABD’de endüstri tanımı konusunda kullanılan ölçütler Standart Endüstriyel Sınıflama ölçütü (Standart Industrial Classification-SIC) veya Federal Trade Commission tarafından kullanılan birleşme sınıflandırma ölçütüdür. SIC kodları, ABD’de finans literatüründe birleşme ve devralmalara ilişkin çalışmaların çoğunda endüstri tanımı olarak kullanılmaktadır. Cary L. Cooper, Sydney Finkelstein (ed.), *Advances in Mergers and Acquisitions*, JAI Press, 2006.

düzenlemelerdeki sınırlamaların genişletilmesi de çeşitlendirmeye yönelik birleşme ve devralmaların artışında etkili olmuştur.

Üçüncü dalga döneminde gerçekleştirilen çeşitlendirmeye yönelik işlemlerde, şirket yönetimlerinin ön plana çıktığı, sıklıkla kendi konumlarını sürdürmek veya güçlendirmek adına, şirket ortaklarının çıkarları gözetilmeksizin atılan adımların etkili olduğu da belirtilmektedir.

ABD’de dördüncü dalga döneminden itibaren, 1960’lı yıllar ve 1970’li yılların başlarında yapılan çeşitlendirmeye yönelik karma birleşmelerin tersine odaklanmayı arttırıcı nitelikte işlemlere ağırlık verilmiştir. Esas faaliyet konusuna odaklanma eğilimi günümüzde de sürmektedir.

Rekabeti azaltıcı etkisi sınırlı olmakla birlikte, dikey ve karma birleşmelerin, bir endüstride özellikle sektöre yeni oyuncuların girişine engel olabilmeleri nedeniyle rekabet otoritelerinin incelemesine konu oldukları belirtilmektedir.¹⁶

1.1.2.2 Birleşme ve Devralma Yöntemi İtibariyle

Birleşme ve devralmalar yoluyla şirketlerin kontrolünün ele geçirilmesine yönelik yöntemlerin üç başlık altında toplanması mümkündür.¹⁷

i) Borsa’da Alım Yöntemi

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde, şirketin kontrolünü ele geçirmeye yetecek düzeyde ortaklık payının borsadan satın alınması olasıdır. Bu tür bir ele geçirmenin gerçekleşmesi özellikle hisse senetlerinin likiditesinin yeterli olduğu halka açıklık oranı yüksek şirketlerde, çok sayıdaki ortaklardan herhangi birinin kontrolü elinde bulundurmadığı durumlarda söz konusudur.

¹⁶ Robert F. Bruner, Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, 2004. s. 752.

¹⁷ F. Hayal Şehirali Çelik, Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın no:444, 2008, s.58.

Uygulamada, borsada alım yoluyla hedef şirket kontrolünün ele geçirilmesine çok az rastlanmaktadır. Bununla birlikte, özellikle menkul kıymet borsalarında çok sayıda halka açık şirket hissesinin işlem gördüğü ABD’de borsada alım yoluyla belirli düzeyde ortaklık pay senetlerinin toplanmasının, daha sonra hedef şirket pay sahiplerine yapılacak pay alım teklifinin ön aşamasını oluşturabildiği görülmektedir. Belirli düzeyde ortaklık payını borsada alım yoluyla toplayan alıcı şirket, hazırlıklarını tamamladıktan sonra uygun bir zamanda pay alım teklifi yoluyla kontrolü sağlamaya çalışmaktadır.¹⁸

Kıta Avrupa’sında ise şirketlerin kontrolü genellikle az sayıda ortağın elinde yoğunlaştığından –sıklıkla işletmelerde kontrol belirli ailelerde bulunmaktadır- borsada alım yoluyla şirketlerin kontrolünün ele geçirilmesi olanakları sınırlıdır.¹⁹

Ülkemizde hisse seneleri borsada işlem gören şirketlerde genellikle halka açıklık oranı düşük olup, sıklıkla hakim ortak veya ortakların kontrolü söz konusudur. Bu çerçevede borsada alım yoluyla kontrolün ele geçirilmesi genellikle mümkün olmamaktadır. Bununla birlikte, son yıllarda özellikle menkul kıymet yatırım ortaklıklarında yabancı kurumsal yatırımcılar tarafından bu tür girişimler yapılabildiği gözlenmiştir.²⁰ Yabancı fonların girişimleri sonucunda menkul kıymet yatırım ortaklığının kontrolüne yetecek düzeyde ya da en azından yönetimde belirli ölçüde söz hakkı sağlayacak pay edinimleri söz konusu olabilmektedir.

ii) Borsa Dışı Alım Yöntemi

Hedef şirket ortaklık paylarının borsa dışında pay sahipleriyle doğrudan görüşmeler yoluyla satın alınması da olasıdır. Az sayıda şirket ortağıyla anlaşma yoluyla gerçekleşen bu tür işlemlerde genellikle prim ödenmesi söz konusudur.

¹⁸ Şehirli Çelik, a.g.e., s.59.

¹⁹ Harry Huizinga, Lars Jonung, The Internationalization of Asset Ownership in Europe, Cambridge University Press, 2005.

²⁰ SPK mevzuatı doğrultusunda menkul kıymet yatırım ortaklıklarında asgari halka açılma oranı % 49’dur.

Ülkemizde hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlere yönelik birleşme ve devralmalar genellikle borsa dışında alım yoluyla gerçekleşmektedir. İMKB’de hisse senetleri işlem gören şirketlerin birleşme ve devralmaları sermaye piyasası mevzuatına ve SPK onayına tabi olduğundan borsa dışı alım yoluyla kontrolün ele geçirildiği durumlarda, küçük yatırımcının haklarının korunması bakımından borsada işlem gören hisse senetlerine ilişkin olarak SPK tarafından çağrı yükümlülüğü öngörülmektedir.

iii) Teklif Yoluyla Devralma

Teklif yoluyla (tender offer) hedef şirket hisselerinin satın alınmasına yönelik bu yöntemde şirket yönetimi ile pazarlık yapılmaksızın doğrudan hedef şirket ortaklarına açık bir teklifte bulunmaktadır. Alıcı ya da alıcıların amacı, teklif sonucunda satın alınan paylarla hedef şirket sermayesinde kontrolü sağlayacak düzeyde pay sahipliği oranına ulaşılmasıdır. Pay alım teklifleri hedef şirket ortaklık paylarının tamamen veya kısmen edinilmesine yönelik olabilmektedir. Çoğunlukla hedef şirket yönetimince istenmeyen (hostile) bu tür işlemlerde hedef şirket hissedarlarına hisse senetleri karşılığında genellikle nakit, hisse senedi veya her ikisinin bir bileşimi önerilmektedir. Pay alım tekliflerinde nakit ödeme daha fazla tercih edilmektedir.

ABD’de Securities and Exchange Commission (SEC) kurallarına göre pay alım tekliflerinde belirli koşullara uyulması zorunludur.²¹ Pay alım teklifinin şarta bağlı olarak yapılandırılması, örneğin teklifin geçerliliğinin yeterli düzeyde pay sahibi tarafından kabulü şartına bağlanması da mümkündür. Birleşmeler ise çoğunlukla alıcı ve hedef şirket yönetimlerinin anlaşmasıyla gerçekleşmektedir. Birleşmeler genellikle alıcı ve hedef şirket yönetim kurullarında görüşülerek onaylandıktan sonra hedef şirket

²¹ ABD’de pay alım teklifi esas olarak, 1934 tarihli Securities Exchange Act yasasını 1968 yılında tadil eden The Williams Act ile düzenlenmiş olup, yasada özellikle; devralma sürecinin hedef şirket tarafından daha iyi değerlendirilebilmesi için gerekli bilgilerin sağlanması, teklifin asgari geçerlilik süresi ve hedeflerin alıcılar aleyhine yargı yoluna başvurulabilmesine ilişkin hususlar düzenlenmiştir. Bu çerçevede; tekliflerin asgari 20 gün süreyle geçerli olması, teklifi kabul eden ortaklarına bu sürenin ilk 7 günlük bölümünde vazgeçme olanağı sağlanması, planlanandan daha fazla hisse senedinin arzı durumunda alımların oransal olarak yapılması ve en önemlisi tüm hisse alımının aynı fiyat düzeyinden yapılması öngörülmüştür.

ortaklarının onayına sunulmakta, genel kurul onayı sonrasında hedef şirket hisse senetlerinin alıcı tarafından satın alınması yoluna gidilmektedir.²²

1.1.3 Birleşme ve Devralmalarda Güncel Eğilimler

i) *Sınır Ötesi İşlemlerin Artan Önemi*

1980'lerden itibaren hızla gelişen küreselleşme eğilimi üretimin uluslararasılaşmasını desteklemiş, özellikle mal ve sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Bu dönemde gelişmiş ülke kökenli çokuluslu şirketlerin sınır ötesi (cross border) yatırımları önemli ölçüde artmaya başlamış, özellikle beşinci dalga döneminde, büyük ölçekli çokuluslu şirketlerce uluslararası büyüme stratejilerinde birleşme ve devralmalara ağırlık verilmesi de küresel düzeyde sınır ötesi işlem hacimlerinin yükselmesinde etkili olmuştur.

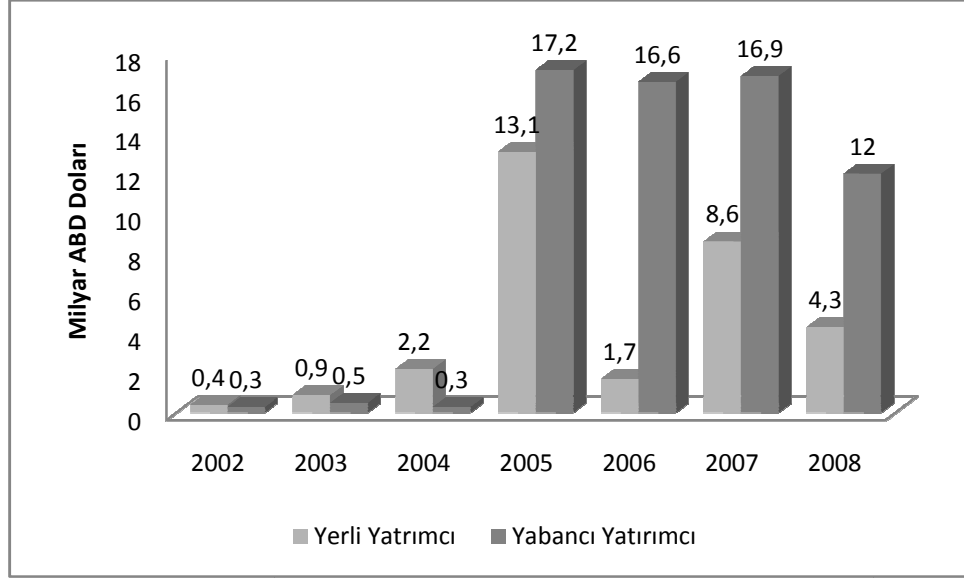
1990'lı yıllara kadar büyük ölçüde komple yeni yatırımlardan (greenfield investment) oluşan gelişmekte olan ülkelere yönelik sınır ötesi yatırımlar, bu tarihten itibaren giderek artan ölçüde birleşme ve devralmalar yoluyla gerçekleştirilmiştir. Birleşme ve devralmalar özellikle beşinci dalga döneminden itibaren hızla artarak komple yeni yatırımların yerini almaya başlamıştır. Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinde 1980'li yıllarda sırasıyla % 10 ve % 4 düzeyinde gerçekleşen sınır ötesi birleşme ve devralmaların toplam sınır ötesi yatırımlar içindeki payı, 1991-2000 döneminde sırasıyla % 61 ve % 48'e yükselmiştir.²³

2002-2008 döneminde ülkemizde gerçekleşen birleşme ve devralmalarda da sınır ötesi işlemlerin payı yüksek düzeyde oluşmuştur. Bu dönemde yapılan işlemlerin yurtiçi ve yurtdışı arasında dağılımına bakıldığında, adetsel olarak işlemlerin % 40 oranında yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. İlk kez 2006 yılında yerli yatırımcılardan fazla işlem adedine sahip olan yabancı yatırımcılar, 2007

²²ABD'de şirket birleşmelerinin onaylanması için alıcı ve hedef şirket ortaklarının en az % 50'sinin olumlu oyu gerekmektedir.

²³ Anusha Chari, Paige P. Ouimet, Linda L. Tesar, "Acquiring Control in Emerging Markets : Evidence From the Stock Market", Working Paper: 10872, National Bureau of Economic Research, October 2004., s.2.

ve 2008 yılında da bu durumu sürdürmüştür.²⁴ 2002-2008 döneminde yurtdışında yerleşik şirket ve yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerde ortalama işlem büyüklüğü daha yüksek düzeyde oluşmuş, yerli yatırımcıların işlem değeri itibarıyla toplam işlem hacmindeki payı yaklaşık 1/3 düzeyinde kalmıştır. (Grafik 1)



Grafik 1
2002-2008 Döneminde Yerli ve Yabancı Yatırımcılar Tarafından Gerçekleştirilen Birleşme ve Devralmaların İşlem Değerleri

Kaynak: Ernst & Young, “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Raporları”, 2002-2008.

Sınır ötesi birleşme ve devralmalarda, taraf firmalarca aynı ülke sınırları içinde gerçekleşen işlemlere göre farklı risk ve tehditlerle karşılaşılabilir. Bununla birlikte, beşinci dalga döneminden itibaren başlayan küresel düzeyde sınır ötesi birleşme ve devralmalarda artış eğilimi günümüzde de sürmektedir.

²⁴ 2008 yılında ülkemizde gerçekleştirilen toplam 171 adet işlemin 100’ü yabancı yatırımcılar tarafından yapılmıştır. Oransal olarak yabancıların işlem adedindeki payı 2008 yılında % 58 ile 2002-2008 döneminin en yüksek düzeyine ulaşmıştır.

Üretim, hizmetler ve sermaye piyasalarının küreselleşmesi, iletişim alanındaki gelişmeler ile yabancı sermayeye yönelik yatırım ortamının küresel düzeyde iyileşmesi sınır ötesi birleşme ve devralmaların artışında önemli rol oynamaktadır.

ii) Finansal Yatırımcıların Artan İlgisi

1981 yılında başlayan dördüncü birleşme dalgasından itibaren finansal alıcıların birleşme ve devralmalarda etkin rol üstlendiği görülmektedir. Dördüncü dalga döneminde borçlanarak gerçekleştirilen şirket alımları (leveraged buy outs) hızla artmıştır. Önceki dönemlere göre çok daha yoğun bir şekilde kullanılan borçlanarak gerçekleştirilen alımların toplam işlem hacmi içindeki payı, bir önceki dalga döneminde yok denecek düzeyde iken, 1983-1986 döneminde yaklaşık % 15 düzeyine ulaşmıştır.

Yatırımcılar tarafından kaldıraçlı fonlar ile girişim sermayesi fonlarına aktarılan kaynaklar özellikle 1990'lı yıllardan itibaren artmaya başlamıştır. 20 yıl önce çok sınırlı yatırımcı kaynağına sahip olan bu tür fonlar günümüzde ana yatırım kategorileri arasında yer almaya başlamış, pek çok kurumsal ve varlıklı bireysel yatırımcının ilgi alanına girmiştir. Bu tür finansal yatırımcıların finansal kaynaklara erişim olanaklarındaki gelişmeler de birleşme ve devralmalarda daha etkin rol oynamalarını olanaklı kılmıştır.

2000'li yıllarda girişim sermayesi (private equity) şirketleri ve kaldıraçlı fonlar gibi finansal yatırımcıların birleşme ve devralmalara ilgisi önemli ölçüde artmıştır. Girişim sermayesi şirketleri tarafından birleşme ve devralmalarda hedef şirketin faaliyet performansının artırılması üzerinde önemle durulmakta, özellikle faaliyet giderlerinin azaltılması yoluyla nakit akımlarının iyileştirilmesi hedeflenmektedir. Girişim sermayesi tarafından gerçekleştirilen birleşme ve devralmaların çıkış stratejisi genellikle halka arz veya blok satışa dayalıdır. Son yıllarda, özellikle ABD ve İngiltere'de ikincil işlemler yoluyla yani başka bir girişim sermaye yatırımcısına devir yoluyla yapılan çıkışlar da yaygınlaşmaya başlamıştır.²⁵ Girişim sermayesi şirketlerince halka açık

²⁵ İngiltere'de 2001 yılında girişim sermayesi işlemlerinde % 5 düzeyinde olan ikincil işlemlerin payının 2005 yılında % 40'a yükseldiği tahmin edilmektedir. "Unlocking global value : Future trends in private equity investment worldwide", Apax Partners, www.apax.com, 25.12.2009.

şirketlerin birleşme ve devralmalarında genellikle devralma sonrasında halka açıklık özelliğinin ortadan kaldırılması ve şirket hisselerinin borsa kotundan çıkarılması yoluna gidilmiştir. Ülkemizde de 2002-2008 döneminde birleşme ve devralmalarda finansal yatırımcıların ilgisinde artış gözlenmiştir.²⁶

iii) Özelleştirmeler

Dördüncü dalga döneminden itibaren özelleştirme uygulamaları küresel düzeyde birleşme ve devralmalar içerisinde önemli bir yer tutmuştur. Bu dönemde öncelikle İngiltere, daha sonra kıta Avrupa’ında gerçekleştirilen özelleştirme uygulamaları beşinci dalga dönemi ve sonrasında birleşme ve devralmaların artışında önemli rol oynamıştır. Aşağıdaki tablodan da görüldüğü gibi, ülkemizde de 2002-2008 döneminde birleşme ve devralmalarda özelleştirmelerin²⁷ payı yüksek düzeyde gerçekleşmiş, işlem türleri itibariyle özelleştirmeler ikinci, TMSF tarafından gerçekleştirilen işlemler ise üçüncü en yüksek işlem adedini oluşturmuştur.

Tablo 1
Birleşme ve Devralmaların İşlem Türleri İtibariyle Adetsel Dağılımı (2002-2008)

| İşlem Türleri | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Satın Alma | 45 | 50 | 66 | 120 | 127 | 156 | 154 |
| Birleşme | 3 | 1 | 0 | 7 | 1 | 1 | 1 |
| İşletme Hakkı Devri | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 4 |
| TMSF | 0 | 0 | 0 | 18 | 19 | 15 | 2 |
| Özelleştirme | 2 | 29 | 25 | 19 | 7 | 6 | 10 |
| Diğer | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Toplam | 54 | 80 | 91 | 164 | 154 | 182 | 171 |

Kaynak: Ernst & Young, “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Raporları”, 2002-2008.

²⁶ Şubat 2008’de Migros sermayesindeki % 50,8 oranındaki Koç Holding payının 1,6 milyar \$ bedel karşılığında girişim sermayesi fonu BC Partners’a satışı finansal yatırımcılarca ülkemizde gerçekleştirilen en yüksek tutarlı işlemlerden birini oluşturmuştur.

²⁷2002-2008 döneminde ülkemizde gerçekleştirilen büyük ölçekli özelleştirmeler arasında Tüpraş, Türk Telekom ve Ereğli Demir Çelik özelleştirmeleri yer almıştır.

İşletme Hakkı Devirlerinde işlem sayıları düşük düzeyde kalmakla birlikte işlem değerleri yüksek düzeylerde seyretmiş, 2002-2008 döneminde toplam 9 adet işletme hakkı devir işleminin toplam meblağı yaklaşık 6,9 milyar \$ düzeyinde gerçekleşmiştir.

iv) İşlem Değerlerinde Artış

Büyük ölçekli birleşme ve devralmalar özellikle 1980'li yıllardan itibaren artış göstermiş, dördüncü dalga döneminde birleşme ve devralmalarda ortalama işlem büyüklüğü bir önceki dalgaya göre büyük ölçüde artmıştır. 1990'lı yıllarda başlayan beşinci dalga dönemi ile izleyen yıllarda büyük ölçekli işlemlerin sayısı hızla artmış, ortalama işlem büyüklükleri önemli ölçüde yükselmiştir. Beşinci dalganın son dönemleri ile izleyen yıllarda yapılan bir kısım büyük ölçekli birleşme ve devralmalara aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 2
Küresel Düzeyde Büyük Ölçekli Birleşme ve Devralmalar (1990-2004)

| Alıcı Şirket | Hedef Şirket | Sektör | İşlem Değeri (Milyar \$) | Yılı* |
|----------------------|-----------------------|--------------------|--------------------------|-------|
| Vodafone | Mannesman | Telekomünikasyon | 202.8 | 1999 |
| American Online | Time Warner | Medya | 164.7 | 2000 |
| Pfizer | Warner Lambert | İlaç | 89.2 | 1999 |
| Exxon | Mobil | Petrol | 78.9 | 1998 |
| Glaxo Wellcome | SmithKline Beecham | İlaç | 76.0 | 2000 |
| Travelers Group | Citicorp | Finansal hizmetler | 72.6 | 1998 |
| Comcast | AT&T Broadband | Telekomünikasyon | 72.0 | 2001 |
| SBC Communications | Ameritech | Telekomünikasyon | 62.6 | 1998 |
| NationsBank | BankAmerica Corp | Finansal hizmetler | 61.6 | 1998 |
| Vodafone | Airtouch Com. | Telekomünikasyon | 60.3 | 1999 |
| Sanofi/Synthelabo | Aventis | İlaç | 60.2 | 2004 |
| Shareholder Group | Nortel Networks | Telekom teçhizat | 60.0 | 2000 |
| Pfizer | Pharmacia | İlaç | 59.5 | 2002 |
| JP Morgan Chase | Bank One Corp | Finansal hizmetler | 58.8 | 2004 |
| Qwest Communications | US West | Telekomünikasyon | 56.3 | 1999 |
| AT&T | Tele-Comm. | Telekomünikasyon | 53.6 | 1998 |
| Bell Atlantic | GTE Corp. | Telekomünikasyon | 53.4 | 1998 |
| Total Fina | Elf Aquitaine | Petrol | 50.1 | 1999 |
| AT&T | MediaOne Group | Telekomünikasyon | 49.3 | 1999 |
| Bank of America | FleetBoston Financial | Finansal hizmetler | 49.3 | 2003 |

* : Açıklanma tarihi esas alınmıştır.

Kaynak: Roger Y. W. Tang, Ali M. Metwalli, (2006) a.g.e. s.8'den uyarlanmıştır.

Tablodan da görüldüğü gibi büyük ölçekli işlemler özellikle finansal hizmetler, telekomünikasyon, ilaç ve petrol sektörlerinde yoğunlaşmıştır. Borsalardaki uzun soluklu yükseliş eğilimi ile diğer finansman olanaklarındaki gelişmeler işlem değerlerindeki yükselişe paralel seyretmiş, artan şirket değerleri önemli ölçüde hisse senedi değişimi ve borçlanma yoluyla finanse edilmiştir.

v) *Hizmet Sektörlerinin Ön Plana Çıkması*

Beşinci dalga döneminin en önemli özelliklerinden biri, birleşme ve devralmaların sadece sınai üretim sektörlerinde değil sıklıkla finansal hizmetler ve telekomünikasyon gibi hizmet sektörlerinde gerçekleştirilmesidir. Beşinci birleşme dalgasında, küresel düzeyde finansal hizmetler, telekomünikasyon ve ilaç sektörleri ön plana çıkmıştır. Bu dönemde, birleşme ve devralmalar büyük ölçüde aynı ya da yakından ilgili sektörlerde faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleşmiş, odaklanmayı artırıcı yönde hareket edilmiştir.

Günümüzde finansal hizmetler sektöründe birleşme ve devralmaların küresel ölçekte artışında; bu tür işlemleri engelleyici yasal düzenlemelerin gevşetilmesi, bankaların kârlılığında yapısal olarak yükseliş eğilimi yaşanması, banka hisse senetlerine yatırımcıların artan ilgisi, iletişim ve bilgi işlem teknolojilerindeki hızlı gelişmeler ile ölçek ekonomilerinin artan önemi rol oynamıştır.²⁸

2002-2008 döneminde, Türkiye’de şirket birleşme ve devralmalarında, finansal hizmetler sektörü işlem adedi ve parasal işlem hacmi itibariyle en yüksek paya sahip sektör olmuştur. Bu dönemde ikinci en yüksek işlem hacmi ise telekomünikasyon sektöründe gerçekleşmiştir. Hava Limanı İşletmeciliği sektöründeki işletme hakkı devirleri de adetsel bazda az sayıda olmasına karşın ortalama işlem büyüklüğünün yüksek düzeyde oluşması nedeniyle yüksek işlem hacmi yaratmıştır. İşlem hacminin yüksek olduğu diğer sektörler ise enerji ile gıda ve içecek sektörüdür.

²⁸ Zabihollah Rezaee, Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions: The Fair Value Approach, John Wiley&Sons, 2nd.ed., 2001, s.73.

Sonuç olarak, küresel eğilimlere uygun olarak ülkemizde de 2002-2008 döneminde birleşme ve devralmalarda hizmet sektörleri ön plana çıkmıştır.

1.2 BİRLEŞME DALGALARI

Birleşme ve devralmalar, piyasa mekanizmasının etkin olduğu ekonomilerde, sektörel yapılanmayı etkileyen ve yönlendiren en önemli unsurlardan biridir. Örneğin ABD’de 1960’lı yıllarda yaşanan üçüncü birleşme dalgasında firmalarca faaliyetlerin çeşitlendirilmesi yoluna gidilmiş, 1980’lerde başlayan izleyen dalga döneminde ise bu eğilim tersine dönmüş ve sektörel odaklanmayı arttırıcı işlemlere ağırlık verilmiştir.

Tarihsel süreç içerisinde belirli dönemlerde yoğunlaşan birleşme ve devralmalarda faaliyet düzeyinin ölçülmesinde genellikle gerçekleşen işlem sayısı veya işlemlerin parasal değeri ölçütleri kullanılmaktadır. Birleşme ve devralma faaliyet düzeyinin yoğunlaştığı dönemler, literatürde genellikle *birleşme ve devralma dalgası* veya kısaca *birleşme dalgası* ifadesiyle tanımlanmaktadır.

Birleşme dalgaları farklı etkenlerden kaynaklanabilmektedir. Dalgaların bir ülkenin ekonomik faaliyet düzeyi ile doğru orantılı olduğu, nominal milli gelir artışına bağlı olarak birleşme ve devralmaların arttığı belirtilmektedir.²⁹ Ekonomik büyüme dönemlerinde kredi hacmindeki hızlı genişleme de genellikle dalgalara eşlik ederek birleşme ve devralmaların finansmanını kolaylaştırmakta, önemli sınai ve teknolojik gelişmeler ile yasal ve idari sektörel düzenlemeler de dalgaların oluşmasında etkili olmaktadır.³⁰ ABD’de 1960’lı yıllarda oluşan üçüncü birleşme dalgasında gerçekleşen bir kısım birleşme ve devralmalarda da yaşandığı gibi, dalgaların oluşmasında şirket yöneticilerince izlenen faaliyetlerin büyütülmesi ve çeşitlendirmeye yönelik stratejilerde ortakların çıkarlarının arka planda tutulması önemli rol oynayabilmektedir.

²⁹ Bruner, a.g.e., s. 75.

³⁰ Örneğin Avrupa Birliğinde 1990’lardan itibaren ekonomik entegrasyona ilişkin düzenlemeler bir birleşme dalgasının oluşmasında etkili olmuş, ABD’de ilk dalga sonucunda anti-tröst düzenlemelerinin yoğunlaşması ise ikinci birleşme dalgası için uygun bir ortam oluşmasına katkıda bulunmuştur.

İlk iki birleşme dalgası büyük ölçüde ABD’de gerçekleşmiştir. İlk birleşme dalgasının oluşmasında, 19. yüz yılın son dönemlerinde ekonomik faaliyetlerde yaşanan daralma etkili olmuş, bu dönemde firmalarca özellikle pazar gücünün artırılması ve fiyat rekabetinin azaltılması amacıyla birleşme yoluna gidilmiştir. İlk dalga sonucunda anti-tröst düzenlemelerin yapılması, şirketlerin ikinci dalgada ağırlıklı olarak ölçek ekonomilerinden yararlanma ve dikey birleşmelere yönelmesinde etkili olmuştur. Yasal düzenlemelere aykırılık oluşturmaması çerçevesinde üçüncü birleşme dalgasında ABD’li şirketlerce holdingleşme ve faaliyet konularının çeşitlendirilmesine ağırlık verilmiştir.

1980’li yıllarda ise ABD’de dördüncü dalga sürecinde şirketler tarafından yeniden esas faaliyetlere odaklanma yönünde hareket edilmiş, federal hükümet tarafından havayolu taşımacılığı, finansal hizmetler ve telekomünikasyon gibi sektörlerde serbestleşmeye dönük düzenlemelere gidilmesi de dalganın oluşmasında önemli rol oynamıştır. 1890’lı yıllardan itibaren yaklaşık 100 yıllık bir dönemde gerçekleşen ilk dört birleşme dalgasının da etkisiyle ABD ekonomisinin yapısı önemli bir değişime uğramış, başlangıçta küçük ve orta ölçekli işletmelerin ağırlıklı olduğu bir yapıdan, günümüzde çok uluslu veya geniş ölçekli şirketlerin etkin olduğu bir yapıya geçilmiştir.

ABD’de üçüncü birleşme dalgasının yaşandığı 1960’lı yıllarda, İngiltere’de de birleşme ve devralmalar artmaya başlamıştır. Dördüncü dalga döneminde, İngiltere ve Kıta Avrupa’ında da şirket birleşme ve devralmalarında hızlı gelişme gözlenmiştir.³¹

Birleşme dalgalarının sektörel dağılımına bakıldığında genellikle dalga dönemlerinde işlemlerin belirli sektörlerde yoğunlaştığı görülmektedir.³² İlk üç birleşme dalgası ağırlıklı olarak sanai üretim sektörlerinde gerçekleşmiştir. Dördüncü ve beşinci dalga döneminde ise ekonomilerde yapısal dönüşüme bağlı olarak, birleşme ve

³¹ Literatürde, 1880-1904 döneminde, Avrupa ülkelerinde de ABD’ye göre çok daha küçük ölçekli olmakla birlikte bir birleşme dalgası olduğu yönünde görüşlere rastlanmaktadır. Marina Martynova, Luc Renneboog, Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No: 97, 2005, s.3.

³² Örneğin, beşinci dalga süresince 1990’lı yılların ortasından itibaren Avrupa ülkelerinde bankacılık sektöründe konsolidasyon eğilimi yaşanmıştır.

devralmaların yoğunlaştığı sektörler değişmiş, finans ve telekomünikasyon gibi hizmet sektörlerinin ağırlığı önemli ölçüde artmıştır. Birleşme dalgalarının sona ermesi sürecinde ise genellikle önce borsa'da önemli düşüşler ile izleyen dönemde ekonomik faaliyetlerde daralma gözlenmektedir.³³

Birleşme dalgaları ve etkilerinin analizinde öne çıkan bilimsel yaklaşımlar; konunun işletmelerde finansal yönetim çerçevesinde ele alınması veya endüstriyel organizasyon açısından değerlendirilmesi şeklinde iki grup altında toplanmakta olup, söz konusu yaklaşımlara göre yapılan değerlendirmeler ile ulaşılan sonuçlar doğal olarak farklılık göstermektedir.

Martynova ve Renneboog (2008) birleşme dalgalarının oluşmasını açıklayan teorilerin dört başlık altında ele alınabileceğini belirtmektedir.³⁴

- İş ve faaliyet ortamından kaynaklanan dışsal gelişmeler
- Şirketlerde temsil sorunları ve kurumsal yönetime ilişkin nedenler
- Şirket yöneticilerinin hatalı kararları
- Zamanlama

Dışsal iktisadi, finansal, teknik, yasal ve siyasal nitelikte önemli gelişme ve şoklar birleşme ve devralmaları tetiklemektedir.³⁵ Söz konusu gelişmeler çerçevesinde iş ortamında oluşan köklü değişimler firmaları birleşme ve devralmalar yoluyla yeniden yapılanma zorunda bırakmaktadır. Şirketlerde ortaklık yapısı ve profesyonel yönetimin ayrışmasından kaynaklanan temsil sorunları ile yöneticilerin kişisel hırsları da birleşme ve devralmalarda etkili olmaktadır. Hızlı ekonomik büyüme ve sermaye piyasalarının gelişimi ile birleşme dalgaları arasında pozitif yönlü ilişki olmakla birlikte birleşme ve

³³ İlk beş birleşme dalgası ilgili ülkelerin borsalarında büyük düşüşlerle son bulmuştur. Burada iki yönlü bir ilişki söz konusu olmakta, birleşme dalgasının yükselişi ilgili ülke borsa'larını da harekete geçirirken, birleşme eğiliminin yavaşlaması da borsalarda işlem hacmi ve fiyatları olumsuz etkileyebilmektedir.

³⁴ Marina Martynova, Luc Renneboog, "A century of corporate takeover s: what have we learned and where do we stand?", *Journal of Banking and Finance*, 32, 2008, s.2169.

³⁵ Bu tür önemli gelişme ve şoklara örnek olarak; 1974 yılında yaşanan petrol şoku, dördüncü dalga döneminde ABD'de Reagan yönetiminde yaşanan yasal düzenlemelerde serbestleşme eğilimi ile yüksek getirili özel sektör tahvil ihraçlarının birleşme ve devralmalarda finansman yöntemi olarak uygulanması gösterilebilir.

devralma hacimleri makro ekonomik büyüklüklere göre daha dalgalı bir seyir izlemektedir.

Birleşme dalgalarının teorik olarak açıklanmasına yönelik makalesinde Toxvaerd (2004) söz konusu dalga teorilerini iki grup altında toplamaktadır.³⁶ Toxvaerd; düzenlemelerin serbestleştirilmesi (deregulation), üretimin küreselleşmesi ve yeni teknolojilerin gelişmesi gibi dışsal faktörlerin, firmaların faaliyet gösterdiği ortam ve şartları değiştirerek birleşme ve devralmaları daha cazip hale getirdiğini belirtmekte, ayrıca, firmalarca değişen koşullara uyum sağlayabilmek adına birleşme ve devralmalara ağırlık verildiğini ifade etmektedir.

Jovanoviç ve Rousseau tarafından (2002) birleşme dalgaları alıcı ve hedef şirketlerin q değerleriyle açıklanmıştır.³⁷ Çalışmada, birleşme ve devralmalarda genellikle alıcı şirketlerin yüksek, hedeflerin ise düşük q değerine sahip oldukları, dalga dönemlerinde q değerlerinin daha fazla yayılı olduğu $-q$ değerlerinin ortalamadan sapmalarının yükseldiği- ifade edilmektedir.³⁸ Bu çerçevede, dalgaların yüksek q değerine sahip firmalarca düşük q değerli şirketlerin ele geçirilmesi işlemlerinin yoğunlaştığı dönemlerde olduğu belirtilmektedir. Özellikle ilk, ikinci, dördüncü ve beşinci dalgaların sermayenin daha verimli olarak değerlendirilebileceği alanlara yeniden tahsisiyle ilgili olduğu, üçüncü birleşme dalgasında ise rasyonel olmayan birleşme ve devralmalara sıklıkla rastlanıldığı ifade edilmiştir.

Q değeri ile birleşme dalgaları ilişkisine odaklanan benzer bir çalışma Rhodes-Kropf ve diğerleri tarafından (2004) yapılmıştır. Hisse senedi piyasasında firmaların piyasa değeri/defter değeri ölçütüyle yüksek değerlendirildiği dönemlerde özellikle hisse senediyle finanse edilen birleşme ve devralmalarda büyük artışlar gerçekleştiği, bir başka deyişle firma değerlemeleri ile birleşme dalgaları arasında pozitif yönlü ilişki

³⁶ Flavio Toxvaerd, “Strategic Merger Waves : A Theory of Musical Chairs”, May 2004.

³⁷ Tobin’s q olarak da tanımlanan kavram; firma varlıklarının piyasa değerinin (şirket değeri) yeniden tesis maliyetine oranını ifade etmektedir.

³⁸ Boyan Jovanoviç, Peter L. Rousseau, The q -theory of mergers, NBER Working Paper Series, No:8740, January 2002.

olduğu belirtilmiştir.³⁹ Söz konusu ilişkinin, neoklasik teoride öngörülen ve bir ekonomide firma varlıklarının birleşme ve devralmalar yoluyla daha verimli kullanılabilceğine ilişkin varsayımı doğruladığı vurgulanmıştır. Öte yandan, neoklasik yaklaşımdan farklı bir bakış açısıyla, değerleme oranları ile birleşme dalgaları arasındaki doğrusal ilişkinin, piyasalarca firma değerlemesinin sağlıklı yapılamadığı ya da firma yöneticilerinin kamuya açıklanmamış bilgilerle hareket ettiği savını güçlendirdiği şeklinde yorumlanabileceği, dalgaların bitiş sürecinde borsalarda yaşanan düşüşlerin, piyasaların firmaları aşırı değerleyerek dalgaların oluşmasını tetiklediği tezini desteklediği belirtilmiştir.

Birleşme dalgalarının değerlendirilmesinde, 1890-1929 döneminde gerçekleşen ilk iki dalga ile 1960'lı yıllardan itibaren günümüze değin geçen yarım yüz yıllık dönemde gerçekleşen birleşme dalgalarını farklı bir bakış açısıyla ele almak önem taşımaktadır. 1890-1929 döneminde ağırlıklı olarak ABD, kısmen de Avrupa lkelerinde gerçekleşen ilk iki dalga sonucunda yatay ve dikey birleşmeler ile genel olarak ilgili endüstrilerde konsolidasyon gerçekleşmiştir.

1890'lı yıllardan 2001'e kadar oluşan birleşme dalgalarının başlıca özellikleri 3 no'lu tabloda özetlenmiştir.

³⁹ Matthew Rhodes- Kropf, David T. Robinson, S. Viswanathan, "Valuation Waves and Merger Activity:The Empirical Evidence", Journal of Financial Economics'de yayımlanmak üzere sunulan taslak makale, Mayıs 2004.

Tablo 3
Birleşme Dalgaları

| Dalga | Çeşitli Yazarlara Göre Birleşme Dalgaları | Dönemin Temel Özelliği |
|-----------------------------|---|--|
| Birinci Dalga | -Sudarsanam (2003) ⁴⁰ : 1890-1905 -Weston ve diğerleri (2004) ⁴¹ : 1895-1904 -Bruner (2004) ⁴² : 1895-1904 | Yatay birleşmeler dönemi: ABD’de temel imalat sanayi, metal ve metal işleme, petrol ve demiryolları gibi endüstrilerde yoğunlaşma eğilimi |
| İkinci Dalga | -Sudarsanam : 1920’li yıllar -Weston ve diğerleri : 1922-1929 -Bruner : 1925-1929 | Dikey birleşmeler dönemi: ABD’de işlemlerin yoğunlaştığı sektörlerde oligopolistik Pazar yapısının güçlenmesi eğilimi |
| Üçüncü Dalga | -Sudarsanam : 1960’lı yıllar -Weston ve diğerleri : 1960’lı yıllar -Bruner : 1965-1970 | Holdingleşme dönemi: ABD’de birleşme ve devralmalar yoluyla şirketlerce çeşitlendirme yoluna gidilmesi, belirli endüstrilerde holdingleşme eğiliminin güçlenmesi |
| Dördüncü Dalga | -Sudarsanam : 1980’ler -Weston ve diğerleri : 1981-1989 -Bruner : 1981-1987 | Stratejik birleşmeler dönemi: Telekomünikasyon, finans, ilaç, petrol vb. sektörlerde odaklanma ve rekabet avantajı sağlamaya yönelik büyük ölçekli birleşmeler |
| Beşinci Dalga ⁴³ | -Sudarsanam : 1990’lar -Weston ve diğerleri : 1992-2000 -Bruner : 1992-2000 ⁴⁴ | Küresel birleşmeler dönemi: ABD ve Batı Avrupa’da şirketlerin Pazar konumlarını güçlendirme ve maliyetlerini azaltmaya yönelik devasa birleşmeler, küresel düzeyde etkili ilk dalga |

1960’lı yıllardan itibaren; yasal düzenlemeler alanındaki gelişmeler, üretimin uluslararasılaşması, sınır ötesi yatırımlarda artış eğilimi ve telekomünikasyon, finans, ilaç, enerji gibi çeşitli endüstrilerde yaşanan konsolidasyon süreci ile teknolojik gelişmelerin ürettiği birleşme dalgaları özellikle dördüncü dalga döneminden itibaren giderek küresel nitelik kazanmıştır. Günümüzde de mikro düzeyde şirket bazında, makro düzeyde ise endüstrilerin yapılanması ile ülke ekonomilerine ilişkin

⁴⁰ Sudarsanam, a.g.e., s.14.

⁴¹J. Fred Weston, Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin, “Takeovers, Restructuring and Corporate Governance”, 4th ed., Pearson Prentice Hall, 2004.

⁴² Bruner, a.g.e. s.72.

⁴³ 1990’lı yılların başlarında başlayan beşinci birleşme dalgasının, 2001-2002 dönemindeki düşüşten sonra 2003 yılından itibaren tekrar artış eğilimine giren işlem hacminin düşüşüyle sonuçlanan küresel finansal krizle birlikte 2008’de son bulduğu da belirtilmektedir.

⁴⁴ Bruner 1992-2000 dönemini dördüncü birleşme dalgasının devamı olarak nitelendirmektedir. a.g.e., s.74.

değerlendirmelerde birleşme ve devralmaların göz önünde bulundurulması büyük önem taşımaktadır.

Küreselleşme ile birlikte artan rekabet, firmaların yaşam mücadelelerini zorlaştırmakta, ülke içi ve uluslararası rekabette ayakta kalabilmek açısından stratejik kararların doğru zamanda alınarak uygulanması zorunluluğu çerçevesinde birleşme ve devralmalar gündeme gelmektedir.

Birleşme dalgalarına ilişkin ayrıntılı bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

1.2.1 Yatay Birleşmeler Dönemi

İlk birleşme dalgası ABD ekonomisinde bir genişleme dönemi sonrasında, 1873 yılından itibaren yaklaşık 20 yıl süren bir ekonomik bunalım ve durgunluk döneminin ardından başlamıştır.⁴⁵ 20. yüzyıla geçiş aşamasında ABD’de gerçekleşen ve ağırlıklı olarak yatay birleşmelerin yapıldığı ilk dalga sonucunda pek çok sektörde yoğunlaşma düzeyi önemli ölçüde yükselmiştir.⁴⁶

Tekelci oluşumların engellenmesi ve kontrol altında tutulması amacıyla, firmalar arasında fiyatın belirlenmesi ve piyasanın paylaşılmasına ilişkin anlaşmaları yasaklayan Sherman anti-tröst yasasının 1890 yılında yürürlüğe girmesine rağmen, 1890’lı yıllarda başlayan birinci dalga sonucunda pek çok ana sektörde tekelleşme eğilimi güçlenmiştir. ABD’de imalat sanayinin % 15’lik bölümünün konsolidasyonu ile sonuçlanan bu dalga sonucunda oligopolistik veya daha rekabetçi niteliğe sahip yaklaşık 70 adet önemli endüstri kolu, tekelci veya daha sınırlı düzeyde rekabete konu olan bir yapıya dönüşmüştür.

Bu dönemde ABD’de birleşmelerin temel nedenlerinin; teknolojik gelişme sonucunda ortaya çıkan kapasite fazlasının önlenmesi, 1893 yılında yaşanan ekonomik bunalımın da etkisiyle sınai ürün fiyatlarında ortaya çıkan düşüş eğiliminin Sherman yasasında öngörülen sınırlamalara takılmaksızın engellenmesi ve pazar hakimiyetinin

⁴⁵ G. Seyhan Demir, “Sermayenin Yoğunlaşma/Merkezileşmesi: Firma Birleşmeleri”, İktisat İşletme ve Finans, Mayıs 2003.

⁴⁶ Weston ve diğerleri, a.g.e. s. 172-180.

arttırılması olduğu belirtilmektedir.⁴⁷ 1900 yılında ABD’de sınai üretimin % 8’i şirketlerin % 0,5’i tarafından gerçekleştirilmiştir.⁴⁸

İlk birleşme dalgasında ağırlıklı olarak metal ve metal ürünleri, gıda, kimya, petrol ve demiryolları gibi endüstrilerde faaliyet gösteren yaklaşık 3.000 firmanın birleşmeler çerçevesinde faaliyetine son vermesi, söz konusu endüstrilerde yoğunlaşmanın artışına neden olmuştur. Bu dönemde gerçekleşen birleşmeler sonucunda, piyasada egemenlik kurmaktan uzak çok sayıda küçük firmanın yerini, piyasa koşullarını etkileyebilen az sayıda büyük firma almış, sınai üretim giderek daha büyük işletmelerde yoğunlaşmaya başlamıştır. Bu gelişmenin bir sonucu olarak, ABD’de tröst, Almanya’da kartel şeklinde örgütlenen dev firmaların yaygınlaşmasıyla belirli endüstrilerde daha rekabetçi bir piyasa yapısından tekelci kapitalizme doğru bir yönelme gerçekleşmiştir.⁴⁹

1890’lı yıllarda ABD’de başlayan ve yaklaşık 10-15 yıl devam eden birleşme ve devralmalarda artış eğiliminin bir birleşme dalgası oluşturduğunu gösteren yeterli düzeyde veri bulunmaktadır. Öte yandan finans literatüründe aynı dönemde Avrupa ülkelerinde de bir birleşme dalgası olduğu ancak verilerin yetersizliği nedeniyle bu durumun bilimsel olarak kanıtlanamadığı yönünde görüşler de öne sürülmektedir.⁵⁰

İlk birleşme dalgasında gerçekleşen yatay birleşmeler, birleşen şirketlerin pazar konumlarını güçlendirerek ilgili endüstrilerde ürün fiyat artışlarına da neden olmuştur.⁵¹

Petrol ve demir-çelik gibi sektörlerde çok geniş ölçekli şirketlerin oluşmasına yol açan ilk dalga sonucunda Avrupa ülkeleri ve ABD’de ortaya çıkan General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco, Unilever, Philips, Bayer ve Du Pont gibi büyük şirketler günümüzde de faaliyetlerini sürdürmektedir. İlk birleşme dalgası döneminde

⁴⁷ Sudarsanam, a.g.e. s.14-27.

⁴⁸ Larry Allen, Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya Küresel Finans Sisteminin Öyküsü, Kitap Yayınevi, 2003.

⁴⁹ Aynı endüstride faaliyet gösteren firmaların birleşerek tekeli güce ulaşması durumu “tröst”, birleşme olmaksızın aralarında fiyat ve miktar anlaşmaları yoluyla tekel oluşturmaları ise “kartel” olarak tanımlanmaktadır. Tümay Ertek, Mikroekonomiye Giriş, 3. Baskı, Beta Yayınları, 2005, s. 242.

⁵⁰ Martynova, Renneboog, Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives, s.3.

⁵¹ Lynn E. Browne, Eric. S. Rosengreen (Ed.), The Merger Boom: Proceedings of a Conference Held in October 1987, Conference Series No:31, Federal Reserve Bank of Boston, 1987. s.13.

ABD’de ulusal düzeyde yaygınlaşmaya devam eden geniş demiryolu ağı da, bölgesel piyasaların entegrasyonu ile daha önce eyaletler bazında çalışan bir kısım firmaların ülke genelinde faaliyet göstermeye başlamasına katkıda bulunmuştur.

Bu dönemde New York Borsasında (NYSE) sınıai şirket hisse senetlerinde işlem hacmi hızla artmıştır.⁵² 1899 yılında zirveye ulaşan ilk birleşme dalgası 1901 yılından itibaren gerileme sürecine girmiş, ABD ekonomisinin resesyona girmesi sonucunda 1903-1905 döneminde sona ermiştir.⁵³ İlk dalganın sona ermesine NYSE’de büyük bir çöküş eşlik etmiştir.

Birinci dalga süresince bir kısım endüstrilerde tröstlerin oluştuğuna ilişkin olarak kamuoyunda oluşan kaygılar çerçevesinde Yüksek Mahkeme tarafından yatay birleşmelere sınırlama getirilmesi de ilk dalganın son bulmasında kısmen de olsa etkili olmuştur.⁵⁴ Bu dönemde tröstlerin engellenmesi amacıyla yürürlüğe sokulan Sherman yasası tekelci eğilimleri engellemek konusunda başarılı olamamış, ilk birleşme dalgası ABD ekonomisinde özellikle petrol ve demir çelik gibi temel endüstrilerde rekabetin sınırlanması ve yoğunlaşmanın artmasıyla sonuçlanmıştır.

1.2.2 Dikey Birleşmeler Dönemi

Birinci birleşme dalgasını izleyen dönemde yatay birleşmeleri sınırlayan ancak sınıai şirketler ile finansal kurumların ABD dışı pazarlarda rekabet edebilmesi açısından gerekli esnekliğe sahip olmalarına da olanak sağlayan düzenlemeler yapılmıştır.

Özellikle 1910-1920 döneminde, günümüz anonim şirket yapısının temellerini de oluşturan bir dizi yasal düzenleme yürürlüğe sokulmuş, örneğin Sherman yasasındaki boşlukları kapatmaya yönelik maddeler de içeren Clayton yasası 1914 yılında yürürlüğe girmiştir. Yatay birleşmelerin engellenmesi konusunda oldukça etkili olan yasa çerçevesinde, rekabetin azaltılmasıyla sonuçlanabilecek durumlarda bir şirketin başka

⁵² Marina Martynova, Luc Renneboog, “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, s. 2149.

⁵³ Bruner, a.g.e. s.72.

⁵⁴ 1911 yılında ABD Yüksek Mahkemesinin (Supreme Court) tarafından alınan ve Standard Oil şirketinin bölünmesiyle sonuçlanan karar, endüstrilerde tekelci yapılaşmaya karşı çok önemli bir yüksek yargı kararı oluşturmuştur. Sudarsanam, a.g.e. s.15.

bir şirketin hisselerini devralmasını yasaklanmıştır.⁵⁵ Öte yandan, Clayton yasası, varlıkların satın alınması ve farklı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesine ise -rekabeti sınırlandırsa bile- engel değildi.⁵⁶

Sherman ve Clayton yasaları, anti-tröst uygulamalar konusunda kullanılabilir yasal çerçeveyi güçlendirmiş olsa da, Federal Hükümetin önceliği kartellerin oluşmasının önlenmesi olmuş, rekabetin sınırlandırılmasıyla sonuçlanan birleşmeler bu dönemde de devam etmiştir. İlk birleşme dalgasında yaşanan tekelleşme eğilimine karşın ikinci birleşme dalgasında oligopolcü piyasa yapısına doğru yönelim olmuştur.⁵⁷

1918 yılında yürürlüğe giren Webb-Pomerene yasası ile Amerikan firmalarının ihracata yönelik işbirliklerine, 1919 yılında yürürlüğe giren Edge yasası ile federal hükümetten izin alan finansal kurumların yabancı ülkelerde ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinde bulunmalarına olanak tanınmıştır. Webb-Pomerene yasası sanayi firmaların, Edge yasası ise finansal kurumların rekabet kurallarını ihlal etmeksizin büyümelerine olanak sağlamış, birinci Dünya savaşı sonrası dönemde Amerikan şirketlerinin Avrupa kökenli şirketlere göre daha hızlı gelişimlerinde etkili olmuştur.⁵⁸

Ekonomik faaliyetlerdeki canlanma çerçevesinde ABD’de 1922 yılında başlayan ikinci birleşme dalgasına, genel olarak yüksek oranlı ekonomik büyüme ile Borsa’da önemli ölçüde yükseliş eşlik etmiştir.

İkinci Dalga süresince, ABD’li şirketler tarafından piyasa etkinliğinin artırılması ile özellikle metal işleme ve madencilik sektörlerinde tüm ürün çevriminin kontrolüne yönelik dikey birleşmelere ağırlık verilmiştir.⁵⁹ İlk dalgada yeralamayan daha küçük ölçekli firmalar tarafından, bu dönemde sektörlerinde hakim durumdaki firma ile rekabet edebilmek amacıyla birleşme yoluna gidilmiştir. Önceki dönemde tek

⁵⁵ Bununla birlikte Yasa, şirketlerin varlıklarının satın alınmasını sınırlamıyordu. Larry Allen, s. 36.

⁵⁶ Holding şirket birleşmeleri olarak da tanımlanmaktadır.

⁵⁷ “Merging for Monopoly” olarak da tanımlanan ilk birleşme dalgasına karşın ikinci dalga “Merging for Oligopoly” olarak da adlandırılmaktadır. Weston ve diğerleri, a.g.e., s.36.

⁵⁸ Allen, a.g.e. s.35.

⁵⁹ Demir, a.g.m. s.66.

bir dev firma tarafından kontrol edilen bir kısım endüstrilerde bir veya iki güçlü firmanın daha oluşmasına yol açan ikinci dalga, söz konusu endüstrilerde oligopolistik piyasa yapısına doğru bir gelişmeye neden olmuştur.⁶⁰

Bu dönemde, birleşme ve devralmalar özellikle ağır sanayi, kimya, madencilik, gıda sanayi, perakende zincirleri ve bankacılık sektörlerinde yoğunlaşmıştır. IBM, General Foods ve Allied Chemical gibi şirketlerce ürün gamının geliştirilmesi amacıyla, mağazacılık, süpermarket zincirleri ile sinema salonu işletmeciliği gibi perakende zincirleri tarafından ise pazar geneline yaygınlaşma amacıyla birleşme ve devralmalar gerçekleştirilmiştir. İkinci birleşme dalgasında, elektrik üretim ve dağıtımında ABD’de bir kısım eyaletlerde yerel tekeller oluşmuştur.

1920’li yıllarda motorlu araçların yaygınlaşması ve ulaşım altyapısının gelişmesine bağlı olarak karayolu ulaşım olanaklarının artması da özellikle işlenmiş gıda ve nihai tüketime yönelik bir kısım sektörlerde ürünlerin pazara sunulması ve tüketiciye satış olanaklarını önemli ölçüde artırmıştır. Öte yandan, radyo yayıncılığının gelişmesi, bu dönemde, özellikle tüketime yönelik sektörlerde faaliyet gösteren firmalarca marka reklamlarının yaygınlaştırılması yoluyla ürün farklılaştırmasına gidilmesinde etkili olmuştur.

İkinci birleşme dalgası 1929 yılında NYSE’de yaşanan büyük çöküşle birlikte sona ermiştir.⁶¹

Bu dönemde ABD’de toplam olarak yaklaşık 12.000 şirketin birleşme ve devralmalara bağlı olarak faaliyetine son verildiği tahmin edilmektedir. İkinci dalga, firmaların pazar paylarında bir miktar artışa yol açması veya dikey entegrasyonu arttırması nedeniyle işlemlerin yoğunlaştığı endüstrilerde oligopolcü pazar yapısının güçlenmesinde etkili olmuştur. Bununla birlikte, ikinci dalganın ABD ekonomisinin

⁶⁰ Sudarsanam, a.g.e. s.15.

⁶¹ Gaughan, a.g.e. s.39.

endüstriyel yapısı üzerindeki etkileri ilk birleşme ve devralma dalgasına göre daha sınırlı düzeyde kalmıştır.⁶²

Yatırım bankalarının genel olarak birleşmeleri destekleyici tarzda hareket ederek dalgaların oluşmasında önemli rol oynadığı bilinmektedir.⁶³ Yatırım bankaları özellikle ilk iki dalganın oluşmasında aktif rol oynamıştır.⁶⁴

1.2.3 Faaliyetlerin Çeşitlendirilmesi ve Holdingleşme Dönemi

ABD’de birleşme ve devralmalar, 1929 yılında Borsa’daki çöküşle başlayan büyük depresyon sonrası dönemde uzunca bir süre düşük düzeyde seyretmiştir. Büyük depresyonun yanısıra İkinci Dünya Savaşı da yeni bir birleşme dalgasının gelişmesine engel olmuştur. Savaş sonrası dönemde, ABD ekonomisindeki hızlı gelişme çerçevesinde, küresel düzeyde ABD kökenli çok uluslu şirketlerin sayısı ve etkinliği önemli ölçüde artmıştır.⁶⁵

1950’li yıllardan itibaren ABD’de birleşme ve devralmalar tedricen artmaya başlamıştır. Öte yandan bu dönemde yasal düzenlemelerin sıkılaştırıldığı da gözlenmiştir. ABD’de 1950 yılında yürürlüğe sokulan Celler-Kefauver Yasası ile 1914 tarihli Clayton Yasası güçlendirilmiş, yasanın varlık satın alımlarına ilişkin boşluğu ortadan kaldırılarak Federal Hükümete endüstrilerde yoğunlaşmayı artırıcı birleşme ve devralmaları yasal olarak engelleme hakkı tanınmıştır. Yasal düzenlemelerin sıkılaşması sonucunda yatay birleşmelerin güçleşmesinin de etkisiyle bu dönemde faaliyetlerin farklı sektörlere yayılması eğilimi ortaya çıkmıştır. Anti-tröst yasaların etkinlikle

⁶² Sudarsanam, a.g.e. s.15.

⁶³ ABD Kongresi’nin 1933 yılında Glass Steagal Yasasını kabul etmesinin ardındaki temel sebeplerden birinin, JP Morgan yatırım bankasının ABD ekonomisinin belirli kesimi üzerindeki büyük gücü ve etkisini sınırlandırma isteği olduğu belirtilmektedir. Jonathan A. Knee, *The Accidental Investment Banker*, Wiley, 2007, s.42.

⁶⁴ 29 Ekim 1929’da New York hisse senetleri borsasındaki çöküşle patlak veren büyük buhran öncesi dönemde, yoğunlaşmanın yüksek düzeyde olduğu yatırım bankacılığı endüstrisi ABD’de finansman kaynakları üzerinde önemli ölçüde söz sahibi konuma gelmişti.

⁶⁵ 1974 yılında dünyanın en büyük 50 çokuluslu şirketinden 24’ü ABD merkezliydi. Allen, a.g.e., s.35.

uygulandığı bu dönemde, yasal düzenlemelere aykırılık oluşturmaması nedeniyle birleşme ve devralmalar genellikle çeşitlendirme ve holdingleşmeye yönelik olmuştur.⁶⁶

1956-1966 döneminde yapılan düzenlemeler ile bankacılık sektöründe birleşmelerin rekabet açısından etkilerinin federal düzeyde düzenleyici kurumlarca dikkate alınması öngörülmüştür.⁶⁷ ABD’de bankacılık sektörünü düzenleyen kurumların çoklu bir yapıya sahip olması karar alma sürecini karmaşıklaştırmakta, bu alanda köklü düzenlemelere gidilmesini güçleştirmektedir.⁶⁸ İlk kez bu dönemde, yirminci yüzyılın başlarından itibaren ABD’de birleşme ve devralmaların ilgili endüstrilerde rekabeti sınırlandırmaması amacıyla öngörülen düzenlemelerin bankacılık sektöründe de uygulanmasına başlanmıştır. Bu dönemde bankacılık birleşmelerinde Adalet Bakanlığı (Department of Justice) tarafından birleşmenin rekabet üzerindeki etkilerine ilişkin değerlendirmelerde ölçüt olarak *sektörel yoğunlaşma düzeyi* kullanılmıştır.⁶⁹ Yasal düzenlemelerin birleşmeleri güçleştirmesi nedeniyle, 1966-1981 döneminde bankacılık sektöründe sınırlı sayıda birleşme ve devralma gerçekleştirilmiştir.

ABD’de 1965 yılında başlayan ve 1967-1969 döneminde zirveye ulaşan üçüncü dalga döneminde ağırlıklı olarak, alıcı şirketlerce esas faaliyet alanları dışındaki sektörlerde çeşitlendirmeye yönelik birleşme ve devralmalar gerçekleştirilmiştir. Özellikle, petrol ve hava savunma sanayi sektörlerinde yüksek düzeyde faaliyet gözlenmiş, ITT, Gulf Western, Litton Industries⁷⁰, Textron ve Teledyne gibi şirketler tarafından çeşitlendirmeye gidilmiştir.⁷¹

⁶⁶ 1965-1975 döneminde ABD’de gerçekleşen birleşme ve devralmaların yaklaşık % 80’i holdingleşmeye yönelik işlemlerden oluşmuştur. Brealey, Myers, a.g.e. s.821.

⁶⁷ Bank Holding Company Act (1956), Bank Merger Act (1960) ve Bank Merger and Bank Holding Company Act (1966).

⁶⁸ ABD’de ülke düzeyinde faaliyet gösteren büyük ticari bankalar Board of Governors of the Federal Reserve System (FED), The Office of the Comptroller of the Currency (OCC) ve Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) tarafından düzenlenmektedir. P. Jorion Garp, Financial Risk Manager Handbook, 5th ed., Wiley, 2009, s.661.

⁶⁹ Yoğunlaşma ölçütü olarak genellikle *Herfindahl-Hirschman endeksi (HHI)* kullanılmıştır., Gary A. Dymksi, The Bank Merger Wave: The Economic Causes and Social Consequences of Financial Consolidation, M.E. Sharpe, 1999, s. 35.

⁷⁰ Halen Northrop Grumman şirketi olarak faaliyetini ağırlıklı olarak savunma sanayii alanında sürdürmektedir.

⁷¹ Hüseyin Akay, İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997, s.28.

Bu dönemde birleşme ve devralmalar, küçük ve orta ölçekli firmalarca faaliyetlerinin çeşitlendirilmesine yönelik olarak, yoğun bir şekilde, özellikle; satış ve karlılık düzeyinin korunması, sektörel rekabete ilişkin olumsuz gelişmelerin etkilerinin giderilmesi, sahip olunan teknolojinin geri kalması riskine karşı ve sektörel belirsizliklerin azaltılması amaçlarıyla gerçekleştirilmiştir.⁷²

1960'lı yıllarda İşletme Yönetimi alanında yaşanan hızlı gelişmeler de birleşme ve devralmaları desteklemiştir. Bu çerçevede, organizasyon ve yönetim ilkelerinin geniş bir yelpazede faaliyet gösteren işletmelere uygulanabileceğine yönelik beklentiler faaliyet konularının çeşitlendirilmesi eğilimini güçlendirmiş, başarılı yöneticilerin farklı faaliyet dallarında da benzeri yüksek performansı sergileyeceklerine ilişkin görüşler ön plana çıkmıştır. Özellikle General Electric ve Litton Industries tarafından, üst düzey yöneticilerin grup bünyesinde farklı faaliyet konularında görevlendirilmesinden olumlu sonuçlar alınması da, işletme yönetimi alanında, çeşitlendirme yoluyla büyümenin başarıyla yönetilebileceğinin bir göstergesi olarak kabul edilmiştir.⁷³

Bu dönemde ABD'de birleşme ve devralmaların hızla artması ve ITT gibi bir kısım holdinglerin ölçeklerindeki genişlemeye bağlı olarak aşırı güçlenmeleri üzerine Federal Hükümet organlarının tutumu ile yasal çerçevede sertleşme gözlenmeye başlanmıştır. 1968 yılında ABD kongresi özellikle anti-tröst ve vergi konularından hareketle birleşmeler yoluyla faaliyetlerini çeşitlendiren şirketlere karşı harekete geçmiş, Adalet Bakanlığı ise bu tür işlemlere karşı dava açma yoluna gitmiştir.

Üçüncü birleşme dalgası; yasal düzenlemelerin aleyhte gelişimi, vergisel avantajların kaldırılması ve Borsa'da başlayan düşüş eğilimi ile birlikte 1969 yılından sonra zayıflama eğilimine girerek 1971 yılında sona ermiştir. ABD'de 1974 yılında yayımlanan bir çalışmada, Fortune 500 listesini oluşturan 500 büyük firma düzeyinde, 1959 yılında % 22,8 olan tek bir alanda faaliyet gösteren şirketlerin oranının 1969

⁷² Weston ve diğerleri a.g.e., s.174.

⁷³ "Good managers can manage anything" ifadesiyle de açıklanmaktadır. Weston ve diğerleri a.g.e., s.174.

itibariyle % 14,8'e gerilediği, öte yandan aynı dönemde holding şirketlerin oranının ise % 7,3'ten % 18,7'ye yükseldiği belirtilmiştir.⁷⁴

İlk iki dalganın aksine, üçüncü birleşme dalgasında yatırım bankalarının rolü sınırlı düzeyde olmuştur. Bu dönemde, kredi kullanımı çok düşük düzeyde kalmış, 1960'lı yıllarda hisse senedi fiyatlarında yaşanan yükseliş eğilimi doğrultusunda, birleşme ve devralmaların alıcı şirket hisse senetleriyle finanse edilmesi eğilimi güçlenmiştir.⁷⁵

ABD'de üçüncü birleşme dalgasının oluşum nedenleri arasında; anti-tröst düzenlemelerin yaygınlaşması, sermaye piyasalarının yeterince gelişmemiş olması⁷⁶, kurumsal yatırımcıların şirket yönetimleri üzerinde denetim ve gözetim süreçlerinin yetersiz kalması, işgücü piyasasında yaşanan verimlilik sorunları ile sosyo-ekonomik, siyasal ve teknolojik gelişmeler yer almıştır.⁷⁷ Bu dönemde çeşitlendirmeye yönelik işlemlerin gerçekleşmesinde şirket yöneticilerinin ortakların çıkarlarını koruma güdüsünün yanı sıra kendi konumlarını koruma ve güçlendirmeye yönelik davranışlarının da etkili olduğu ifade edilmektedir.⁷⁸

ABD'de çeşitlendirmeye yönelik işlemlerin yapıldığı bu dönemde İngiltere'de ise ağırlıklı yatay birleşmeler gerçekleştirilmiştir.

1.2.4 Büyük Ölçekli Stratejik Birleşmeler Dönemi

1980 yılında Reagan yönetiminin işbaşına gelmesi ile ABD'de birleşme ve devralmalar açısından yeni bir dönem başlamıştır. *Laissez faire* yaklaşımını benimseyen

⁷⁴ Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "Takeovers in the 60s and the 80s: Evidence and Implications", Strategic Management Journal, Vol.12, 1991, s.51.

⁷⁵ Gaughan, a.g.e. s.46.

⁷⁶ Gelişmiş bir sermaye piyasası birleşme ve devralmalarda finansman olanakları sağlarken gözetim işlevini de yerine getirmekte ve rasyonel olmayan projelere finansman sağlamayarak seçim sürecini etkilemektedir.

⁷⁷ Martynova, Renneboog, Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives, s.6.

⁷⁸ Yöneticilerin şirket ortaklarının çıkarı yerine kendi çıkarlarına uygun hareket etmesi finans teorisinde temsil sorununu, bu sorunun bir türü olarak da ortak çıkarlarını yeterince gözetmeden kendi etkinlik alanlarını genişletmeye yönelik hareket tarzını (managerial hubris) ön plana çıkarmaktadır.

Reagan yönetimince birleşme ve devralmaların önündeki yasal engellerin ve sınırlamaların gevşetilmesi, uluslar arası rekabetin artması ve finansman tekniklerinde gelişmeler 1981'den itibaren ABD'de birleşme ve devralmaların artmasına yol açmıştır. Bu dönemde Adalet Bakanlığı'nın ilk uygulamalarından biri hükümetin IBM hakkında yaklaşık 10 yıldır yürüttüğü anti-tröst davasının düşürülmesi olmuştur.⁷⁹

Dördüncü birleşme dalgasında da ABD'nin ağırlığı yüksek düzeyde oluşmuş, 1985-1989 dönemi birleşme ve devralmalarında, küresel ölçekte işlemlerin değer itibarıyla yıllık ortalama % 67,4'ü ABD kökenli şirketler arasında gerçekleşmiştir.⁸⁰

Özellikle üçüncü dalga döneminde yaygınlaşan çeşitlendirme ve holding çatısı altında farklı alanlarda faaliyet gösterme eğiliminin; yasal düzenlemelerde serbestleşme ile sosyal ve siyasal gelişmeler gibi dışsal etkenlerden kaynaklanan değişimlere karşı firmaların hareket kabiliyetini sınırlayabileceği yönünde görüşler de ortaya atılmıştır. Ayrıca holding çatısı altında, farklı yöneticiler tarafından kendi iş birimlerini güçlendirmeye yönelik olarak yatırıma gidilmesinin holdingler açısından kaynak tahsisini çarpıtarak verimsizliğe neden olabileceği belirtilmiştir. Literatürde yer alan çalışmalar, üçüncü dalga döneminde ABD'li firmalarca gerçekleştirilen faaliyetlerin çeşitlendirilmesine yönelik girişimlerin genel olarak firmalar açısından değer yaratmadığına işaret etmektedir.⁸¹

Bu çerçevede; üçüncü dalga sürecinde faaliyetlerin çeşitlendirilmesi ve holdingleşme yoluna giden firmalarca tekrar esas faaliyet alanlarına odaklanması, holding yapısından vazgeçilmesi (de-conglomeration) veya bir kısım varlık ya da faaliyetlerin bölümler itibarıyla ayrıştırılarak satılması yoluna gidilmesi 1980'li yıllarda dördüncü birleşme dalgasının oluşmasında önemli rol oynamıştır.⁸² Esas faaliyete odaklanmaya yönelik birleşme ve devralmalar, bu dönemdeki işlemlerin neredeyse

⁷⁹ James B. Stewart, *Den of the Thieves*, Simon & Schuster, 1991, s.83.

⁸⁰ Bernard S. Black, "The First International Merger Wave (And the Fifth and Last U.S. Wave)", *University of Miami Law Review*, Vol. 54, no.4, 2000, s.814.

⁸¹ Karl Lins, Henri Servaes, "International Evidence on the Value of Corporate Diversification", *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No:6, Dec.1999, s.2215.

⁸² Browne, Rosengreen (Ed.), a.g.e. s.2.

yarıya yakın bölümünü oluşturmuştur.⁸³ ABD’de dördüncü birleşme dalgası, literatürde genellikle etkinlik ve verimlilik artışına yönelik bir yeniden yapılanma dönemi olarak tanımlanmaktadır.⁸⁴

ABD’de Milli Gelir’e oranla en yüksek düzeyde birleşme ve devralmalar, sırasıyla birinci ve ikinci dalga döneminde gerçekleşmiş, ilk iki dönemde, gerek işlem adetleri, gerekse işlemlerin Milli Gelir’e oranı açısından, dalga dönemleri dışında kalan yıllara göre çok daha yüksek düzeyde faaliyet oluşmuştur. Özellikle ilk birleşme dalgasında, 1898-1901 yıllarını kapsayan dört yıllık dönemde çok yüksek düzeyde faaliyet gerçekleşmiş, birleşme ve devralmaların Milli Gelire oranı yıllık bazda ortalama % 6,1 düzeyine ulaşmıştır. İlk iki döneme göre görece daha düşük düzeyde gerçekleşmiş olmakla birlikte, üçüncü ve dördüncü dönemlerde de işlemlerin Milli Gelire oranı, dalga dönemleri dışında kalan yıllara göre oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir.

Tablo 4
ABD’de İlk Dört Birleşme Dalgasının Boyutları*

| Dönemler | Yıllar İtibariyle Ortalama İşlem Adedi | Birleşme ve Devralmalar (Yıllık Ortalama) | |
|----------------|--|---|------------------------|
| | | Milyar \$*** | Milli Gelire Oranı (%) |
| Diğer Yıllar** | 1337 | 3,4 | 0,33 |
| 1898-1901 | 1797 | 9,8 | 6,1 |
| 1926-1930 | 2032 | 6,1 | 1,28 |
| 1965-1970 | 2931 | 8,9 | 0,86 |
| 1981-1986 | 2929 | 18,4 | 0,77 |

*: İmalat sanayi ve madencilik sektörlerinde yapılan işlemler.

** : 1895-1986 döneminde birleşme dalgaları dışında kalan diğer yıllar.

***: 1972 sabit fiyatlarıyla hesaplanmıştır.

Kaynak : Lynn E. Browne, a.g.e., s. 19.

⁸³ Weston ve diğerleri a.g.e., s.175.

⁸⁴ Browne, Rosengreen (Ed.), a.g.e. s.2.

4 no.lu tablodaki dalga dönemleri ile diğer yıllar arasında işlem hacimleri arasındaki farklılıkların istatistiksel olarak da anlamlı olması, birleşme ve devralmaların dalgalar halinde gerçekleştiğine işaret etmektedir.

Bu dönemde birleşme ve devralmalarda ortalama işlem büyüklüğü bir önceki dalgaya göre büyük ölçüde artmıştır. 1980 yılına ilişkin Fortune 500 listesinde yer alan büyük şirketlerden % 28'i 1989 yılına kadar devralınmıştır.⁸⁵ ABD'de 1986 yılında yürürlüğe giren Vergi Reformu yasası ile birleşme ve devralmalar lehine vergisel düzenlemelerin hayata geçirilmesi de bu dönemde işlemlerin hızla artmasında etkili olmuştur.

Dördüncü dalgayı önceki birleşme dalgalarından ayıran özelliklerden biri de bu dönemde finansal alıcıların etkin rol üstlenmesidir. Dördüncü dalga döneminde borçlanarak gerçekleştirilen şirket alımları (leveraged buy outs) hızla artmış, finansman yöntemi olarak borçlanma yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Borçlanarak gerçekleştirilen alımların toplam işlem hacminde 1960'lı yıllarda yok denecek düzeyde olan payı, 1983-1986 döneminde yaklaşık % 15 düzeyinde gerçekleşmiştir.⁸⁶ Faiz oranlarının düşüşü ile hisse senedi piyasalarında 1982 yılında başlayan yükseliş eğilimi de bu dönemde hızla artan birleşme ve devralmaların nakden finanse edilmesinde önemli rol oynamıştır.

Bu dönemde şirket yöneticilerince yapılan devralmalar da (management buy outs) hızla artmıştır. Gerek borçlanarak gerçekleştirilen işlemlerde, gerekse şirket yöneticilerince yapılan devralmalarda, kısmi satışa sıklıkla rastlanmış, işlemi izleyen üç yıllık dönemde ortalama olarak devralınan firma varlıklarının yaklaşık yarısı tekrar elden çıkarılmıştır.⁸⁷ Büyük ölçekli birleşme ve devralmalar özellikle petrol, ilaç, gıda ve tütün ürünleri sektörlerinde olmakla birlikte sektörel olarak geniş bir yelpazede gerçekleşmiştir. Havayolu taşımacılığı, yayıncılık ve doğal gaz dağıtımı gibi bir kısım sektörlerde düzenlemelerin serbestleştirilmesi de birleşme ve devralmalarda artışa neden olmuştur.

⁸⁵ Shleifer, Vishny, a.g.m. s.53.

⁸⁶ Browne, Rosengreen (Ed.), a.g.e. s.29.

⁸⁷ Shleifer, Vishny, a.g.m. s.53.

Aşağıdaki tablodan da görüldüğü gibi, bu dönemde, Beecham Group tarafından SmithKline Beecham'ın satın alınmasında (İngiltere) hedef ve alıcı şirketler ile Standard Oil Ohio'nun British Petroleum tarafından satın alınması dışında kalan diğer büyük ölçekli işlemlerde hem alıcı hem de hedef ABD kökenli şirketlerden oluşmuştur.

Tablo 5
Dördüncü Birleşme Dalgasında Başlıca Büyük Ölçekli İşlemler

| Alıcı Şirket | Hedef Şirket | Sektör | İşlem Değeri (Milyar \$) | Yılı* |
|-------------------|-------------------|----------------------|--------------------------|-------|
| KKR | RJR Nabisco | Gıda, tütün ürünleri | 27.5 | 1988 |
| Beecham Group | S.Kline Beecham | İlaç | 16.1 | 1989 |
| Chevron | Gulf | Petrol | 13.2 | 1984 |
| Philip Morris | Kraft | Gıda, tütün ürünleri | 13.1 | 1988 |
| Bristol-Myers | Squibb | İlaç | 12.0 | 1989 |
| Time | Warner Com. | Medya | 11.7 | 1989 |
| Texaco | Getty Oil | Petrol | 10.1 | 1984 |
| DuPont | Conoco | Petrol | 8.0 | 1981 |
| British Petroleum | Standart Oil Ohio | Petrol | 7.8 | 1987 |

* : Açıklanma tarihi esas alınmıştır.

Kaynak : J. Fred Weston ve diğerleri (2004) s. 176.

Bu dönemde birleşme ve devralmaların artışında yatırım bankaları önemli rol oynamış, işlemlerin gerçekleştirilmesi ve istenmeyen yaklaşımların önlenmesine yönelik olarak yeni finansal teknikler geliştirilmiştir. Yatırım bankası Drexel Burnham Lambert tarafından ABD'de 1980'li yıllarda yaygınlaştırılan yüksek getirili özel sektör tahvilleri ihracı, birleşme ve devralmaların finansmanı amacıyla yoğun olarak kullanılmıştır.⁸⁸ Dördüncü birleşme dalgası döneminde, bir önceki dalga dönemine göre istenmeyen girişimlerin sonucunda gerçekleşen birleşme ve devralmalarda büyük bir artış görülmüştür.

ABD bankacılığında 1980 yılından başlayan ve 1990'lı yıllarda da devam eden konsolidasyon eğilimini destekleyen temel nedenler arasında yasal düzenlemelerin önemli bir yeri bulunmaktadır. Bu çerçevede, 1980'li yıllarda çeşitli eyaletlerce bankacılık sektörüne yönelik yasal sınırlamaların gevşetilmesi ve 1994 yılında federal

⁸⁸ İhraççı şirketlerin düşük kredi derecelerine (rating) sahip olmaları nedeniyle, 1980'li yıllarda "Junk Bond" olarak da adlandırılmıştır.

düzeyde yapılan yasal düzenlemelerle farklı eyaletlerde bankacılık faaliyetinde bulunulmasına ilişkin sınırlamaların kaldırılması ABD bankacılığında coğrafi genişlemenin önünü açmıştır.⁸⁹ 1980’li yıllarda bankacılık sektöründe ortalama karlılık oranlarındaki düşüş de konsolidasyon eğilimini güçlendirmiştir. 1980-1994 döneminde 6.300’den fazla sayıda birleşme ve devralma ile 1,2 trilyon \$ düzeyinde bankacılık aktifinin el değiştirmesi sonucunda, sektörde faaliyet gösteren kuruluş sayısı önemli ölçüde azalmış ve yoğunlaşma oranı yükselmiştir.⁹⁰ ABD bankacılığında konsolidasyon eğilimi beşinci birleşme dalgası ile izleyen dönemde de sürmüştür, 1984 yılı itibariyle yaklaşık 15.000 olan banka sayısı 20 yıl sonra yarı yarıya azalmıştır.⁹¹

Bu döneme damgasını vuran hususlardan biri de “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti-Insider Trading” olaylarıdır.⁹² Birleşme ve devralmalar, özellikle hedef şirket hisse senetlerinde açıklama öncesi dönemde olağanüstü getiriler oluşmasına neden olabilmektedir. *İçeriden Öğrenenlerin Ticareti*, süreç içerisinde henüz kamuya açıklanmamış bilgilere erişim olanağı bulunan ilgili şirket yönetici veya ortakları ya da danışmanlarca hedef şirket hisse senetlerinin, işlemin kamuya açıklanmasından önce alım satımı yoluyla haksız kazanç sağlanması şeklinde gerçekleştirilmiştir. İçerden öğrenenlerin ticareti, 1980’li yıllarda ABD’de birleşme ve devralmaların güvenilirliğine gölge düşürmüştür, kamuoyunda bu tür işlemlerin haksız kazanç sağlanması amacıyla kullanıldığına ilişkin görüşler oluşmuştur.

Dördüncü dalga döneminde, ABD’nin yanı sıra İngiltere ve Kıta Avrupa’sında da birleşme ve devralmalarda artış yaşanmıştır. 1980’li yıllarda yasal düzenlemelerde yapılan serbestleştirme ve özelleştirmeler çerçevesinde İngiltere’de finans sektörü ve diğer bir kısım endüstrilerde birleşme ve devralmalar hızlanmıştır. Bu dönemde devralmalarda sınır ötesi işlemlerin payı 1970’li yıllara göre hızla artmıştır.

⁸⁹ Stephen A. Rhoades, Bank Mergers and Industrywide Structure, 1980-1994, Staff Paper, Federal Reserve Bank, Washington, Jan. 1996.

⁹⁰ Örneğin, ulusal düzeyde faaliyet gösteren bankaların mevduattan aldıkları pay oranı yükselmiştir. Rhoades, a.g.m., s.28.

⁹¹ Ahmet Dinçer, Bankacılık Sektöründe Konsolidasyon, Ülke Deneyimleri ve Türkiye İçin Öneriler, Uzmanlık Tezi, DPT Yayın No:2697, Ekim 2006, s.47.

⁹² Drexel Burnham Lambert’in 1990 yılında iflasıyla sonuçlanan içeriden öğrenenlerin ticareti skandalı, o dönemde, kamuoyunda en fazla dikkati çeken olaylardan biridir.

İngiltere kökenli şirketlerce gerçekleştirilen sınır ötesi devralmaların sayısının ortalama olarak yıllık bazda toplam işlem sayısına oranı 1969-1978 döneminde % 6,2 iken, 1979-1984 döneminde % 14,8'e yükselmiştir.⁹³ Bu dönemde ABD kökenli yatırım bankalarının Londra merkezli faaliyetleri de İngiltere ve Kıta Avrupa'sında birleşme ve devralmaları desteklemiştir.

Avrupa ülkelerinde ABD kökenli şirketlerce gerçekleştirilen sınır ötesi birleşme ve devralmalar da işlem hacminin artışında önemli rol oynamıştır.⁹⁴ Dördüncü dalga döneminde, Avrupa ülkelerinde 1983-1989 yılları arasında toplam olarak yaklaşık 700 milyar \$ değerinde 10.000 adet birleşme ve devralma gerçekleşmiştir.⁹⁵ Dördüncü birleşme dalgası 1989 yılında son bulmuştur.

1.2.5 Küresel Düzeyde İlk Birleşme Dalgası

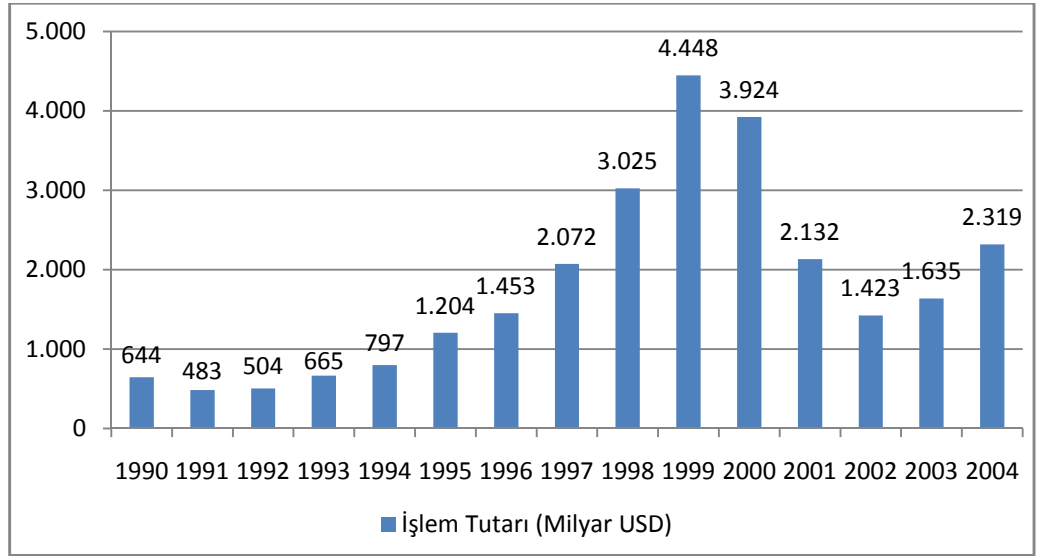
Başlangıç yılı olarak genellikle 1992 yılı kabul edilen beşinci dalga, ilk küresel birleşme dalgası olarak da tanımlanmaktadır.⁹⁶ Bu dönemde ABD ve Avrupa ülkelerinin yanı sıra Asya ülkelerinde de birleşme ve devralmalar hızla artmış, toplam küresel işlem hacmi içinde ABD dışındaki işlemlerin payı daha yüksek düzeyde oluşmuştur.

⁹³ R.L. Conn, F. Connell, "International mergers : Returns to U.S. and British Firms", Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 17 (5), Winter 1990.

⁹⁴ Marina Martynova, Luc Renneboog, "Mergers and Acquisitions in Europe", Finance Working Paper No: 114/2006, European Corporate Governance Institute, 2006, s.2.

⁹⁵ Martynova, Renneboog, "Mergers and Acquisitions in Europe", s.2.

⁹⁶ Black, a.g.m. s.799.



Grafik 2
Küresel Düzeyde Birleşme ve Devralmalar (1990-2004)

Kaynak: Roger Y. W. Tang, Ali M. Metwalli (2006)

Grafikten 1’den de görüldüğü gibi 1992 yılından itibaren hızla artan küresel birleşme ve devralmalar toplam işlem tutarı itibariyle 4,4 trilyon \$ ile 1999 yılında zirveye ulaşmıştır.

Bu dönemin ayırt edici özelliklerinden biri de sınır ötesi işlemlerin artışıdır. Önceki dalgalardan farklı olarak, bu dönemde birleşme ve devralmalarda sınır ötesi işlemlerin toplam içindeki ağırlığı önemli ölçüde artmış, özellikle sanayi üretim, hizmetler ve sermaye piyasalarında küreselleşme eğilimi sınır ötesi birleşme ve devralmaları olumlu etkilemiştir.

Beşinci dalga döneminin önemli özelliklerinden biri de birleşme ve devralmaların genellikle anlaşmalı olarak gerçekleştirilmesidir. Kıta Avrupa’sı ile Asya ülkelerinde anlaşmalı olmayan birleşme ve devralmalara, yasal ve kültürel nedenlerle sıklıkla rastlanılmamaktadır. Bu dönemde, dördüncü dalga dönemine göre ABD ve İngiltere’de de hedef firmalar tarafından istenmeyen tekliflere dayalı birleşme ve devralmalar azalmıştır.

1990-1999 döneminde ABD’de gerçekleşen birleşme ve devralmaların Dünya geneline oranı ortalama olarak değer itibariyle % 49, işlem adedi itibariyle ise % 35 düzeyindedir. ABD’de ortalama işlem büyüklüğü bu dönemde Dünya ortalamasının üzerinde oluşmuştur.

Tablo 6
ABD’de 1990-1999 Döneminde Birleşme ve Devralmalar*

| Yıllar | Birleşme ve Değer | Devralmalar İtibariyle | Birleşme ve İşlem | Devralma Adetleri |
|--------|-------------------|------------------------|-------------------|-------------------|
| | ABD Milyar \$*** | Dünya Payı (%) | ABD İşlem Adedi | Dünya Payı (%) |
| 1990 | 236.8 | 35,4 | 6235 | 41,8 |
| 1991 | 168.5 | 35,9 | 5500 | 26,3 |
| 1992 | 202.6 | 43,1 | 6042 | 30,4 |
| 1993 | 325.1 | 54,5 | 6901 | 33,3 |
| 1994 | 433.1 | 57,6 | 8293 | 35,7 |
| 1995 | 675.9 | 54,6 | 9878 | 35,7 |
| 1996 | 824.3 | 55,0 | 11368 | 38,9 |
| 1997 | 1.180,5 | 56,1 | 11892 | 40,4 |
| 1998 | 1.770,6 | 57,1 | 13463 | 39,5 |
| 1999 | 1.791,7 | 40,7 | 11436 | 30,4 |

*: Alıcı ve hedef firmanın ABD’li olduğu, işlem değerinin açıklandığı birleşme ve devralmalar dikkate alınmış olup işlem değeri hedef şirket net finansal borç rakamını içermektedir.

Kaynak: Bernard S. Black, “The First International Merger Wave (And the Fifth and Last U.S. Wave)”, University of Miami Law Review, Vol. 54, no.4, 2000, s.815.

1895 yılından itibaren yaklaşık olarak 100 yıllık bir zaman dilimi içinde gerçekleşen ilk dört birleşme dalgasından ilk üçü ağırlıklı olarak ABD’de, dördüncü dalga ise ABD ve Avrupa’da gerçekleşmiştir. ABD’de 1990-1991 döneminde oluşan daralma sonrasında, 1992 yılından itibaren ekonomik faaliyetlerdeki genişlemeye bağlı olarak birleşme ve devralmalarda artış görülmüştür. Beşinci dalga süresince ABD’de gerçekleşen birleşme ve devralmalar, adet itibariyle küresel toplamın yaklaşık üçte birlik kısmını oluşturmuştur. Bu dönemde, 1993-2000 yılları arasında, ABD’de ortalama işlem büyüklüğü ile birleşme ve devralmaların Milli Gelir’e oranı da 1970’li yıllara göre önemli ölçüde yükselmiş, parasal değer itibariyle, yıllık bazda ortalama olarak Milli Gelir’in % 9’u düzeyinde işlem hacmi oluşmuştur.

Tablo 7
ABD’de Birleşme ve Devralmaların Milli Gelir’e Oranı (1970-2000)

| Dönem | Toplam Değer (Milyar \$) | Milli Gelir (Milyar \$) | İşlemlerin Milli Gelire Oranı |
|--------------|-------------------------------------|------------------------------------|--|
| 1970-1980 | 22.8 | 1,729.5 | % 1,3 |
| 1981-1989 | 146.2 | 4,028,9 | % 3,6 |
| 1990-1992 | 92 | 5,805.0 | % 1,6 |
| 1993-2000 | 731.8 | 8,138.6 | % 9,0 |

Kaynak: J. Fred Weston ve diğerleri (2004), s. 179.

ABD’de 1980’li yıllarda petrol, tekstil, gıda, muhtelif imalat sanayi ve kredi kuruluşları sektörlerinde yoğunlaşan birleşme ve devralmalarda, 1990’lı yıllarda madencilik, medya ve iletişim, bankacılık, gayrimenkul ve otelcilik sektörleri ön plana çıkmıştır.⁹⁷ Birleşme ve devralmalarda hizmet sektörlerinin ağırlığının artması sonucunda, 1993-2004 döneminde ABD’de tüm işlemlerin yaklaşık üçte birlik kısmı finans, telekomünikasyon ve medya sektörlerinde gerçekleşmiştir.⁹⁸

Dördüncü dalga döneminde ABD bankacılık sektöründe başlayan konsolidasyon eğilimi bu dönemde de artarak devam etmiştir. Bununla birlikte beşinci dalga dönemindeki birleşme ve devralmalar ile 1980’li yıllarda gerçekleşen işlemlerin ardında yatan temel güdüler farklıdır. 1980’li yıllarda ABD’de tasarruf ve kredi kurumlarında yaşanan yapısal sorunlar ve ortaya çıkan kriz, sektörde birleşme ve devralmalar yoluyla konsolidasyon eğiliminin güçlenmesinde etkili olmuştur. Öte yandan 1990’larda gerçekleşen birleşme ve devralmalarda ise büyüme, finansal hizmetler sektörünün diğer alt dallarına doğru faaliyetlerin çeşitlendirilmesi ile faaliyetlerde etkinlik ve verimlilik artışı sağlanması amaçlanmıştır.⁹⁹

1980’li yıllarda banka birleşme ve devralmalarının toplam işlem hacmi içinde % 10’un altında olan payı 1990-1997 döneminde % 15’i aşmıştır.¹⁰⁰

⁹⁷ Gregor Andrade, Mark Mitchell, Erik Stafford, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, Journal of Economic Perspectives, Volume 15, No:2, spring 2001, s.107.

⁹⁸ Gaughan, a.g.e., s.61.

⁹⁹ Rezaee, a.g.e., s.74.

¹⁰⁰ David A. Becher, “The valuation effects of bank mergers”, Journal of Corporate Finance, 6, 2000., s.190.

1981-1997 yılları arasında 7.402 adet birleşme sonucunda 1,8 trilyon \$ tutarında bankacılık aktifi el değiştirmiştir.¹⁰¹ 1980-2003 döneminde ABD’de bankacılık sektöründe faaliyet gösteren kuruluş sayısı yaklaşık yarı yarıya azalarak 8.000 adede gerilemiştir. Yoğunlaşma düzeyinde artış çerçevesinde aktif toplamı itibariyle en büyük 10 ticari bankanın sektör aktiflerinden aldığı pay % 22’den % 46’ya, mevduattan aldıkları pay ise % 19’dan % 41’e yükselmiştir.¹⁰² Bu dönemde, ABD’de bankalar tarafından, yatırım fonları gibi finansal varlık yönetim şirketleri ile diğer banka dışı finansal kurumların devralınmasına yönelik birleşme ve devralmalar hızla artmıştır.

ABD’de yalnızca beşinci dalga döneminde değil, 20. Yüzyılın tamamında finans sektörünün gelişimi ve şimdiki yapısına kavuşmasında birleşme ve satınalmalar çok önemli rol oynamıştır. Örneğin, 1873 yılında kurulan Hanover Bank ile 1905 yılında kurulan Manufacturers Trust Company’nin birleşme süreci ve devamında yaşanan gelişme günümüze değin anahatlarıyla aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.¹⁰³

Tablo 8
JP Morgan Chase Bankasının Gelişimi*

| Alıcı | Hedef | Yeni Unvan | Tamamlandığı Yıl* |
|-------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------|
| Chase National Bank | Bank of Manhattan | Chase Manhattan Bank | 1955 |
| Manufacturers Trust Co. | Hanover Bank | Manufacturers Hanover Bank | 1961 |
| Chemical Banking Corp. | Manufacturers Hanover Bank | Chemical Bank | 1992 |
| Chemical Banking Corp. | Chase Manhattan | Chase Manhattan | 1996 |
| Chase Manhattan | JP Morgan | JP Morgan Chase | 2000 |

*:Başlıca aşamaları itibarıyla özetlenmiştir.

Bu dönemde devralmaların hızlı artış gösterdiği ülkelerden biri de İngiltere’dir. 1991’den başlayan 5 yıllık dönemde İngiltere’deki devralmalar özellikle ilaç, bankacılık, elektrik üretim ve dağıtım ile telekomünikasyon sektörlerinde yoğunlaşmış,

¹⁰¹ Dymski, a.g.e. s. xv.

¹⁰² Steven J. Pilloff, Bank Merger Activity in the United States: 1994-2003, Staff Study:176, Federal Reserve Bank, May 2004.

¹⁰³ <http://en.wikipedia.org/>, "List of Bank Mergers in the US", 30.12.2009.

tıbbi cihazlar ve sınai makina üretimi gibi sektörlerde ise çok düşük düzeyde kalmıştır.¹⁰⁴

1990'lı yıllardan itibaren Avrupa Birliğinde ekonomik entegrasyonun hızlanması ile ortak para birimine geçilmesi, üye ülkelerde finans ve bankacılık, telekomünikasyon ve bir kısım temel hizmet sektörlerinde birleşme ve devralmalar yoluyla konsolidasyon eğilimini güçlendirmiştir. İşlem hacminin hızla artması sonucunda Avrupa ülkeleri de beşinci birleşme dalgasına güçlü bir şekilde katılmış, 1993-2001 yılları arasında toplam işlem adedi 88.000'e yükselmiştir.¹⁰⁵

Ağırlıklı olarak sınır ötesi işlemlerde yoğunlaşan dördüncü birleşme dalgasının aksine beşinci dalga döneminde işlemler Birliğe üye ülkeler arasında yoğunlaşmıştır. 1990-1999 döneminde, küresel ölçekte birleşme ve devralmaların yıllık bazda değer itibarıyla ortalama olarak dörtte birlik kısmı Avrupa kökenli şirketler arasında gerçekleşmiştir.¹⁰⁶

1999 yılından itibaren aşamalı olarak yerel para birimleri yerine Euro'nun dolaşıma sokulması Avrupa'da bankacılık sektöründe birleşme ve devralmaların artışında çok önemli bir rol oynamıştır. 1997-2003 döneminde, ekonomik gelişme ve bankacılık sektöründe yaşanan hızlı büyümeye rağmen, artan rekabet, teknolojik gelişme ve deregülasyon eğilimi sonucunda küçük ölçekli ve göreceli olarak düşük verimli finansal kurumların daha büyük ve güçlü kurumlarca satın alınması sonucunda Birliğe üye ülkelerde toplam banka sayısı % 23 oranında azalarak 9.600'den 7.400 düzeyine gerilemiştir.¹⁰⁷ Avrupa bankacılığında birleşme ve devralmaların büyük bölümü mevduat kabul eden yerel finansal kurumlar arasında gerçekleşmiş, sınır ötesi işlemler görece olarak sınırlı kalmıştır.

1990'lı yıllarda finans sektöründe yaşanan konsolidasyon eğiliminde, Avrupa Birliğince 1990'da uygulanmasına başlanan İkinci Bankacılık Direktifi ile 1994 yılında

¹⁰⁴ Richard Schoenberg, Richard Reeves, "What Determines Acquisition Activity Within An Industry", *European Management Journal*, Vol.17, No:1, Feb.1999.

¹⁰⁵ Martynova, Renneboog, "Mergers and Acquisitions in Europe", s.2.

¹⁰⁶ Black, a.g.m. s. 814.

¹⁰⁷ Jose Manuel Campa, Ignacio Hernando, " M&As Performance in the European Financial Industry", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, 2006, s.3368.

yürürlüğe giren Üçüncü Kuşak Sigorta Direktifi önemli rol oynamış, bankacılık ve sigortacılık alanındaki düzenlemeler ile Avrupa Birliği bünyesinde finansal hizmetler konusunda tek pazar yaratılması hedeflenmiştir. 1990-1999 döneminde finansal hizmetler sektöründe gerçekleştirilen toplam değeri 504 milyar \$ düzeyinde 2.549 adet birleşme ve devralmanın yaklaşık dörtte birlik bölümü sigorta sektöründe yapılmıştır.¹⁰⁸

Birleşme ve devralmalara ilişkin kapsamlı bir çalışmada, 1993-2001 döneminde 30 Avrupa ülkesinde gerçekleşen 2.419 adet birleşme ve devralmayı inceleyen Martynova ve Renneboog (2006) tarafından, söz konusu işlemlerin; yaklaşık üçte birlik kısmının sınır ötesi nitelik taşıdığı, gerek aynı ülke içinde gerekse sınır ötesi işlemlerde, alıcı ve hedef firmaların genellikle aynı veya ilişkili sektörlerde faaliyet gösterdiği belirlenmiştir. 1993-2001 döneminde Avrupa ülkeleri arasındaki sınır ötesi işlem hacminin alıcı firmalar tarafında % 70'i, hedeflere yönelik işlemlerin ise % 60'ı İngiltere, Fransa ve Almanya kökenli şirketlerce gerçekleştirilmiştir. Çalışmada, kıta Avrupası ülkelerinde gerçekleşen birleşme ve devralmalarda anlaşmaya dayalı olmayan (hostile) işlemlerde artış görüldüğü, geleneksel olarak anlaşmalı olmayan işlemlerin sıklıkla gerçekleştiği İngiltere'de ise 1980'li yıllara göre beşinci dalga döneminde bu tür birleşme ve devralmaların azaldığı saptanmıştır.¹⁰⁹

Bertrand ve diğerlerinin 1990-1999 döneminde, OECD üyesi ülkelerde sınır ötesi birleşme ve devralmaları inceleyen çalışmalarında (2004); daha önceki akımlardan farklı olarak, 1990'lı yıllarda gerçekleşen işlemlerde ortalama işlem değerlerinin büyük ölçüde arttığı, özellikle çok uluslu büyük şirketler tarafından çok sayıda işlem yapıldığı, imalat sanayinin yanı sıra hizmet sektöründe de çok sayıda işlem gerçekleştirildiği ve sınır ötesi işlemlerin toplam içindeki oranının yükseldiği belirlenmiştir.¹¹⁰

1990'li yıllardan itibaren, ABD ve Avrupa ülkelerinin yanısıra Asya kıtasında da birleşme ve devralmalar hızla artmış, bu çerçevede, özellikle Çin, Japonya ve bir

¹⁰⁸ Bu dönemde sigorta sektöründe toplam olarak 507 adet işlemde 127 milyar \$ değerinde birleşme ve devralma gerçekleştirilmiştir., Cummins ve Weiss, a.g.m., s.217.

¹⁰⁹ Martynova, Renneboog, "Mergers and Acquisitions in Europe". s.2.

¹¹⁰ Olivier Bertrand, Jean-Louis Mucchielli, Habib Zitouna, "Location Choices of Multinational Firms : The Case of Mergers and Acquisitions", Royal Economic Society, 2004 yılı konferansında sunulan makale.

kısım Güney Doğu Asya ülkelerinde yüksek düzeyde işlem hacimlerine ulaşılmıştır. Yüksek büyüme hızı, yatırım ortamının iyileşmesi, düzenlemelerde serbestleşme eğilimi, özelleştirmeler, sınai üretimin küreselleşmesi, bölge ülkelerinde yabancı yatırımların teşviki ve yeni serbest ticaret anlaşmaları gibi gelişmeler Asya'da şirket birleşme ve devralmalarını hızla arttırmıştır.

Japonya'da 1990'lı yılların sonlarına doğru, ticaret kanunu mevzuatında yapılan değişikliklerle girişim sermayesi yatırımları ile birleşme ve devralmalara ilişkin yasal engeller azaltılmış, yabancı sermaye açısından yatırım ortamında iyileştirmeye gidilmiştir. Ticaret kanununda yapılan değişikliklerle; şirketler arasında hisse senedi değişimi, şirketlerin kendi hisse senetlerini edinmesine ilişkin kısıtlamaların sınırlanması ve firmalar tarafından faaliyetlerin kısmen devri ile hisse senedi ihraçlarına ilişkin süreçlerin kolaylaştırılması da birleşme ve devralmaları olumlu etkilemiş, özellikle 1999 yılından itibaren işlemler hızla artmıştır. Japonya'da 1990-2004 döneminde birleşme ve devralmaların % 72'si yurtiçinde yerleşik taraflarca yapılmış ve işlemlerin % 91'i finans, imalat sanayi ve hizmetler sektörlerinde gerçekleşmiştir.

Bölgede Japonya'nın ardından ikinci en yüksek GSMH'ya sahip olan Çin, 1978 yılında gerçekleştirdiği ekonomik reformlar sonucunda yabancı sermayeye kapılarını açmıştır. 1995 yılında yapılan mevzuat değişikliği ile yabancı sermaye yatırımlarında ek kolaylıklar sağlanmasının sonucu olarak bir yabancı sermaye cazibe merkezi haline gelen Çin, 2000'li yıllardan itibaren yıllık bazda toplam küresel yabancı sermaye akımlarının yaklaşık % 10'luk kısmını çekmeye başlamıştır.¹¹¹ 2003 yılında Kamusal Varlıklar Gözetim ve Yönetim İdaresi'nin oluşturulmasının ardından, çok büyük ve stratejik önemi bulunanlar dışında kalan kamu mülkiyetindeki işletmeler, özelleştirme amacıyla söz konusu idare'ye devredilmiştir.¹¹² 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütü'ne katılan Çin ile Tayvan tarafından, finans ve ticaret gibi anahtar sektörlerin daha geniş ölçüde yabancı sermayeye açılması taahhüdü verilmesi de bu ülkelerde sınır ötesi birleşme ve devralmaları olumlu etkilemiştir.

¹¹¹ Çin, ekonomik anlamda Hong Kong ve Tayvan'ı da içerecek şekilde geniş anlamda üç bölgeden oluşan bir bölgesel merkez olarak da değerlendirilebilir. Roger Y. W. Tang, Ali M. Metwalli, *Mergers and Acquisitions in Asia: A Global Perspective*, Routledge, 2006, s.1.

¹¹² State Assets Supervision and Administration Commission. Tang, Metwalli, a.g.e. s.21.

Ekonomik anlamda en önemli sekiz Asya ülkesinde, 1990-2004 döneminde gerçekleşen 1 milyon \$ ve üzerindeki birleşme ve devralmalar, Dünya geneline göre toplam birleşme ve devralmaların adetsel bazda % 17'sini, değer itibariyle % 8'ini oluşturmuştur.

Tablo 9
Asya Ülkelerinde Birleşme ve Devralmalar (1990-2004)

| Ülkeler | İşlem Adedi | Toplam Milyar \$* | Ortalama İşlem Tutarı (Milyon \$) |
|----------------------|-------------|-------------------|-----------------------------------|
| Japonya | 7734 | 1.004 | 113 |
| Çin | 4487 | 203 | 21 |
| Tayvan | 800 | 85 | 30 |
| Hong Kong | 5801 | 387 | 33 |
| Endonezya | 703 | 59 | 44 |
| Malezya | 4221 | 198 | 21 |
| Filipinler | 667 | 41 | 60 |
| Singapur | 2954 | 177 | 68 |
| Tayland | 1159 | 42 | 29 |
| Küresel Genel Toplam | 170549 | 26.729 | 175 |

*: Yalnızca 1 milyon \$ ve üzeri işlemler

Kaynak: Roger Y. W. Tang, Ali M. Metwalli (2006).

Bu dönemde, Japonya ve Çin dışında, Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland'dan oluşan beş önemli ASEAN¹¹³ üyesi Güney Doğu Asya ülkesinde de hızlı ekonomik gelişmeye paralel olarak birleşme ve devralmalar ön plana çıkmıştır.

Beşinci dalga süresince küresel düzeyde 20 trilyon \$ düzeyinde gerçekleşen birleşme ve devralmaların toplam değeri dördüncü dalgaya göre yaklaşık beş kat fazla işlem hacmi yaratmıştır.¹¹⁴ Beşinci birleşme dalgasında, küresel düzeyde finansal hizmetler, telekomünikasyon ve ilaç sektörleri ön plana çıkmış, büyük ölçüde aynı ya da yakından ilgili sektörlerde faaliyet gösteren şirketler arasında birleşme ve devralmalara

¹¹³ Güney Doğu Asya ülkeleri birliği, (Association of South East Asia Nations) 1967 yılında bölgede ekonomik ve sosyal gelişmenin hızlandırılması amacıyla Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur ve Tayland tarafından kurulmuştur.

¹¹⁴ Martynova, Renneboog, "Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives", s.2.

gidilmiştir. Odaklanmayı arttırıcı yönde birleşme ve devralmaların sürdürüldüğü beşinci dalga döneminde ortalama işlem büyüklükleri önceki döneme göre hızla yükselmiştir. Bu dönemin önemli özelliklerinden biri de birleşme ve devralmaların sadece sınai üretim sektörlerinde değil sıklıkla finansal hizmetler ve telekomünikasyon gibi hizmet sektörlerinde gerçekleştirilmesidir.

Beşinci birleşme dalgası, özellikle teknoloji ve internet sektörlerinde aşırı yükselen varlık fiyatları ile hisse senedi borsalarında yaşanan düşüş eğilimi çerçevesinde 2001 yılında hızla gerileyerek son bulmuştur.

2001-2002 yıllarında önemli ölçüde azalan küresel işlem hacmi, 2003 yılından itibaren tekrar artmaya başlamış, özellikle 2005-2007 yıllarında küresel ölçekte en yüksek işlem hacimlerine ulaşılmıştır. 2007 yılının ikinci yarısında ABD’de baş gösteren ve 2008 yılında derinleşerek küresel ölçekte yaygınlaşan finansal kriz ve ona bağlı olarak ortaya çıkan ekonomik daralma çerçevesinde, birleşme ve devralmalar tekrar düşüş eğilimine girmiştir.

Literatürde bu döneme ilişkin olarak henüz yeterince çalışma yayımlanmamış olmakla birlikte, 2003-2008 döneminin altıncı birleşme dalgası olarak tanımlandığı çalışmalara rastlanılmaktadır.¹¹⁵ Öte yandan, 2003-2008 döneminin yeni bir dalga olarak tanımlanmaksızın, 1990’lı yılların başlangıcında başlayan beşinci dalganın devamı olarak değerlendirilmesi de olasıdır.¹¹⁶

Küresel düzeydeki gelişmelere bağlı olarak birleşme ve devralma dalgalarının sektörel ve coğrafi gelişimi zaman içinde farklılaşmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde işlem hacminde BRIC¹¹⁷ olarak adlandırılan dört büyük gelişmekte olan ekonomi ile aralarında ülkemizin de bulunduğu diğer önemli gelişmekte olan ülkelerin, hızlı

¹¹⁵ Martynova, Renneboog, “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, s. 2151.

¹¹⁶ Bu değerlendirmeye göre beşinci dalga 2001-2002 yıllarında işlem hacminde yaşanan küresel daralmayı takiben 2003 yılından itibaren devam etmiş olup 2003-2008 döneminde artan faaliyet hacminin yeni bir birleşme dalgası olarak tanımlanıp tanımlanmayacağı önümüzdeki yıllarda bu konuda literatürde yapılacak çalışmalar sonucunda ortaya çıkacaktır. 1993-2008 döneminin tek bir dönem olarak yorumlanması halinde, 2001-2002 dönemi hariç bırakıldığında 15 yıllık dönemin 13 yılını kapsayan uzun bir birleşme dalgası söz konusu olmaktadır.

¹¹⁷ Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin.

ekonomik büyümeye paralel olarak, küresel ölçekte birleşme ve devralmalardan daha yüksek oranda pay almaları beklenmektedir.

1.3 BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN DEĞER YARATMA ÖZELLİKLERİ

Etkileri itibariyle geniş bir yelpazede sonuç doğuran birleşme ve devralmalardan en fazla etkilenen paydaşlar (stakeholders) arasında; borçlanma senetlerine yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcılar, kreditorler, vergi otoritesi, şirket çalışan ve yöneticileri ile tüketici ve tedarikçiler yer almaktadır. Birleşme ve devralmalar, söz konusu paydaşlar açısından lehte, aleyhte veya nötr sonuçlar yaratabilmektedir.

Firmaların en önemli kararları arasında yeralan birleşme ve devralmaların finans literatüründe özel bir yeri bulunmaktadır. Birleşme ve devralmalarda getiri değerlendirmesinde, hisse senedi getirileri üzerinde de durulmaktadır. Bu çerçevede, ağırlıklı olarak birleşme ve devralmalarda açıklamaya dayalı olarak kısa dönemli hisse senedi getirilerinin olay çalışması yöntemiyle analizi yöntemi kullanılmaktadır. Birleşme ve devralmaya ilişkin açıklamalar, Borsa’da yeni bir bilgi oluşturmakta, söz konusu bilginin yatırımcı beklentilerini etkilemesi çerçevesinde taraf şirketlerin kısa dönemli hisse senedi getirileri, açıklamadan olumlu veya olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Literatürde, özellikle 1980’li yıllardan itibaren yoğun bir şekilde yapılan çalışmalar, açıklamaya bağlı olarak alıcı ve hedef firma hisse senetlerinde oluşan getiriler üzerinde odaklanmıştır.

1.3.1 ABD ve Kuzey Amerika’da Birleşme ve Devralmalar

Asquith ve Kim tarafından (1982), 1960-1978 döneminde ABD’de taraflardan birinin holding şirket niteliğinde olduğu toplam 50 adet birleşme ve devralma, açıklamaya bağlı olarak taraf şirket menkul kıymetlerinde oluşan getiriler açısından

incelenmiştir.¹¹⁸ İşlemlerin *Wall Street Journal*'da açıklanma tarihi esas alınarak gerçekleştirilen çalışmada, genel olarak hedef şirket ortaklarınca aşırı getiri sağlandığı, tahvil yatırımcılarının getirilerinin ise olumlu ya da olumsuz yönde etkilenmediği ve tahvil yatırımcılarından hissedarlara yönelik olarak, işlemin açıklanmasından kaynaklanan bir değer aktarımı oluşmadığı sonucuna varılmıştır. Açıklama öncesi ve sonrasındaki 12'şer aylık dönemde tarafların hisse senetlerine ilişkin aşırı getiriler hesaplanmış; alıcı firma hisselerinde açıklamanın yapıldığı ay pozitif veya negatif yönlü aşırı getiri elde edilemediği, hedef firma hisse senetlerinde ise açıklamanın yapıldığı ay içerisinde istatistiksel olarak anlamlı aşırı pozitif getiri sağlandığı belirlenmiştir.

Jensen ve Ruback tarafından (1983) birleşme ve devralmalara ilişkin finans literatürünün kapsamlı bir incelemesi yapılmıştır. Çalışma sonucunda, birleşme ve devralmalarda hedef firma hisse senetlerinde pozitif aşırı getiri sağlandığı, alıcı firma hisse senetlerinde ise herhangi bir değer kaybının oluşmadığı ifade edilmiştir.¹¹⁹ Alıcı ve hedef firma getirilerinin birlikte değerlendirilmesi çerçevesinde pozitif getiri sağlandığı belirlenmiş, aşırı getirilerin, işlem sonucunda şirketlerce pazarda daha güçlü bir konuma ulaşılmasından değil hedef şirketlerde kontrolün devredilmesinden kaynaklandığı belirtilmiştir.

Çalışma sonucunda, başarıyla tamamlanan işlemlerde, ortalama olarak, hedef şirket hisse senetlerinde, şirket birleşmelerinde % 20, teklif verme yoluyla gerçekleşen işlemlerde ise % 30 oranında istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiri saptanmıştır. Alıcı şirket hisse senetlerinde teklif verme yoluyla gerçekleşen işlemlerde % 4 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiri belirlenmiş, birleşmeler sonucunda ise herhangi bir aşırı getiri oluşmadığı ifade edilmiştir. Şirket yöneticilerinin işlemlerdeki rollerinin açıklanması açısından da önem taşıyan çalışmada; farklı yönetici ekiplerin birbirleriyle rekabetine ilişkin olan birleşme ve devralmaların birincil aktörlerini şirket yöneticilerinin oluşturduğu, öte yandan nihai karar verici konumunda olmalarına

¹¹⁸ Paul Asquith, E. Han Kim, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security holders", *The Journal of Finance*, Vol.37, No:5,1982, s.1209-1228.

¹¹⁹ Michael C. Jensen, Richard S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol.11, April 1983.

rağmen, kurumsal yatırımcılar da dahil olmak üzere şirket ortaklarınca süreç içinde nispeten edilgen bir rol oynandığı belirtilmiştir.

Travlos (1987) 1972-1981 döneminde ABD’de gerçekleşen birleşme ve devralmaları, özellikle açıklamaya bağlı olarak alıcı firma hisse senetlerinden sağlanan getiriler açısından incelemiştir.¹²⁰ Çalışmada hisse senetleri New York Stock Exchange (NYSE)’de işlem gören 166 ve American Stock Exchange (Amex)’de işlem gören 1 şirket tarafından gerçekleştirilen toplam 167 adet işlem finansman yöntemi itibarıyla ayrıştırılmış; nakden finanse edilen 100 adet, hisse senedi yoluyla finanse edilen 60 adet ve her iki yöntemin bileşimi yoluyla finanse edilen 7 adet işlemde, birleşme ve devralmanın *Wall Street Journal* ‘da açıklanma tarihi baz alınarak alıcı firma hisse senetlerinin olay penceresi çerçevesinde günlük ve kümülatif getirisi hesaplanmıştır. Çalışmada, getirilerin finansman yöntemine göre farklılaştığı saptanmıştır. Hisse senediyle finanse edilen işlemlerde, açıklamaya bağlı olarak alıcı firma hisse senetlerinden istatistiksel olarak anlamlı negatif getiri sağlandığı belirlenmiş, bu durum piyasaya alıcı firma hisse senedinin aşırı değerli olduğu mesajının verilmesi (signalling effect) tezi ile açıklanmıştır. Öte yandan, nakden finanse edilen işlemlerde ise negatif getirinin söz konusu olmadığı ve alıcı firma hisse senetlerinden “olağan” düzeyde bir getiri elde edildiği belirlenmiştir.

Harris ve diğerleri (1987) tarafından, 1955-1985 döneminde ABD ve İngiltere’de 2.500 şirket birleşme ve devralma işleminin incelenmesi sonucunda açıklamaya bağlı hisse senedi getirileri ile ödeme yöntemi arasında güçlü bir ilişki olduğu belirlenmiştir.¹²¹ ABD’de açıklamanın yapıldığı ay içinde hedef şirket ortaklarınca, bedeli tamamen hisse senedi yoluyla ödenen işlemlerde ortalama % 11,1, nakden ödenen işlemlerde ise % 25,4 oranlarında getiri sağlandığı saptanmıştır. ABD’de, açıklamaya bağlı olarak aynı ay içinde alıcı şirket hisse senedi getirilerinde istatistiksel olarak anlamlı kayıplar olduğu belirlenmiş, bu durumun alıcı firmalarca

¹²⁰ Nickolaos G. Travlos, “Corporate Takeover Bids, Method of Payment and Bidding Firms’ Stock Returns”, *The Journal of Finance*, Vol.45, No:4, 1987, s.943-964.

¹²¹ Julian Franks, Robert S. Harris, Sheridan Titman, “The Post Merger Share Price Performance of Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.29, 1991, s.29.

şirket devralmalarında aşırı değerlenmiş hisse senetlerinin kullanılmasından kaynaklanabileceği ifade edilmiştir.

Kaplan ve Weisbach (1990) 1971-1982 döneminde ABD’de büyük ölçekli 271 adet şirket satın alma işlemini incelemiştir. Araştırma sonucunda alıcı ve hedef şirketlerin benzer konularda faaliyet göstermesi veya faaliyet konularının farklı olmasının, açıklamaya dayalı hisse senedi getirilerini etkilemediği belirlenmiştir.¹²²

Franks ve diğerleri (1991) tarafından 1975-1984 yıllarını içeren on yıllık dönemde hisse senetleri NYSE ve Amex’de işlem gören şirketlerin tarafı olduğu 399 adet şirket devralma işleminde hisse senedi performansı kümülatif aşırı getiri yöntemiyle analiz edilmiştir.¹²³ Çalışmada, nihai teklif tarihi temel alınarak izleyen dönemde alıcı firma hisse senedi getirileri aylık bazda hesaplanmıştır. Ayrıca işlem sonrası dönemde gerçekleşen hisse senedi performansları; alıcı ve hedef firmaların ölçeği, ödeme yöntemi, şirket yönetimine teklifin desteklenip desteklenmemesi ve başka satın alım teklifleri bulunup bulunmaması açılarından da incelenmiştir. Alıcı firmaların hisse senedi performansının, işlemlerin getirisinin eşit ağırlıklı değerlendirilmesi durumunda piyasanın genelini temsil eden endekse göre düşük düzeyde olduğu, öte yandan işlem değeri ağırlıklı hesaplama sonucunda ise piyasanın geneline göre daha yüksek düzeyde olduğu belirlenmiştir. Literatürde alıcı firma hisse senetlerinin işlem sonrası dönemde düşük performansına işaret eden bulguların değerlendirme ölçütlerinin hatalı belirlenmesinden kaynaklandığı ifade edilmiştir.

Franks ve diğerlerinin özellikle satın alım sonrası hisse senedi performansına odaklanan çalışmasında, literatürde daha önce ulaşılan bulguları destekleyici şekilde, hedef firma hisse senetlerinden işlemin açıklanması üzerine ortalama olarak % 28 düzeyinde aşırı getiri elde edildiği, aşırı getirilerin nakden finanse edilen işlemler ile birden fazla alıcının söz konusu olduğu durumlarda daha yüksek gerçekleştiği belirlenmiştir. Nakden finanse edilen işlemlerde alıcı firma hisse senetlerinde aşırı getiri sağlanamadığı, öte yandan hisse senediyle ödeme yapılan işlemlerde ise genellikle

¹²² Steven Kaplan, Michael S Weisbach, The Success of Acquisitions : Evidence from Divestitures, NBER Working Paper Series No:3484, 1990., s.28.

¹²³ Franks ve diğerleri, a.g.m., s.81-96.

negatif aşırı getiri oluştuğu saptanmıştır. Küçük ölçekli alıcı firmaların hisse senetlerinin büyük ölçekli firmaların hisselerine göre şirket satın alımlarında açıklama döneminde daha iyi performans gösterdiği de ifade edilmiştir.

Agrawal, Jaffe ve Mandelkel tarafından (1992), 1955-1987 döneminde, hisse senetleri NYSE’de işlem gören alıcı şirketlerce hisse senetleri NYSE ve Amex’de işlem gören hedef firmalara yönelik işlemlerin hemen tamamını kapsayan 937 birleşme ve 227 hisse senetlerine Satın Alım (tender offer) teklifi işlemi sonucunda oluşan aşırı getiriler analiz edilmiştir. İşlemin *Wall Street Journal*’da yayımlandığı ilk tarih açıklanma tarihi, sürecin tamamlanması sonucunda hedef firma hisse senetlerinin işlem gördüğü borsa kotundan çıkarıldığı tarih ise tamamlanma tarihi olarak baz alınmıştır.¹²⁴ Uzun dönemli hisse senedi performansına odaklanan çalışmada, hedef firma ölçeği ile hisse senedi beta değerlerinin etkilerinin giderilmesi yoluna gidilmiş, oluşan negatif hisse senedi performansının beta değerlerindeki farklılıktan kaynaklanmadığı, ayrıca, hedef firma ölçeğinin daha yüksek olduğu durumlarda hisse senedi performansının genellikle daha düşük gerçekleşmekle birlikte, hisse senedi performansının firma ölçeğinin bir fonksiyonu olmadığı belirlenmiştir.¹²⁵ Çalışmada, Frank ve diğerlerinin (1991) bulgularından farklı olarak, alıcı firma hisse senetlerinde işlemin tamamlanmasını izleyen beş yıllık dönemde, ortalamada, istatistiksel olarak anlamlı % 10 düzeyinde değer kaybı ile karşılaştığı, bulgulardaki farklılığın araştırma dönemi ile yöntem farklılıklarından kaynaklanmış olabileceği belirtilmiştir.

Houston ve Ryngaert (1994) ABD bankacılık sektöründe konsolidasyon eğiliminin yaşandığı 1985-1991 döneminde, alıcı ve hedef konumunda bulunan bankalardan her ikisinin de halka açık olduğu 153 adet devralma işlemini, açıklama çerçevesinde oluşan hisse senedi getirileri açısından incelemiştir.¹²⁶ Alıcı ve hedef banka hisse senetlerinin, işlem değeriyle ağırlıklandırılmış toplam getirisinin ele alındığı çalışmada, özellikle devralmaların bir bütün olarak işleme taraf olan bankaların

¹²⁴ Anup Agrawal, Jeffrey J. Jaffe, Gershon N. Mandelker, “The Post Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly”, *The Journal of Finance*, Vol.47 No.4, September 1992, s. 1605-1621.

¹²⁵ Agrawal ve diğerleri, a.g.m., s.1618.

¹²⁶ Joel F. Houston, Michael D. Ryngaert, “The overall gains from large bank mergers”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, 1994., 286.

ortakları açısından değer yaratma özelliğine sahip olup olmadığı irdelenmiş, açıklama öncesindeki 230. güne kadar uzanan olay penceresinde hesaplanan hisse senedi getirilerinin ortalamada istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı, hedef banka hisselerindeki pozitif getirilerin alıcı banka hisselerindeki negatif getirilerce elimine edildiği saptanmıştır.

Alıcı bankaların karlılık oranlarının, hedef olanlar ile sektörde faaliyet gösteren diğer bankalara göre genellikle daha yüksek düzeyde olduğu belirlenmiş, ayrıca, hisse senedi piyasasının, esas faaliyet performansı yüksek olan bankalarca açıklanan işlemler ile birleşme sonucunda faaliyet giderlerinde daha yüksek düzeyde tasarruf potansiyeli taşıyan birleşme açıklamalarına daha olumlu tepki verdiği sonucuna varılmıştır.

Loughran ve Vjih tarafından (1997) 1970-1989 yıllarını kapsayan 20 yıllık dönemde, hisse senetleri NYSE, Amex ve Nasdaq'da işlem gören 947 adet şirket devralma işlemi, özellikle hisse senedi getirileri ile satın alım yöntemi ve ödeme şekli arasındaki ilişkiler açısından incelenmiştir.¹²⁷ Devralma sonucunda hisse senetleri borsa kotasyonu dışına çıkarılmış olan söz konusu örnek kütle yi oluşturan işlemler; satın alım yöntemi itibariyle birleşme ve aleni pay alım teklifi verilmesi, ödeme yöntemi itibariyle ise nakit veya hisse senediyle ödeme şeklinde ayrıma tabi tutulmuştur. Devralmayı izleyen beş yıllık dönemde, ortalama olarak, nakden ödeme yöntemiyle finanse edilen teklif verme işlemlerinde alıcı firmalar tarafından % 61,7 oranında pozitif, hisse senedi ile finanse edilen birleşmelerde ise % 25 oranında negatif aşırı getiri sağlandığı belirlenmiştir.

Becher (2000) 1980-1997 döneminde ABD'de banka birleşmelerinin hisse senedi getirilerine etkilerine ilişkin kapsamlı çalışması sonucunda, inceleme konusu olan 558 adet işlemde değer yaratıldığı kanısına ulaşmıştır.¹²⁸ 36 günlük olay penceresinde (-30,+5) ortalama olarak hedef şirket hisse senetleri % 22 değer kazanırken, alıcı şirket hisse senetlerinin getirisi başabaş düzeyde gerçekteşmiş, alıcı ve hedef şirket hisse senetleri birlikte değerlendirildiğinde % 3 pozitif getiri gözlenmiştir.

¹²⁷Tim Loughran, Anand M. Vjih, "Do Long Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions", The Journal of Finance, Vol.52 No.5, December 1997.

¹²⁸ Becher, a.g.m., s.189.

Çalışma sonucunda, örnek kütleli oluşturulan işlemlerde, 1990'lı yıllarda yapılan banka birleşmelerinin getirilerinin 1980'li yıllarda yapılan işlemlere göre daha yüksek düzeyde gerçekleştiği saptanmıştır.

Kanada için yapılan kapsamlı bir çalışmada, Eckbo ve Thorburn tarafından (2000) 1964-1983 döneminde hisse senetleri Toronto Stock Exchange (TSE)'da işlem gören firmaların, hisse senetleri TSE veya NYSE'da işlem gören Kanada veya ABD kökenli alıcı firmalarca satın alınmasına ilişkin toplam 1.846 adet işlemde, alıcı firma hisse senetlerinin getirileri incelenmiştir.¹²⁹ Kanada'lı firmalarca devralmanın açıklandığı ay içerisinde, istatistiksel olarak anlamlı düzeyde aşırı getiri sağlandığı, hisse senedi ile finanse edilen işlemler ile alıcı ile hedef firma ölçeklerinin birbirine yakın olduğu işlemlerde aşırı getirilerin daha yüksek olduğu belirlenmiştir. ABD kökenli firmalarca gerçekleştirilen devralmalarda ise alıcı firma ortaklarınca sağlanan getiriler istatistiksel olarak anlamlı bulunmamış, incelenen işlemlerde alıcı firmaların hedeflerine göre ortalama olarak sekiz kat daha büyük ölçekli olmalarının (attenuation bias) ABD kökenli alıcı şirket hisse senetlerinde açıklamaya dayalı aşırı getirileri sınırlandırmış olabileceği ifade edilmiştir.

Andrade, Mitchell ve Stafford (2001) tarafından, 3.688 adet şirket birleşme ve devralma işleminde, NYSE, Amex veya Nasdaq'da işlem gören alıcı ve hedef şirket hisse senetleri, 1973-1998 dönemi alt dönemlerine ayrılarak incelenmiştir.¹³⁰ Açıklama çerçevesindeki 3 günlük ve açıklama öncesi 20 günlük dönemi kapsayan olay penceresi çerçevesinde yapılan analiz sonucunda alıcı şirket hisse senetlerinden olay penceresinde negatif aşırı getiri elde edildiği, hedef şirket hisse senetlerinde ise pozitif aşırı getiri sağlandığı belirlenmiştir. Hedef şirket hisse senetlerinde, 3 günlük olay penceresinde ortalama olarak % 16, açıklama öncesindeki 20 günlük dönemde ise ortalama olarak % 24 düzeyinde aşırı getiri sağlandığı belirlenmiş, gerek hedef gerekse alıcı firma hisse senetlerinden alt dönemler itibariyle elde edilen getiri oranlarının tutarlılık sergilediği görülmüştür.

¹²⁹ B. Espen Eckbo, Karin S. Thorburn, "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No:1, 2000.

¹³⁰ Andrade ve diğerleri, a.g.m., s.104.

DeLong (2001) tarafından ABD bankacılık sektöründeki birleşme ve devralmaların değer yaratma özellikleri incelenmiştir.¹³¹ 1988-1995 döneminde ABD’de halka açık şirketler arasında gerçekleşen, taraflarından en az bir tanesinin banka olduğu ve alıcı şirketin kontrolü ele geçirdiği 280 adet birleşme ve devralmadan oluşan örnek kütle coğrafi olarak veya faaliyet türü itibariyle ayrıma tabi tutulmuştur. Devralmanın coğrafi veya faaliyet türü bakımından çeşitlendirme ya da odaklanma niteliğinde olması ile piyasanın işlemin açıklanmasına verdiği tepki arasında bir bağlantı bulunamamıştır.

Fuller ve diğerleri tarafından (2002), ABD’de 1990-2000 döneminde gerçekleşen 3.135 adet devralma işlemi, üç yıllık bir dönem içerisinde beş ya da daha fazla işlem gerçekleştiren alıcı firma hisse senetlerinin getirisi açısından ele alınmıştır.¹³² Çalışmada, sınai sektörde gerçekleşen devralmalarda hedef firma niteliği ile ödeme yöntemindeki farklılıkların işlemin getirisi üzerindeki etkileri irdelenmiştir. Hisse senetleri NYSE, Amex veya Nasdaq’da işlem gören alıcı firma hisse senetlerinden, beş günlük olay penceresinde halka açık bir şirketin satın alınması durumunda ortalama % 1 düzeyinde negatif getiri elde edildiği, hedef firmanın halka açık olmayan bir şirket olması halinde % 2,08 düzeyinde ve halka açık şirketlerin iştiraki niteliğinde bir şirket olması durumunda ise % 2,75 düzeyinde pozitif aşırı getiri sağlandığı belirlenmiştir.

Halka açık şirketlerin hedef olduğu durumlarda, hisse senedi ile ödeme yönteminin seçilmesi halinde alıcı firma ortaklarınca negatif getiri sağlandığı, nakit veya hisse senedi ile nakden ödeme bileşiminin seçildiği durumlarda ise pozitif getiri elde edildiği saptanmıştır. Halka açık olmayan şirketlerin veya halka açık şirketlerin iştiraklerinin devralınmasında ödeme yöntemine bakılmaksızın pozitif getiri sağlandığı; işlemlerin hisse senedi ile finanse edildiği ve hedef firma ölçeğinin daha büyük olduğu durumlarda ise daha yüksek düzeyde getiri elde edildiği belirlenmiştir. Halka açık

¹³¹ Gayle L. De Long, “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”, *Journal of Financial Economics*, 59, 2001.

¹³² Kathleen Fuller, Jeffrey Netter, and Mike Stagemoller, “What do Returns to Acquiring Firms Tell Us ? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions”, *The Journal of Finance*, Vol.57, No:4, August 2002.

olmayan şirketler ile halka açık şirket iştiraklerinin satın alınması işlemlerinde pozitif aşırı getiri sağlanması durumu likidite iskontosu ile açıklanmıştır.

Rosen (2003) 1982-2001 döneminde ABD’de halka açık şirketlerin taraf olduğu 6.259 adet birleşme ve devralma işleminde, hisse senedi piyasasındaki koşullar ile alıcı firma hisselerinde açıklamaya dayalı kısa ve uzun dönemli getiriler arasındaki ilişkileri irdelemiştir.¹³³ Piyasanın yükselme döneminde açıklamaya dayalı kısa dönemli getirilerin daha yüksek düzeyde olduğu, öte yandan bu eğilimin 3 yıllık dönemde tersine döndüğü, kısa dönemli pozitif getirilerin uzun dönemde negatife dönüştüğü belirlenmiştir.

Beşinci birleşme ve devralma dalgasını konu alan en kapsamlı çalışmalardan birinde, Moeller, Schlingemann ve Stulz tarafından (2004), 1980-2001 döneminde ABD’de halka açık şirketlerce gerçekleştirilen 12.023 adet devralma işlemi, özellikle alıcı firma ölçeği ile işlemden kaynaklanan getiri arasındaki ilişki açısından irdelenmiştir.¹³⁴ Çalışmada, alıcı firma ölçeği ile olay penceresi içerisinde sağlanan getiri düzeyi arasında ilişki bulunduğu ve küçük ölçekli firmaların devralmalarda getiri açısından daha başarılı olduğu belirlenmiştir.

Moeller ve diğerleri, açıklamaya bağlı olarak üç günlük olay penceresinde küçük ölçekli alıcı firma hisse senetlerinden sağlanan getirinin büyük ölçekli firmalara göre ortalama olarak yaklaşık % 2 düzeyinde daha yüksek düzeyde olduğu, küçük ölçekli firmalarca pozitif getiri sağlanmasına karşın büyük ölçekli firmalarca yapılan işlemlerin değer kaybına neden olduğu belirlenmiştir. Büyük ölçekli firmalarca gerçekleştirilen devralmalarda, finansman yönteminden bağımsız olarak işlemin açıklanması üzerine negatif aşırı getiri sağlandığı gözlenmiştir. Bu tür firmaların üst düzey yönetimlerince kişisel çıkarlarının ön planda tutulması çerçevesinde (managerial hubris) satın alım kararlarında ortaklar açısından akılcı olmayan bir hareket tarzı

¹³³ Richard J. Rosen, “Merger momentum and investor sentiment:the stock market reaction to merger announcements, *Journal of Business*’a sunulan taslak makale, 2003.

¹³⁴ Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, Rene M. Stulz, “Firm Size and the Gains From Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, ,73, 2004.

benimsenerek yüksek düzeyde devralma primlerinin (acquisition premium) ödenmesinin negatif aşırı getiri oluşmasında etkili olduğu ifade edilmiştir.

Megginson ve diğerleri tarafından (2004) şirket birleşmelerinde esas faaliyet konusuna odaklanması ile birleşme sonrası uzun dönemli hisse senedi performansı arasındaki ilişki üzerinde durulmuştur.¹³⁵ 1977-1996 döneminde ABD’de yapılan 204 adet stratejik birleşmenin incelendiği çalışmada, esas faaliyet konusunda odaklanmayı arttırıcı işlemlerde uzun dönemli hisse senedi performansında artış gözlemlendiği, odaklanma ile uzun dönemli hisse senedi performansı arasında doğru yönde bir ilişki bulunduğu ifade edilmiştir. Örnek kütleinin incelenmesi sonucunda, birleşmeyi izleyen 3 yıllık dönem sonunda hisse senetlerinde odaklanmayı azaltan birleşmelerde % 18 düzeyinde değer düşüşü olduğu, odaklanmayı koruyan veya geliştiren işlemlerde ise istatistiksel olarak anlamlı düzeyde olmamakla birlikte sınırlı düzeyde artış gözlemlendiği belirtilmiştir.

Moeller ve diğerleri (2005) tarafından aynı örnek kütleinin kullanımı yoluyla yapılan bir diğer çalışmada da, ABD’de gerçekleştirilen söz konusu 12.023 adet devralma işleminde alıcı firmalarca 3 günlük olay penceresinde sağlanan getiriler, araştırma döneminin alt bölümleri itibariyle incelenmiştir.¹³⁶ Sonuç olarak, 1980-2001 dönemi alt dönemleri itibariyle getirilerde önemli düzeyde farklılıklar saptanmıştır. Açıklamaya bağlı olarak alıcı firma hisse senetlerinde olay penceresinde 1980-1997 döneminde toplam olarak pozitif getiri sağlandığı, ancak 1998-2001 döneminde ise çok büyük miktarda değer kayıplarının olduğu belirlenmiştir. Söz konusu 4 yıllık dönemde açıklanan 4.136 adet devralmadan, büyük ölçekli 87 adet işlemde toplamda 240 milyar \$’a ulaşan değer kaybının olduğu, değer kayıplarının devralma işlemlerine harcanan her 1 \$ başına 12 cent düzeyinde gerçekleştiği belirtilmiştir.

¹³⁵ William L. Megginson, Angela Morgan, Lance Nail, “The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, 2004.

¹³⁶ Sara B. Moeller, Frederik P. Schlingemann, Rene M. Stulz, “Wealth Destruction on a Massive Scale ? A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance*, Vol. LX, No.2, April 2005.

Bhagat ve diğerkleri tarafından (2005) 1962-2001 arasındaki yılları kapsayan 40 yıllık dönemde, ABD’de Satın Alım teklifi verilmesi yöntemiyle gerçekleşen işlemlerin alıcı ve hedef şirket hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmiştir.¹³⁷ Örnek kütle, hisse senetleri NYSE ya da Amex’de işlem gören alıcı ve hedef firmalarca 1962-1984 döneminde sunulan 292 adet teklif ile alıcı ve hedef firma hisse senetlerinin NYSE, Amex veya Nasdaq’da işlem gördüğü 1985-2001 döneminde sunulan 726 adet teklif olmak üzere toplam 1.018 adet satın alım teklifinden oluşmuştur. İşlemlerin; % 68’inde hedef şirket sermayesinin asgari % 15 veya daha fazlasının teklif verme süreci sonunda alıcı firmalar tarafından ele geçirildiği, 731 adedinin tamamen nakit ödeme yöntemine dayandığı, 221 adedinin istenmeyen (hostile) olarak algılandığı, 232 adet devralmada hedef şirket yönetiminin yargı yoluna başvurduğu ve 147 adet işlemde süreç içerisinde ikinci bir alıcı adayının ortaya çıktığı belirlenmiştir.

Olay penceresinde olağanüstü getirilerin ölçülmesinin; işlemin başarıyla tamamlanıp tamamlanamayacağı konusunda belirsizlik (truncation dilemma) nedeniyle yeterli olamadığı belirtilmiş, sürenin uzatılması durumunda ise alıcının bilinmesinden kaynaklanan etkiler (bidder revelation bias) gibi çeşitli ölçüm sorunları ile karşılaşılabilirdiği vurgulanmıştır. Düzeltilmiş aşırı getiri hesaplanma yönteminin yanı sıra literatürde kullanıldığı şekliyle aşırı getiri hesaplanması yöntemiyle ölçüm yapılmış, sonuç olarak, geleneksel yöntemle göre yapılan hesaplama sonucunda alıcıların hedef şirket hisseleri için aşırı bir bedel ödedikleri saptanmışken, düzeltme işlemleri sonucunda ise alıcılar tarafından ödenen alım bedellerinin adil olduğu sonucuna varılmıştır.

Ayrıca;

- Ödeme yöntemi olarak hisse senedinin seçilmesinin, piyasada alıcı firma hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmiş olduğu yönünde bir algı oluşturarak olay penceresinde alıcı ve hedef şirket hisse senetlerinde daha düşük oranda toplam getiriye yol açtığı,

¹³⁷ Sanjai Bhagat, Ming Dong, David Hirshleifer, Robert Noah, “Do Tender Offers Create Value ? New Methods and Evidence”, Journal of Financial Economics, Vol. 76, 2005.

- İstenmeyen devralma tekliflerinde, alıcı şirket yönetiminin, daha başarılı olarak algılanması sonucunda daha yüksek oranda toplam getiri sağlandığı, farklı endüstrilerden firmaları içeren işlemlerin ise alıcı firma hisse senetlerinin getirisini olumsuz etkilediği,
- Olay penceresinde, alıcı firma hisse senetleri getirisi ile toplam (alıcı ve hedef şirketin hisse senedi getirilerinin toplamı) getiri oranlarının Tobin'in q oranı ile negatif yönlü ilişki bulunduğu, hedef firma hisse senedi getirileri ile hedef firma q oranı arasında da negatif yönlü ilişki bulunduğu belirlenmiştir.

Croci (2006) 1990-2001 döneminde ABD'de mali olmayan kuruluşların söz konusu olduğu 459 birleşme ve devralma işlemini, hedef şirket hisse senedi getirileri açısından incelemiştir.¹³⁸ Çalışmada, 1989-2001 döneminde ABD'de 10 milyon \$ ve üzeri değerdeki birleşme ve devralmaların % 18,48'inin açıklandığı halde gerçekleşmediği, bir başka deyişle başarısız olduğu belirlenmiş, açıklandığı halde gerçekleşmeyen işlemlerin hedef şirket hisse senetlerinde getiri etkisi üzerinde durmuştur.

Araştırmada, işlemin başlangıç ve bitiş açıklamaları çerçevesinde ortalama olarak % 10,6 düzeyinde gerçekleştiği saptanan negatif aşırı getirilerin, işlemin başarısızlığa uğraması sonucunda hedef şirket hakkında oluşan yeni bilgilerin piyasa tarafından özümsemesi ile ilgili olabileceği ifade edilmiştir. Ortalama negatif aşırı getiri oranının, işlemin hedef şirket tarafından reddedilmesi durumunda % 4,3, iptalin alıcı tarafından yapılması durumunda ise % 14,5 düzeyinde olduğu belirlenmiş, bu durumun alıcılar tarafından yapılan iptalleri, piyasanın hedef hakkında negatif içerikli bir bilgi olarak algılanmasından kaynaklandığı kanısına varılmıştır. Çalışma sonucunda birleşme ve devralmaların başarısızlığa uğramasının sinerji tezinden çok yeni bilgilerin açıklanması ile ilgili olabileceği belirtilmiştir.

¹³⁸ Ettore Croci, "Stock Price Performance of Target Firms in Unsuccessful Mergers and Acquisitions", July 2006, <http://ssrn.com/abstract:766304>, 25.12.2009.

1.3.2 İngiltere ve Kıta Avrupa'sında Birleşme ve Devralmalar

Harris ve diğerlerinin çalışmasında (1987), 1955-1985 döneminde ABD ve İngiltere'de birleşme ve devralmaların incelenmesi sonucunda açıklamaya bağlı hisse senedi getirileri ile ödeme yöntemi arasında güçlü bir ilişki olduğu belirlenmiş, İngiltere'de açıklamanın yapıldığı ay içinde hedef şirket ortaklarınca, bedeli tamamen hisse senedi yoluyla ödenen işlemlerde ortalama % 15,1, nakden ödenen işlemlerde ise % 30,2 oranlarında getiri sağlandığı saptanmıştır.¹³⁹ İngiltere'de hisse senedi yoluyla finanse edilen işlemlerde alıcı şirket hisse senetlerinde açıklamaya bağlı kayıpların oluşmadığı, bu durumun devralma sürecinde alıcı şirketlerce yeni hisse senedi ihraçlarında yatırım bankaları tarafından bakiyeyi yüklenim taahhüdü (underwriting) verilmesinden kaynaklanmış olabileceği belirtilmiştir.

Cybo-Ottone ve Murgia (2000), Avrupa'da bankacılık sektöründe büyük ölçekli birleşme ve devralmalara ilişkin en önemli çalışmalardan birinde 1988-1997 döneminde işlemlerin taraf banka hisse senetlerinin getirisine etkilerini araştırmıştır.¹⁴⁰ 13 ayrı ülkede gerçekleşen, kontrol hissesi devrinin söz konusu olduğu, alıcı ve hedef firmaların hisse senetlerinin ilgili Borsa'da işlem gördüğü toplam 54 adet işlem incelenmiştir. Aynı ülke içinde bankalar veya bankalar ile sigorta şirketleri arasında gerçekleşen işlemlerin, olay penceresinde genel olarak değer yarattığı belirlenmiş, öte yandan sınır ötesi işlemler ile yatırım bankacılığı alanındaki işlemlerin ise değer yaratmadığı saptanmıştır. Örnek kütleli oluşturulan işlemlerde açıklama öncesi ve sonrasında 20'şer günlük olay penceresinde, ortalama olarak alıcılar açısından % 2,19 oranında, hedef şirket ortakları açısından ise % 15,3 oranında kümülatif aşırı getiri sağlandığı belirlenmiştir. Cybo-Ottone ve Murgia literatürdeki çalışmaların genelde ABD'de bankacılık sektöründe birleşme ve devralmaların değer yaratmadığına işaret ettiğini, öte yandan kendi araştırmalarının birleşme ve devralmaların Avrupa bankacılığında değer yarattığını gösterdiğini ifade etmiştir. Bulgulardaki farklılığın

¹³⁹ Harris ve diğerleri, a.g.m. s. 29.

¹⁴⁰ Alberto Cybo-Ottone, Maurizio Murgia, "Mergers and shareholder wealth in European banking", Journal of Banking & Finance, 24, 2000.

Avrupa ile ABD arasında pazar özellikleri ile bankacılığın düzenlenmesine ilişkin farklılıklardan kaynaklanmış olabileceği belirtilmiştir.

Alexandrou ve Sudarsanam tarafından (2001), İngiltere’de 1987-1993 döneminde gerçekleşen 1.941 adet elden çıkarma işleminin incelendiği çalışmalarında, satıcılar tarafından bu işlemlerden pozitif aşırı getiri sağlandığı belirlenmiştir.¹⁴¹

Avrupa Birliği tarafından bankacılık ve sigortacılık sektörlerinde tek pazar yaratılması amacıyla yürürlüğe konulan direktifler ile 1999 yılından itibaren Euro’nun tedavüle sokulması çerçevesinde parasal birliğe geçilmesi, üye ülkelerde finansal hizmetler sektöründe konsolidasyon sürecini hızlandırmıştır. Söz konusu süreçte, birleşme ve devralmaların alıcı ve hedef şirket ortakları açısından değer yaratıp yaratmadığına yönelik olarak çok sayıda çalışma yapılmıştır.

Cummins ve Weiss tarafından (2004), 1990-2002 döneminde Avrupa sigorta sektöründeki birleşme ve devralmalar değer yaratma özellikleri açısından incelenmiştir.¹⁴² Avrupa’da faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin alıcı veya hedef konumunda olduğu araştırma kapsamındaki 535 devralma işleminin 256 adedinde kontrol el değiştirmiştir. İşlem öncesi ve sonrasında 1 günden başlayarak 15 güne kadar çıkan olay penceresinde kümülatif aşırı getiriler hesaplanmıştır. Çalışmada, hedef şirket ortaklarınca genellikle aşırı getiri elde edildiği, alıcılar açısından ise çok düşük düzeyde de olsa (genellikle % 1’den az) negatif getiri olduğu belirlenmiştir. Hedef şirket hisse senetlerinde, hem ülke içi hem de sınır ötesi işlemlerde aşırı getiri sağlandığı, öte yandan alıcı şirketler açısından ise ülke içi işlemlerin önemli düzeyde negatif getiriye neden olduğu, sınır ötesi işlemlerde ise kazanç ya da kayıp oluşmadığı saptanmıştır. Alıcılar açısından coğrafi genişlemenin söz konusu olduğu sınır ötesi işlemlerin daha fazla değer yarattığı, hedef şirketler açısından ise her durumda değer yaratılması söz konusu olmakla birlikte, aynı ülke içindeki işlemlerin daha fazla değer yaratma özelliği gösterdiği belirlenmiştir.

¹⁴¹ George Alexandrou, Sudi Sudarsanam, “Shareholder Wealth Effects of Corporate Sellofs: Impact of Growth Opportunities, Economic Cycle and Bargaining Power”, *European Financial Management*, Vol.7, No:2, 2001, s.256.

¹⁴² Cummins, Weiss, a.g.m. s.245.

Avrupa bankacılığında yaşanan konsolidasyon sürecine ilişkin çalışmalarında, Ismail ve Davidson tarafından (2005), 1987-1999 döneminde halka açık bankalarca gerçekleştirilen 102 adet birleşme ve devralma işleminde, alıcı ve hedef banka hisse senetlerinin getirileri incelenmiştir.¹⁴³ 49'u birleşme, 53 adedi devralma olarak tanımlanan örnek kütleli oluşturulan işlemlerin, 90 adedi aynı ülke sınırları içinde, kalan 12'si ise farklı Avrupa ülkelerinde yerleşik bankalar arasında gerçekleşmiştir.¹⁴⁴

Çalışmada ağırlıklı ortalama aşırı getiriler, açıklama öncesi ve sonrasındaki 1'er günden, sırasıyla 20 gün öncesi ile 30 gün sonrasına kadar uzanan olay penceresi çerçevesinde hesaplanmıştır. Hedef banka hisse senetlerinde en yüksek aşırı getiri % 4,4 olarak 40 günlük olay penceresinde (-20, 20) gerçekleşmiş, 2 günlük (-1, 1) olay penceresinde ise aşırı getiri oranı ise % 2,3 düzeyinde oluşmuştur. Olay penceresinde, hedef banka hisse senetlerinin yaklaşık 1/3'lük kısmında ise negatif aşırı getiri saptanmış, alıcı banka hisse senetlerinde ise istatistiksel olarak anlamlı olmayan çok düşük düzeylerde aşırı getiriler oluştuğu belirlenmiştir.

Campa ve Hernando (2006), Avrupa Birliği üyesi ülkelerde finans sektöründe 1998-2002 döneminde açıklanan 172 adet birleşme ve devralmanın getirisini incelemiştir.¹⁴⁵ Hedef şirket hisse senetlerinde, açıklama öncesi 1 aylık dönemde ortalama olarak % 5,80, açıklama öncesi ve sonrasındaki 1'er aylık olay penceresinde ise % 5,43 düzeyinde pozitif kümülatif aşırı getiri saptanmıştır. Açıklamadan itibaren 1 yıllık olay penceresinde hedef firma hisse senetlerinin % 60'lık bölümünde istatistiksel olarak anlamlı olmasa bile negatif aşırı getiri oluştuğu belirlenmiştir. Farklı olay penceresi çerçevesindeki hesaplamalarda genel olarak açıklama öncesi dönemde hedef şirket hisselerinde pozitif aşırı getiri (run-up effect), alıcı firma hisse senetlerinde ise açıklama öncesinde 3 aydan başlayarak açıklama sonrasında 1 yıla kadar uzanan tüm dönemlerde negatif aşırı getiri oluştuğu saptanmıştır. Çalışmada, örnek kütleli büyüklüğüne göre dört dilime ayrılarak incelenmesi sonucunda, Moeller ve

¹⁴³ Ahmad Ismail, Ian Davidson, "Further Analysis of mergers and shareholder wealth effects in European banking", Applied Financial Economics, Vol. 15, 2005.

¹⁴⁴ Örnek kütle, Avrupa Birliğine üye ülkeler ile İsviçre ve Norveç'in bankacılık sektörlerinde gerçekleştirilen işlemlerden oluşturulmuştur.

¹⁴⁵ Campa, Hernando, a.g.m., s.3368.

diğerlerinin¹⁴⁶ ABD için ulaştığı bulguların aksine büyük ölçekli birleşme ve devralmalardan sağlanan getirilerin ortalamadan daha düşük düzeyde oluşmadığı kanısına varılmıştır.

Faccio, Mc Connell ve Stolin (2006), 17 Avrupa ülkesinde 1996-2001 döneminde halka açık olan veya olmayan şirketlerin devralınmasında, işlemin açıklandığı dönemde alıcı şirket ortaklarınca sağlanan getirileri analiz etmiştir.¹⁴⁷ Örnek kütleli oluşturan 4.429 devralma işleminde, hedef şirketlerin 735 adedi halka açık şirket, 1.956 adedi halka açık olmayan şirket ve 1.738 adedi de halka açık şirketlerin halka açık olmayan bağlı ortaklıkları statüsündedir. Açıklanma tarihi baz alınarak, toplam 5 günlük olay penceresinde, ortalama aşırı getiri halka açık hedef şirketlerde istatistiksel olarak anlamlı olmayan - % 0,38 düzeyinde, halka açık olmayan hedef şirketlerde ise istatistiksel olarak anlamlı % 1,48 düzeyinde hesaplanmıştır.

Faccio ve diğerlerinin ulaştığı sonuçlar literatürdeki bulgularla uyumlu olup, halka açık şirketlerin devralınmasında gerçekleşen istatistiksel olarak anlamlı olmayan negatif ortalama aşırı getiriler nedeniyle, *devralmalarda halka açıklık etkisi* (listing effect) olduğu belirtilmiştir. Örnek kütlede bulunan 4.429 adet işlemin % 62,09'u İngiltere kökenli alıcı firmalarca gerçekleştirilmiş olup, çalışma sonucunda elde edilen bulgular genel olarak ülkeler itibarıyla tutarlılık göstermektedir. Çalışmada ülkemize ilişkin olarak, Türkiye'de yerleşik 4 adedi alıcı, 10 adedi ise hedef statüsünde bulunan şirketin devralma işlemi incelemeye konu edilmiş, ancak örnek kütle içerisinde düşük bir paya sahip olduklarından sonuçları ayrıca belirtilmemiştir.

Martynova ve Renneboog tarafından (2006) 1993-2001 döneminde 28 Avrupa ülkesinde gerçekleşen 2.419 adet birleşme ve devralma işlemi incelenmiştir.¹⁴⁸ Çalışma sonucunda, verimliliğin artacağı beklentisi paralelinde, işlemlerin açıklandığı tarihlerde, hisse senedi fiyatlarında gerçekleşen yüksek oranlı artışların büyük bölümünün hedef

¹⁴⁶ Moeller ve diğerleri, "Wealth Destruction on a Massive Scale ? A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave", s.757.

¹⁴⁷ Mara Faccio, John Mc Connell, David Stolin, "Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No:1, March 2006.

¹⁴⁸ Marina Martynova, Luc Renneboog, Mergers and Acquisitions in Europe, Finance Working Paper No: 114/2006, European Corporate Governance Institute, 2006, s.31.

firma ortaklarınca elde edildiği belirlenmiştir. Açıklama döneminde, hedef firma ortaklarınca ortalama olarak % 9 düzeyinde getiri sağlanmış, alıcı firma ortaklarınca elde edilen getiri ortalaması ise, istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte yalnızca % 0,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Hedef ve alıcı firma ortakları açısından getiriler; işlemlerin finansman yöntemine, anlaşmalı olup olmamasına, ülke içi veya farklı ülkelerde yerleşik firmalar arasında yapılmasına ve aynı sektörden firmalar arasında olup olmamasına bağlı olarak da hesaplanmıştır. Anlaşmalı olmayan işlemlerde hedef firma ortaklarınca daha yüksek oranda getiriler sağlandığı, örneğin işlemin açıklandığı gün anlaşmalı olmayan işlemlerde hedef firma ortaklarınca ortalama olarak % 15,5 oranında getiri elde edilmesine karşın anlaşmalılarda getirinin % 3 düzeyinde kaldığı, öte yandan, alıcı firma ortaklarınca sağlanan aşırı getirilerin ise sifıra yakın düzeyde olduğu belirlenmiştir.

Martynova ve Renneboog'un çalışmasında, açıklama üzerine hedef şirketlerin hisse senetlerinde; nakit ödemeye dayalı işlemlerde ortalama % 12, hisse senedine dayalı işlemlerde ise % 7 düzeyinde ortalama getiri gerçekleştiği belirlenmiş, alım teklifinin açıklanmasını izleyen üç aylık dönemde, hisse senedine dayalı işlemlerde nakit bazlı işlemlere göre alıcı firma hisse senetlerinde daha büyük oranlı azalışlar gözlenmiştir. Aynı ülke sınırları içinde gerçekleşen işlemlerde sınır ötesi işlemlere göre daha yüksek oranlı getirilerin olduğu da belirlenmiştir. Ayrıca, İngiltere ve İskandinav ülkelerinde yerleşik hedef firmaların birleşme ve devralmalar çerçevesinde kıta Avrupa'sında yerleşik firmalara göre daha fazla getiri sağladıkları belirlenmiş, bu durumun sermaye piyasalarının gelişmişlik derecesi ile kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlığıyla ilgili olabileceği belirtilmiştir. Aynı ülkede yerleşik şirketler arasındaki işlemlerde hedef firma ortaklarının getirileri de daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. Çeşitlendirmenin söz konusu olduğu işlemlerde hedef şirket ortaklarınca daha yüksek oranda getiri sağlanmış, bu durumun alıcıların farklı sektörlerdeki hedef firmalara daha yüksek fiyatlar ödeme eğilimlerinden kaynaklandığı ifade edilmiştir.

Sonuç olarak, 1993-2001 döneminde Avrupa ülkelerinde gerçekleşen birleşme ve devralmalarda, ödeme yöntemi, işlemin aynı ülkede faaliyet gösteren firmalar

arasında olup olmaması ve hedef firma ile alıcı firmanın aynı veya ilgili sektörlerde faaliyet gösterip göstermemesine bağlı olarak değişmekle birlikte özellikle hedef şirket hisselerinde aşırı getiriler oluştuğu belirlenmiştir.

1.3.3 Sınır Ötesi İşlemlerde Değer Yaratma Özelliği

Conn ve Connell tarafından (1990), alıcı ve hedef firmaların farklı ülkelerden olduğu uluslar arası birleşme ve devralmalara ilişkin öncü çalışmalardan birinde, 1971-1980 döneminde 35 adedinde ABD kökenli firmaların 38 adedinde ise İngiltere kökenli firmaların alıcı olduğu 73 birleşme ve devralma incelenmiştir.¹⁴⁹ ABD'li alıcı firmaların % 60'ı, İngiltere kökenli alıcı firmaların ise % 70'i holding şirketi niteliğinde değildir.¹⁵⁰ Büyük bölümü imalat sanayinde faaliyet gösteren firmalarca gerçekleştirilen söz konusu birleşme ve devralmaların % 93 - % 97 oranındaki kısmı nakden finanse edilmiştir. İşlemlerin açıklandığı tarihler olarak *Wall Street Journal* gazetesinde yayımlanan bilgiler esas alınmış, açıklama tarihi öncesi ve sonrasındaki toplam 12 aylık dönem içinde aylık kümülatif aşırı getiriler hesaplanmıştır.

ABD ve İngiltere kökenli hedef firma hisse senetlerinde, açıklamanın gerçekleştiği tarihin öncesindeki ay içerisinde aşırı getiri oluştuğu gözlenmiş, ancak söz konusu hareketlerin içeriden öğrenenlerin ticaretinden mi yoksa spekülatif işlemlerden mi kaynaklandığı konusunda bir kanıya varılamamıştır. İşlemlerin açıklandığı ay içerisinde ABD kökenli hedef firma hisse senetlerinde, İngiltere kökenlilere oranla yaklaşık iki kat düzeyde aşırı getiriler oluştuğu, ayrıca, önceki dönemde aşırı getirilerin açıklama sonrası döneme göre oldukça düşük düzeyde oluştuğu belirlenmiş, sonuç olarak hedef firma hisse senetlerinde açıklamaya bağlı olarak izleyen dönemde pozitif kümülatif aşırı getiri oluştuğu ifade edilmiştir.

Lins ve Servaes (1999) tarafından yapılan, çeşitlendirmenin firma ortakları açısından değer yaratıp yaratmadığına ilişkin çalışmada, Almanya, İngiltere ve Japonya'da 1992-1994 döneminde halka açık yaklaşık 1.350 sınıai firmanın verileri

¹⁴⁹ Conn, Connell, a.g.m., s.705.

¹⁵⁰ Oysa, 1970-1980 döneminde ABD içerisinde gerçekleştirilen birleşme ve devralmaların büyük bölümü holding şirketlerce gerçekleştirilmiş olup hisse senedi ile finanse edilmiştir.

incelenmiştir.¹⁵¹ Çeşitlendirme nedeniyle halka açık firma hisse senetlerinin ilgili ülkelerin menkul kıymet borsalarında ortalama olarak Japonya’da % 10, İngiltere’de % 15 iskontoyla işlem gördüğü, Almanya’da ise iskontonun söz konusu olmadığı belirlenmiştir. Almanya’daki durumun firma ortaklık yapılarının sınırlı sayıda gerçek ya da tüzel kişi tarafından kontrol edilmesinden kaynaklandığı, söz konusu sıkı kontrolün çeşitlendirmeden ötürü iskontoya olanak vermediği ifade edilmiştir.

Aw ve Chatterjee (2004) tarafından, 1991-1996 döneminde İngiltere kökenli şirketlerce, İngiltere, Kıta Avrupa’sı ve ABD olmak üzere 3 ayrı coğrafyadan firmaların hedeflendiği 400 milyon \$ ve üzerinde ölçekte 79 adet devralma işleminde, açıklamayı izleyen 6, 12, 18 ve 24 aylık dönemlerde alıcı şirket hisse senetlerinde aşırı getiriler araştırılmıştır.¹⁵² Sonuç olarak İngiltere kökenli alıcı şirket hisse senetlerinde, devralmalarda, açıklamayı izleyen 2 yıllık dönemde genellikle istatistiksel olarak anlamlı negatif kümülatif aşırı getiri oluştuğu, sınır ötesi satın alımların performansının ise daha düşük düzeyde gerçekleştiği belirlenmiştir.

Kıymaz (2004), ABD’li finansal kurumların alıcı veya hedef konumunda olduğu Avrupa, Asya, Kanada ve Latin Amerika olmak üzere dört coğrafi bölgede gerçekleştirilen uluslararası devralma işlemlerinin performansını, özellikle makro ekonomik faktörlerin olumlu ya da olumsuz etkileri açısından incelemiştir.¹⁵³ Finans sektöründe ABD’li firmaların tarafı olduğu ve yabancı ülkelerdeki hedef veya alıcı firmalarla gerçekleştirilen devralmalarda, özellikle ABD’li olmayan tarafın faaliyet gösterdiği ülke, endüstri ve işlemlerin alıcı ve hedef firma ortakları bakımından değer yaratılıp yaratılmadığı üzerinde durulan çalışmada, 1989-1999 döneminde ABD’li alıcı firmalarca gerçekleştirilen 207 adet ile ABD’li firmaların hedef konumunda olduğu 70 adet uluslararası birleşme ve devralma, 21 günlük olay penceresinde hisse senedi fiyatlarının gelişimi açısından incelenmiştir.

¹⁵¹ Lins, Servaes, a.g.m., s.2236.

¹⁵² M.S.B. Aw, R. A. Chatterjee, “The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets”, Applied Financial Economics, Vol. 14, 2004.

¹⁵³ Halil Kıymaz, “Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors”, Journal of Banking and Finance, 28, 2004, s.1436.

Kıymaz, genel olarak olay penceresinde ABD’li hedef firma hisse senetlerinden istatistiksel olarak anlamlı pozitif kümülatif aşırı getiri sağlandığı, öte yandan ABD’li alıcı firma hisse senetlerinde ise istatistiksel olarak anlamlı olmayan pozitif kümülatif aşırı getiri elde edildiğini belirlemiştir.

Ayrıca, olay penceresinde;

- ABD’li alıcı firma hisse senetlerinde, yalnızca işlemin Latin Amerika’da gerçekleştirildiği durumlarda anlamlı düzeyde aşırı getiriler sağlandığı, ABD’li hedef firma hisse senetlerinde ise en yüksek düzeyde getirilerin alıcı firmanın Kanada’lı olması durumunda oluştuğu,
- Alt sektörler itibariyle, örnek kütleliyi oluşturan firmalardan ABD’li alıcı konumundaki firmalar grubunda yatırım şirketlerinin¹⁵⁴, ABD’li hedef konumundaki firmalar açısından ise kredi kurumları ile sigorta şirketlerinin hisse senetlerinde en yüksek düzeyde getiri oluştuğu,
- ABD’li alıcı firma hisse senetlerinde; işlemin gelişen piyasalarda gerçekleşmesi, alıcının yatırım şirketi olması, alıcının hedef şirketin kontrolünü ele geçirmesi ve hedef şirketin bulunduğu ülkede siyasi iktidarın daha etkin olarak algılanması durumlarında daha yüksek düzeyde getiri sağlandığı,
- ABD’li hedef firma hisse senetlerinde ise, ABD ekonomisindeki koşulların daha iyi olduğu dönemler ile alıcı yabancı şirketin ABD’li hedef firmaya görece ölçek büyüklüğünün yüksek olduğu durumlarda daha fazla getiri sağlandığı belirlenmiştir.

Chari ve diğerleri (2004) tarafından gelişmiş ülke kökenli alıcılar tarafından gelişmekte olan toplam 9 adet Latin Amerika ve Doğu Asya ülkesinde yerleşik hedef

¹⁵⁴ Çalışmada finans sektörünün altında tanımlanan dört alt sektör ; kredi kurumları, broker ve dealer’lar, sigorta şirketleri ve aracıları ile yatırım şirketleri ve diğer finansal kurumlar olarak tanımlanmıştır.

şirketlerin satın alımlarını getirileri açısından incelenmiştir.¹⁵⁵ 1988-2002 döneminde gerçekleştirilen 957 adet işlemde alıcı ve hedef şirket hisse senetlerinde açıklamaya dayalı olarak ortalamada alıcılar açısından % 2,4 ve hedefler açısından ise % 6,9 düzeyinde pozitif getiri olduğu belirlenmiştir.

1.3.4 Diğer Çalışmaların Bulguları

Bruner (2001) 1971-2001 döneminde finans literatüründe yer alan 130 adet çalışmayı inceleyerek birleşme ve devralmalarda alıcı ve hedef firma hisse senedi getirilerine ilişkin bulguları özetlemiş ve değerlendirmiştir.¹⁵⁶ Olay penceresinde hisse senedi getirilerinin ölçülmesine yönelik çalışmalar sonucunda hedef firma ortakları açısından getirileri irdeleyen 21 adet akademik çalışmada, şirket birleşme ve devralmalarından genellikle aşırı getiri sağlandığı ifade edilmiştir. Öte yandan, alıcı firma ortaklarının getirilerini irdeleyen 55 adet akademik çalışmadan; 20'sinde 13 adedi istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere % 1 ile % 3 arasında değişen negatif aşırı getiri bulgusuna, 24 adedinde 17 adedi istatistiksel olarak anlamlı olmak üzere pozitif aşırı getiri bulgusuna ulaşılmıştır. Birleşme ve devralmaların tamamlanmasını izleyen dönemde sağlanan hisse senedi getirilerine odaklanan 11 çalışmanın 8'inde ise negatif aşırı getiri belirlenmiştir.

Bruner'in çalışmasında, özetle, akademik çalışmalar sonucunda, alıcı firma ortaklarıncaya genel olarak olay penceresinde aşırı getiri elde edilemediği, ancak hedef ve alıcı firma hisse senedi getirilerinin birlikte değerlendirilmesi sonucunda toplam olarak olay penceresinde genellikle aşırı getiri sağlandığı ifade edilmiştir. 1960 ve 1970'li yıllarda gerçekleşen işlemlerde, 1980 ve 1990'lı yıllara göre daha yüksek oranlı ve genellikle pozitif aşırı getiriler elde edildiği de belirlenmiştir.¹⁵⁷ Bruner'in söz konusu

¹⁵⁵ Chari ve diğerleri, a.g.m., s.36.

¹⁵⁶ Robert F. Bruner, "Does M&A Pay ? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", Darden, Batten Institute, October 2001.

¹⁵⁷ Teknoloji ve bankacılık sektörlerinde gerçekleşen işlemlerde ise 1980 ve 1990'lı yıllarda alıcı firma ortaklarının getirilerinin yükseldiği ifade edilmiştir.

çalışmasında literatürü araştırması sonucunda birleşme ve devralmanın karlılığına ilişkin olarak önemli gördüğü hususlar aşağıda özetlenmiştir.

- Firmaların faaliyet konularıyla yakından ilgili ve sinerji yaratabilen birleşme ve devralmalar değer yaratırken ilişkisiz olanlar değer kaybına neden olmaktadır.
- Alıcılar tarafından devralmalarda yüksek düzeyde prim ödenmesi durumunda pozitif getiri sağlanamazken, uygun fiyatlı alımlar sonucunda kazanç sağlanmaktadır.¹⁵⁸
- Ödeme yöntemi ve işlemin niteliği getirileri etkilemekte; hisse senedi ile ödeme olay penceresinde sağlanan getirileri olumsuz etkilerken, anlaşmalı birleşmeler yerine doğrudan hedef firma ortaklarına yapılan aleni pay alım teklifleri alıcı şirketler açısından genellikle değer yaratmaktadır.
- 1968-1970 döneminde ABD’de yapılan birleşme ve devralmalara ilişkin yasal düzenlemeler alıcı ve hedef şirket rakiplerinin lehine olmuş, taraf şirketlerin getirisi ise olumsuz etkilenmiştir.
- Yüksek düzeyde nakit varlıklarını değerlendirmek isteyen alıcılarca yapılan işlemler genellikle değer kaybına yolaçmaktadır. Öte yandan, alıcı şirket yöneticilerinin şirket sermayesinde ortaklık payı yükseldikçe birleşme ve devralmalarda daha başarılı sonuçlar elde edilmektedir.

Danışmanlık firmaları tarafından yapılan çalışmalar da şirket birleşme ve devralmalarında alıcı ve hedef firma hissedarlarının getirilerine ilişkin önemli bilgiler içermektedir.

¹⁵⁸Yüksek düzeyde prim ödenip ödenmediği hisse başına alış fiyatının defter değerine oranlanması sonucu belirlenmiş, piyasa ortalamalarına görece yüksek piyasa değeri/defter değeri (pd/dd) oranları primli, düşük pd/dd oranları ise uygun fiyatlı olarak tanımlanmıştır.

Mc Kinsey firmasının küresel ölçekte yapılan (2006) bir çalışmada, 1997-2006 döneminde gerçekleştirilen 1.000 adet şirket birleşme ve devralma işlemi beş günlük olay penceresi içerisindeki hisse senedi getirileri açısından incelenmiş, analizde, işlemlerin değer yaratıp yaratmadığının saptanması amacıyla türetilen iki farklı endeks kullanılmıştır.¹⁵⁹ *İşlem Tarafından Yaratılan Değer* (Deal Value Added-DVA) ölçütü, bir işlemin açıklanması üzerine, gerek alıcı gerekse hedef şirket ortakları açısından yarattığı toplam değer, işlemin piyasa hareketlerine göre düzeltilmiş toplam değerine oranını ifade etmektedir. *Fazla Ödeme Yapan Şirketlerin oranı* (Proportion of Overpaying Companies -POP) şeklinde ifade edilen ikinci endeks ise işleme ilişkin açıklamaya alıcı firma hisselerinin başlangıçta olumsuz tepki verdiği işlemlerin oranını ifade etmektedir.

Örnek kütleli oluşturulan işlemlerde DVA endeks sayılarından hareketle, işlemin açıklanması üzerine, ortalama olarak işlem değerinin % 3,4'ü düzeyinde değer yaratıldığı; nakden finanse edilen işlemlerde değer artışının daha yüksek oranda gerçekleştiği, bu durumun hisse senedi ile finanse edilen işlemlerde piyasanın alıcı firma hisse senedinin aşırı değerli olduğu yönündeki algısından (signalling effect) kaynaklanmış olabileceği belirtilmiştir. Alıcı firma tarafından hisse senediyle finanse edilen işlemlerde alıcının hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmiş olduğu yönünde bir algılamanın açıklamaya bağlı olarak alıcı firma hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyeceği tezi Travlos (1987) tarafından da öne sürülmüştür.¹⁶⁰

Çalışmada, on yıllık analiz döneminin son yıllarında POP endeks değerlerinde düşüş gözlenmiş, 1997-2000 döneminde ortalama olarak % 65 düzeyinde oluşan oran, 2003 yılında % 63, 2006 yılında ise % 56 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, işlemlerde yaratılan değer giderek artan ölçüde alıcı firmaların ortakları tarafından elde edildiği şeklinde yorumlanmıştır. Nakden finanse edilen işlemlerde % 49 olan POP oranının hisse senediyle finanse edilen işlemlerde % 69 düzeyinde oluşması, bu finansman yönteminin alıcı firma ortakları açısından değer azaltıcı etkisini gösterdiği belirtilmiştir.

¹⁵⁹ Mc Kinsey Quarterly Review, "Are Companies Getting Beter at M&A", December 2006.

¹⁶⁰ Travlos, a.g.m., s.946.

Finansal yönetim ve özellikle strateji alanında literatüre katkıda bulunan danışmanlık kuruluşu Boston Consulting Group (BCG) M&A Research Center ile Leipzig Graduate School of Management tarafından ortaklaşa yapılan bir çalışmada (2007), birleşme ve devralmaların hedef ve alıcı şirket ortakları açısından değer yaratıp yaratmadığı üzerinde durulmuştur.¹⁶¹ 1992-2006 döneminde Kuzey Amerika, Avrupa ve Asya-Pasifik bölgesinde gerçekleştirilen 3.190 işlem olay analizine konu edilmiş, örnek kütleinin oluşturulmasında ölçek itibarıyla en yüksek işlem değerine sahip ilk % 25'lik dilimde yer alan işlemler dikkate alınmıştır. İşlemlerin % 58,3'lük kısmında alıcı şirket hisselerinde ortalama % 1,2 düzeyinde negatif getirinin olduğu belirlenmiştir. Öte yandan, işlemlerin % 56'sında hedef şirket hisselerinde aşırı getiri sağlanmış olup, ortalama getiri oranı % 1,8'dir. Sonuç olarak birleşme ve devralmalar yoluyla toplam olarak yok edilenden daha fazla değer yaratıldığı ve yaratılan değer büyük ölçüde hedef şirket hissedarlarınca elde edildiği belirlenmiştir.

Mc Kinsey tarafından belirli sektörlerle yönelik olarak yapılan (2008) bir diğer çalışmada,¹⁶² telekomünikasyon, petrol ve Avrupa bankacılık sektörlerinde 36 adet şirket tarafından 5 yıllık bir dönemde gerçekleştirilen 231 adet kurumsal finansman işlemi incelenmiştir.¹⁶³ Açıklama öncesi ve sonrasındaki toplam 11 günlük olay penceresinde, işlem türleri itibarıyla taraf olan şirketlerin piyasa değerlerinde oluşan değişimler belirlenmiştir. En yüksek oranda değer yarattığı belirlenen işlem türü olan devralmalarda alıcı şirketlerin piyasa değerinde ortalama % 2,7 oranında artış sağlandığı, en yüksek oranlı değer kaybına yol açan işlem türü olan ortak girişim ile stratejik işbirliklerinde ise şirketlerin piyasa değerlerinde ortalama olarak % 3,1 oranında düşüş gerçekleştiği saptanmıştır. Birleşme sonucunda bir kısım faaliyet alanlarından çıkışla sonuçlanan satış işlemlerinin ise çok düşük düzeyde olmakla birlikte pozitif getiri sağladıkları belirlenmiş, işlemin ölçeği ile değer yaratma özelliği arasında herhangi bir bağ bulunmadığı kanısına varılmıştır.

¹⁶¹ The Boston Consulting Group, "The Brave New World of M&A: How to Create Value From Mergers and Acquisitions", July 2007.

¹⁶² Mc Kinsey Quarterly Review, "Deals that create value", March 2008.

¹⁶³ Söz konusu işlemlerin, 151 adedi devralma, 16'sı birleşme, 18 adedi ortak girişim ile stratejik ortaklık, 18'i diğer işbirlikleri ve 28 adedi iştirak satışı niteliğindedir.

McKinsey'in bir başka çalışmasında, halka açık şirketlerin hedef konumunda olduğu birleşme ve devralmalarda, ortalama olarak, alıcılar tarafından % 30 düzeyinde prim ödendiği hesaplanmaktadır.¹⁶⁴ Birden fazla alıcı tarafından ele geçirilmek istenen hedef şirketlerde söz konusu prim düzeyi yükselmektedir.

Literatürde, bankacılık sektöründe açıklanan birleşme ve devralmalarda hedef banka ortaklarınca da bankacılık dışı sektörlerle göre daha düşük düzeyde kalmakla birlikte işlemin açıklanmasına bağlı olarak olay penceresinde pozitif aşırı getiriler sağlandığı belirtilmektedir. Öte yandan bankacılık sektöründe açıklanan birleşme ve devralmalarda alıcı banka ortaklarınca elde edilen getiriler konusundaki bulgular ise çelişkilidir.

Martynova ve Renneboog (2008) birleşmelere ilişkin literatürü değerlendirdikleri çalışmalarında, birleşme dalgalarının özellikle son dönemlerinde gerçekleştirilen işlemlerde ilk dönemlere göre genellikle değer yaratılması açısından daha düşük performans sergilendiği belirtilmiştir.¹⁶⁵ Bu durumun özellikle yöneticilerin hatalı kararları ile kendi çıkarlarını ön planda tutmalarından kaynaklanmış olabileceği ifade edilmiştir.

Brealey and Myers'a göre (1991) hedef firma alıcılarının daha yüksek getiri sağlamalarının ardında iki temel neden bulunmaktadır. Bunlardan ilki potansiyel alıcıların rekabeti, ikincisi ise alıcıların genellikle hedefe göre daha büyük ölçeğe sahip olmaları nedeniyle birleşme ve devralmadan sağlanacak faydanın görece olarak küçüklüğünden ötürü alıcı firma açısından hisse başına düşen getirinin daha düşük olmasıdır.¹⁶⁶

İMKB'da hisse senetleri işlem gören şirketlerin tarafı olduğu birleşme ve devralmalara ilişkin olarak yapılan başlıca olay çalışması analizleri aşağıda belirtilmiştir.

¹⁶⁴ Mc Kinsey Quarterly Review, "The five types of successful acquisitions", Summer 2010.

¹⁶⁵ Martynova, Renneboog, "Takeover waves: Triggers, Performance and Motives, s.37.

¹⁶⁶ Brealey, Myers, a.g.e., s.838.

İçke tarafından (2007) 1998-2005 döneminde hisse senetleri İMKB’de işlem gören finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren firmalarca yapılan birleşme ve devralmalar incelenmiştir.¹⁶⁷ Olay penceresinde, açıklama öncesi ve sonrasında 40’ar günlük dönemi kapsayan hisse senedi fiyat performansları olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. On yedi alıcı firma ile yedi hedef firma olmak üzere toplam yirmi dört firmanın değerlendirilmesi sonucunda, duyuru öncesinde her iki tarafın aşırı getirileri yakın düzeyde oluşurken, duyurunun yapılmasının hemen ardından hedef firma pay sahiplerinin getirilerinin büyük bir ivme ile artış gösterdiği saptanmıştır. Sonuç olarak hedef firma hisse senetlerinden olay penceresi içerisinde ortalama olarak pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler sağlandığı, alıcı firma hisse senetlerinden ise istatistiksel olarak anlamlı olmayan pozitif getiriler elde edildiği belirlenmiştir.

Çukur ve Eryiğit tarafından yapılan (2006), ülkemiz bankacılık sektöründe 2004-2006 döneminde 5 banka tarafından gerçekleştirilen birleşme ve devralmaların konu edildiği çalışmada, taraflar arasında görüşmelere başlanması ile nihai anlaşmaya varıldığına ilişkin açıklamaların 21 günlük (-10, 10) olay penceresinde İMKB’da ilgili hisse senedi getirilerine etkileri olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir.¹⁶⁸ Çalışmada, açıklama üzerine genellikle pozitif ve anlamlı getiriler sağlandığı, nihai anlaşmaya varıldığına ilişkin açıklamaların da, görece daha sınırlı düzeyde de olsa hisse senedi performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir.

1.3.5 Genel Değerlendirme

Literatürün incelenmesi sonucunda, araştırmacılar tarafından farklı ülkeler, farklı dönemler ve çeşitli sektörlerden şirketlerin tarafı olduğu birleşme ve devralma işlemlerinde, işlemin açıklanması üzerine hedef ve alıcı şirket ortaklarınca sağlanan getirilerin olay analizinin kullanımı yoluyla analizi sonucunda ortaya çıkan bulgular aşağıda özetlenmiştir.

¹⁶⁷ Başak T. İçke, Şirket Birleşmeleri, Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü, Derin Yayınları, İstanbul, 2007, s. 214-226.

¹⁶⁸ Sadık Çukur, Resul Eryiğit, “Banka birleşme ve devralma olaylarının borsadaki etkisi”, İktisat, İşletme ve Finans, Yıl.21, sayı 243, Haziran 2006.

Farklı ülkelerde yapılan çalışmalar sonucunda genel olarak birleşme ve devralmalarda hedef firma hissedarlarınca alıcı firmaya göre genellikle daha yüksek getiri sağlandığı belirlenmiştir.

Literatürde yeralan çalışmalar, genellikle hedef firma hisse senetlerinden olay penceresinde açıklamaya bağlı olarak pozitif aşırı getiri elde edildiğine işaret etmektedir. Asquith ve Kim (1982), Jensen ve Ruback (1983), Harris ve diğerleri (1987), Houston ve Ryngaert (1994), Cybo-Ottone ve Murgia (2000), Becher (2000), Andrade, Mitchell ve Stafford (2001), Alexandrou ve Sudarsanam (2001), Fuller ve diğerleri (2002), Kıymaz (2004), Chari ve diğerleri (2004), Cummins ve Weiss (2004), Campa ve Hernando (2006) ve Martynova ve Renneboog (2006) tarafından yapılan çalışmalar sonucunda çeşitli ülkelerde inceleme dönemleri itibariyle farklı olay pencerelerinde hedef şirket hisse senetlerinde pozitif aşırı getiriler belirlenmiştir.

Alıcı firma hissedarlarınca aşırı getiri sağlanıp sağlanmadığı konusundaki bulgular çelişkili olup, negatif aşırı getiriye işaret eden bulgular daha güçlüdür. Harris ve diğerleri (1987), Agrawal, Jaffe ve Mandelkel (1992), Andrade, Mitchell ve Stafford (2001), Aw ve Chatterjee (2004), Moeller ve diğerleri (2005), ile Croci (2006) tarafından yapılan çalışmalar farklı dönemlerde çeşitli ülkelerde muhtelif olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı negatif aşırı getiri bulgusuna ulaşılmıştır. Öte yandan, Cybo-Ottone ve Murgia (2000), Eckbo ve Thorburn (2000) ile Chari ve diğerleri (2004) tarafından yapılan çalışmalar sonucunda ise olay penceresinde pozitif aşırı getiri belirlenmiştir.

Hedef şirket hisselerinde olay penceresinde sağlanan getirilerin, ödemenin nakden yapılması durumunda, ödemenin hisse senedi değişimi ile yapıldığı işlemlere göre daha yüksek düzeyde olduğu belirlenmiştir. Travlos (1987), Harris ve diğerleri (1987), Franks ve diğerleri (1991), Loughran ve Vijh (1997), Fuller ve diğerleri (2002), Bhagat ve diğerleri (2005) ile Martynova ve Renneboog (2006) tarafından yapılan çalışmalar sonucunda olay penceresinde hedef şirket hisse senetlerinde nakit ödeme yönteminde hisse senediyle ödemeye göre daha yüksek düzeyde getiri sağlandığı

saptanmış, bu durumun, birleşme ve devralmalarda hisse senediyle ödemenin piyasa tarafından alıcı şirket hisse senetlerinin aşırı değerli olduğu yönünde algılanmasından kaynaklanabileceği belirtilmiştir.

Megginson ve diğerleri (2004) ile Bruner (2001) ana faaliyet konusuyla ilgili birleşme ve devralmaların ortaklar açısından daha fazla değer yarattığı sonucuna ulaşırken, Kaplan ve Weisbach (1990) ile DeLong (2001) tarafından birleşme ve devralmanın odaklanmayı artırıcı nitelikte olup olmasının hisse senedi getirilerini etkilemediği belirlenmiştir.

Bruner (2001), Bhagat ve diğerleri (2005) ile Martynova ve Renneboog (2006) tarafından, aleni pay alım teklifi şeklinde yapılan işlemlerde, anlaşmalı birleşme ve devralmalara göre hedef şirket hisse senetlerinde genellikle daha yüksek getiri sağlandığı belirlenmiştir.

Franks ve diğerleri (1991) ile Moeller, Schlingemann ve Stulz (2004) tarafından, görece olarak küçük ölçekli alıcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerde olay penceresinde daha iyi hisse senedi performansı sağlandığı belirlenmiş, Campa ve Hernando (2006) ise sağlanan getiriler ile ölçek arasında bir ilişki olmadığını ifade etmiştir.

Cybo-Ottone ve Murgia (2000) ile Cummins ve Weiss (2004) tarafından, Avrupa Birliği üyesi ülkelerde finansal hizmetler sektöründe beşinci dalga döneminde yaşanan konsolidasyon eğilimi sırasında gerçekleşen birleşme ve devralmaların genellikle değer yarattığı, yaratılan değer büyük ölçüde hedef şirket ortaklarınca elde edildiği belirlenmiştir. Özellikle aynı ülke sınırları içindeki işlemler sınır ötesi işlemlere göre daha iyi performans sergilemiştir.

Avrupa bankacılığında birleşme ve devralmalarda özellikle hedef firma hisse senetlerinde pozitif aşırı getiri sağlandığı Campa ve Hernando (2006) tarafından da belirlenmiştir. Campa ve Hernando'ya göre ABD'de finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen birleşme ve devralmaların değer yaratma özellikleri konusundaki bulgular ise çelişkilidir.

BÖLÜM 2

BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN NEDENLERİ VE FİNANSAL AÇIDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

2.1 BİRLEŞME VE DEVRALMA NEDENLERİ

Finans teorisine göre etkin bir piyasada firmaların değeri beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bu çerçevede taraf şirketlerin birleşmeye esas değerleri beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olacağından birleşme ve devralmadan kaynaklanan bir değer artışı söz konusu olmamakta, yalnızca nakit akımlarının zamanlaması değişmektedir.

Literatürde önemli yer tutan birleşmelerin değer yaratmadığı yönündeki teorik yaklaşımın ardında; işlem maliyetlerinin yok sayılması, vergilerin olmaması, tarafların tam bilgiye sahip olması ve şirket yönetiminin ortakların çıkarları doğrultusunda hareket etmesi gibi bir dizi varsayım bulunmaktadır.¹⁶⁹ Söz konusu varsayımlar gerçek yaşamda çeşitli düzeylerde de olsa teoriden farklı şekilde oluşmakta, ayrıca finansal piyasaların etkinliğine ilişkin çeşitli sorunlar, uygulamada, teoriden farklı olarak birleşme ve devralmalar yoluyla değer yaratılabileceğine işaret etmektedir. Piyasaların etkinliğine ilişkin eksiklikler, özellikle; yatırımcıların menkul kıymet fiyatlarını etkileyecek bilgilere erişimindeki güçlükler, bilgilerin yetersizliği, yatırımcıların söz konusu bilgileri değerlendirme yeteneklerindeki farklılıklar ya da bir kısım yatırımcıların söz konusu bilgilere öncelikli olarak erişiminden kaynaklanabilmektedir.

Birleşme ve devralmanın alıcı şirket nakit akımlarına etkisi hedef şirketin mevcut serbest nakit akımları ile büyüme potansiyelinin yaratacağı ilave nakit akımlarının iskonto edilerek bugüne indirgenmiş değerine eşittir. Birleşme sonucunda yaratılacak ilave nakit akımlarının beklenen getiri oranının sermaye maliyetinden yüksek olması halinde birleşme değer yaratma özelliğine sahip olmaktadır.

¹⁶⁹ Örneğin, vergi mevzuatı ile satın alınan şirket birikmiş zararlarının -özvarlıklarla sınırlı olmak kaydıyla- kurumlar vergisi matrahından indirilmesi olanağı sağlanması bir devralma işleminin alıcı şirket açısından değer yaratma özelliği taşıması için tek başına yeterli olabilmektedir.

Andrade ve diğerkleri tarafından birleşme dalgalarının oluşumunda çeşitli endüstrilerde yaşanan şokların etkili olduğu belirtilmiştir. Teknolojik ilerlemelerin kapasite fazlasıyla sonuçlanarak konsolidasyon ihtiyacı doğurması, petrol fiyatlarında 1974 yılında yaşanan yüksek oranlı artışlar ile yasal ve idari düzenlemelerde serbestleştirme (deregülasyon) gibi şoklara karşın ilgili endüstrilerde faaliyet gösteren firmalarca genellikle birleşme ve devralmalar yoluyla yeniden yapılanmaya gidilmiştir.¹⁷⁰ 1991-1995 döneminde İngiltere’de devralmaların incelendiği bir çalışmada ise bir endüstride devralma faaliyet düzeyini belirleyen en önemli nedenin, düzenlemelerin serbestleştirilmesi olduğu belirlenmiştir.¹⁷¹

Birleşme ve devralmaların başta gelen temel nedenlerinden biri, bütünleşmeyle oluşacak yeni yapının stratejik amaçlara erişilmesinde daha etkili olması ve taraf firmaların bu amaçlara ayrı ayrı ulaşmalarından daha az maliyetli bir stratejik seçenek sunmasıdır.¹⁷² Birleşme ve devralmalar, bu tür işlemlerin alternatifini oluşturan şirket stratejilerine göre daha verimli bir yatırım yöntemi oluşturabilmesidir. Firmalar tarafından bu çerçevede; kapasite arttırımı, yeni bilgi ve teknolojiler elde edilmesi, ürün ve hizmetlerin geliştirilmesi veya yeni coğrafi pazarlara girilmesi amaçlarıyla birleşme ve devralmalar gerçekleştirilebilmektedir.

Firmalarca, birleşme ve devralmalardan beklenen etkiler arasında; büyüme, yeni piyasalara giriş olanakları ve kolaylıkları sağlanması ile üretim ve karlılık artışı önemli bir yer tutmaktadır. Birleşme ve devralmalar sonucunda alan ve ölçek ekonomileri oluşturulması, teknolojik altyapının geliştirilmesi ile ürün yelpazesinin genişletilmesi de değer yaratılmasına katkıda bulunmaktadır.

Firmaların büyüyen ve gelişen sektörler ile piyasalarda ulusal veya küresel düzeyde rekabet ortamında daha iyi konumlanma ihtiyacına katkıda bulunan birleşme ve devralmalar, olgun veya büyüme potansiyeli sınırlı sektörlerde ise rekabetin

¹⁷⁰ ABD’de başlıca endüstrilerde deregülasyonun başlangıç tarihleri olarak; havayolları (1978), tv yayıncılığı (1984 ve 1996), doğal gaz dağıtım (1978), bankalar ve tasarruf kurumları (1994), temel kentsel altyapı hizmetleri (1992), telekomünikasyon hizmetleri (1996) belirtilmektedir. Andrade ve diğerkleri, a.g.m., s.106.

¹⁷¹ Schoenberg, Reeves, a.g.m., s.97.

¹⁷² Sumer, Pernsteiner (Ed), a.g.e.

sınırlandırılmasına yönelik olarak değerlendirilebilmektedir. McKinsey danışmanlık firmasının küresel düzeyde yapılan bir araştırmada, taraf şirket ortakları –özellikle hedef konumunda yeralan- açısından değer yaratan birleşme ve devralma türlerinden birinin ilgili endüstride konsolidasyon sağlayarak aşırı kapasiteyi azaltan nitelikte olduğu görüşüne varılmıştır.¹⁷³ Çalışmada, örnek olarak, ilaç endüstrisinde birleşme ve devralmalar yoluyla satış teşkilatlarının küçültülmesi yoluna gidildiği, ürün portföylerinin rasyonalize edilmesi ve ar-ge kapasitelerinin daha verimli kullanılmasının sağlandığı belirtilmiştir.

Şirket yöneticileri arasında yapılan bir araştırmada, yöneticiler açısından birleşme ile ulaşılmak istenen başlıca amaçlar; pazar payını genişletme isteği, yeni coğrafi pazarlara açılma arzusu ve ortaklar açısından değer yaratılması olarak belirlenmiştir. Birleşme ve devralmalardaki temel amaçlar ve olası etkiler tablo 9’da özetlenmiştir.¹⁷⁴

Tablo 10
Birleşmelerin Amaç ve Etkileri

| Birleşme Nedenleri | Birleşmenin Etkileri |
|-----------------------------|--|
| Büyüme | -Büyüme hedeflerinin daha hızlı ve daha risksiz gerçekleştirilebilmesi -Birleşen/satın alınan işletmelerin kaynaklarından, piyasa bilgilerinden yararlanılması, yasal kısıtlamalardan kaynaklanan engellerin aşılması |
| Sinerjiler | -Ölçek ekonomilerinin birim başına sabit maliyetleri azaltıcı etkisi -Alan ekonomilerinin yeni ürün ve hizmet üretimi sağlaması -Nakit akımlarının daha dengeli hale gelmesine bağlı olarak iflas ve finansal zorluk riskinin azaltılması. -Daha düşük maliyetle yabancı kaynak sağlanabilmesi -Finansal ölçek ekonomilerinden yararlanılması -Fazla fonlarla yatırım fırsatlarının oluşturulması |
| Çeşitlendirme | -Büyüme potansiyeline sahip, daha kârlı endüstrilerde faaliyet gösterilmesi |
| Düşük Değerlenmiş Varlıklar | - Piyasa değerinin ikame değerinin altında olması halinde, birleşme ve devralma, organik büyümeye göre daha az maliyetli büyüme olanağı sağlamaktadır |
| Temsil Maliyeti | -Şirket yöneticileri tarafından birleşme ve devralmalarda ortakların çıkarlarından çok kendi menfaatlerinin ön planda tutulması, olağan koşullar altında yapılmaması gereken işlemlerin yapılması sonucunda değer kaybına sebebiyet verebilmektedir |

Kaynak: Haluk Sumer ve Helmut Pernsteiner (Ed), **Şirket Birleşmeleri**, Alfa Yayınları, s. 388.’den uyarlanmıştır.

¹⁷³ Mc Kinsey Quarterly Review, “The five types of successful acquisitions, s.3.

¹⁷⁴ Sumer, Pernsteiner (Ed), a.g.e., s. 387.-388.

Ayrıca artan uluslararası rekabet, değişen teknolojiler, değişken döviz kurları, hammadde girdileri ile satılan malların fiyatlarının değişmesi ile özellikle hava yolları, bankacılık, diğer finansal hizmetler, ulaşım, telekomünikasyon gibi alanlarda yaşanan yeniden yapılanma faaliyetleri de şirketlerin birleşme kararı almasında etkili olmaktadır.

Firmaları birleşme ve devralma faaliyetlerine teşvik eden unsurları aşağıdaki başlıklarda incelemek mümkündür.¹⁷⁵ Birleşme ve devralmalarda, etki düzeyleri farklı da olsa genellikle birden fazla unsur rol oynamaktadır.

2.1.1 Büyüme

İşletmeler sıklıkla faaliyet gösterdikleri endüstrilerde ya da ilişkili sektörlerde, zaman zaman da esas faaliyet konularının dışındaki alanlarda büyümek istemektedir. Bir işletmenin kendi endüstrisindeki büyümesi üretim kapasitesinin artırılması, komple yeni yatırım yapılması ya da ulusal ve uluslararası düzeyde yeni coğrafi bölgelerde faaliyete geçilmesi şeklinde olabilmekte; faaliyet alanlarının dışındaki büyümede ise faaliyet konularında çeşitlendirme veya değişiklik söz konusu olmaktadır.

Büyüme hedefleyen işletmeler, içsel ve dışsal büyüme seçenekleri ile karşı karşıya kalmaktadır. Yeni projelere yatırım yaparak -yeni üretim birimleri kurmak, yeni sabit varlıklar devralmak, yeni ürünler geliştirmek, yeni dağıtım kanalları oluşturmak vb.- gerçekleştirilebilecek içsel ya da bir başka deyişle organik büyüme genellikle görece daha yavaş gerçekleşmekte, büyüme sürecinin uzaması ise belirsizlikler ile risk düzeyinde artışa neden olmaktadır. Birleşme ve devralmalarda, içsel büyüme olanaklarının bulunmadığı ya da etkinliğinin sınırlı olduğu durumlarda büyüme hedeflerini gerçekleştirmek amacıyla dışsal büyüme kullanılmaktadır.¹⁷⁶

¹⁷⁵ İçke, a.g.e., s. 49-52.

¹⁷⁶ Christopher Kummer, Ulrich Steiger, "Why Merger and Acquisition Waves Reoccur: The Vicious Circle From Pressure to Failure", <http://www.imag-institute.org/docs>, 28.12.2009.

Dışsal büyüme, özellikle giriş olanaklarının sınırlı olduğu sektörlerde piyasaya girişin tek seçeneğini oluşturabilmektedir.¹⁷⁷

Talebin hızla geliştiği ve söz konusu mal ya da hizmetin pazar penetrasyonunun hızla yükseldiği piyasa veya sektörlerde ise birleşme ve devralma yoluyla büyüme, piyasaya daha hızlı giriş olanağı sağlaması bakımından yeğlenmektedir.¹⁷⁸

Piyasada rekabetin yoğun olduğu ve ilave kapasite yaratımı yerine mevcut kapasitenin değerlendirilmek istendiği durumlarda da birleşme ve devralma yoluyla büyüme gündeme gelmektedir. Bu durum, özellikle yeni ürün veya süreç geliştiren ya da üretim maliyetleri ya da ürün farklılaştırması bakımından daha avantajlı bir konuma sahip olan şirketler açısından da önem taşımaktadır.

Sınır ötesi işlemlerde, özellikle faaliyet gösterilmek istenilen piyasada kültürel ya da yasal engellerin piyasaya girişi engellediği durumlarda birleşme veya devralmalar, pazara giriş açısından daha hızlı ve ekonomik bir seçenek oluşturabilmektedir. Özellikle son 30 yıllık dönemde küresel düzeyde yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin engellerin tedricen azaltılması yabancı sermaye yatırımlarında hızlı bir artışı beraberinde getirmiştir. Birleşme veya devralma yoluyla hedef pazarda faaliyet gösteren işletmenin mevcut kaynaklarından, ilişkilerinden, örgütlenmesinden, piyasa bilgisinden yararlanılmakta, yasal düzenlemeler veya idari uygulamalardan kaynaklanan engeller daha kolay aşılabilmektedir.¹⁷⁹ Beşinci dalga döneminde özellikle Avrupa ülkelerinde özelleştirmeler ile sektörel düzenlemelerde serbestleşme eğilimi sınır ötesi birleşme ve devralmalardaki hızlı gelişimi desteklemiştir.

¹⁷⁷ Örneğin hemen her ülkede çok sıkı düzenlemelere tabi olan bankacılık ve telekomünikasyon sektörlerinde faaliyet gösterilmesi için ilgili otoriteden lisans alınması gerekmekte, bu durum da söz konusu alanlara girmek isteyen firmalara yalnızca birleşme veya devralma yoluyla giriş olanağı sağlamaktadır. 2005-2008 döneminde yabancı sermaye tarafından ülkemiz finans sektöründe birleşme ve devralmalar yoluyla yoğun bir biçimde yatırım yapılması da temelde yeni lisans yoluyla sektöre giriş olanaklarının sınırlı olmasından kaynaklanmıştır.

¹⁷⁸ Örneğin pazar penetrasyonunun hızla yükselmesi, 1990'lerden itibaren mobil iletişim sektöründe birleşme ve devralmaları arttıran temel unsurlar arasındadır.

¹⁷⁹ Sumer, Pernsteiner (Ed), a.g.e., s. 382-383.

Ülkemizde 2001 krizini izleyen dönemde gerçekleştirilen banka devralmalarında özellikle yabancı sermayeli finansal kurumların bankacılık sektörüne girme arzusu etkili olmuş, özellikle ipotekli konut kredileri gibi bir kısım ürünlerde penetrasyon oranlarının gelişmiş ülkelere göre çok düşük olması Batı Avrupa kökenli bankalar açısından pazarın cazibesini arttırmıştır.

Finansal kaynakları sınırlı olan firmalar da büyüme stratejilerini gerçekleştirme amacıyla birleşme ve devralmalara başvurabilmektedir. Özellikle büyüme için yabancı kaynağa ihtiyaç duyan, gelişme sürecinde bulunan yüksek büyüme hızına sahip firmalar, finansal piyasalardan uygun maliyetli fon temini konusundaki sıkıntıları aşmak amacıyla bu tür faaliyetlere yönelmektedir. Bu gibi durumlarda genellikle fon yaratma kapasitesi fazla olan firma devralan konumunda yer almaktadır.

ABD bankacılığında 1981 yılında başlayan konsolidasyon eğiliminin ardında yatan temel amaçların; büyüme, ölçek ekonomilerinden faydalanma ve yasal düzenlemelerdeki gevşemeden yararlanma olduğu belirtilmektedir.¹⁸⁰

Schoenberg ve Reeves, İngiltere’de beşinci dalga dönemindeki devralmaları inceledikleri çalışmalarında; bir endüstride devralma faaliyet düzeyinin temel olarak; düzenlemelerin yanısıra söz konusu endüstrinin büyüme oranı ile yoğunlaşma düzeyi tarafından belirlendiğini saptamıştır.¹⁸¹

Halka açık şirketlere yönelik olarak özellikle kurumsal yatırımcılardan kaynaklanan yoğun performans baskısı da; ciro ve kârlılıkta artış sağlanmasını gerektirmekte, söz konusu büyüme hedeflerinin görece olarak kısa sayılabilecek dönemlerde gerçekleştirilmesi zorunluluğu ise birleşme ve devralmaları ön plana çıkarmaktadır. Birleşme ve devralmalarda sıklıkla faaliyet gösterilen sektörde yoğunlaşmanın artırılması hedeflenmekte, karlılık ve likidite gibi finansal nedenlerin dışında pazara ve üretim yöntemlerine yönelik nedenler de önemli rol oynamaktadır.

¹⁸⁰ Dymski, a.g.e., s. 15.

¹⁸¹ Schoenberg, Reeves, a.g.m., s.96.

Aşağıda bu nedenler kısaca özetlenmiştir.

i) Pazara Yönelik Nedenler

Mal ya da hizmet üretim sürecinin farklı aşamalarında yer alan işletmeler ileriye veya geriye doğru dikey birleşme yoluyla rekabet avantajı kazanmayı hedefleyebilmektedir. Üretim sürecinin aynı düzeyinde yer alan firmalar arasında gerçekleşen yatay birleşmelerde ise genellikle yoğunlaşma düzeyinin yükselmesi yoluyla pazar etkinliğinde artış, ölçek ekonomileri dolayısıyla maliyetlerden sağlanacak tasarruf ile rekabet avantajı kazanılması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede bir kısım önemli birleşme nedenleri aşağıda belirtilmiştir.

- Zaman, kalite ve miktar açısından üretimde kullanılan ham madde ve yarı mamullerin güvenli bir biçimde tedariki, alım maliyetlerinin azaltılması,
- Az sayıda satıcının pazara hakim olduğu durumlarda alıcılar arasındaki rekabetin azaltılması,
- Perakende olarak dağıtılan ürünlerde dağıtım kanallarına erişim olanağı sağlanması, satıcılar arasındaki rekabetin azaltılması ile satış ve dağıtım organizasyonunda etkinliğin sağlanması,
- Coğrafi anlamda pazarın genişletilmesi.
- Üretim sürecinin geliştirilmesi, yeni ürünlerin piyasaya sürülmesi.

Finans literatüründe 1971-2001 döneminde şirket birleşme ve devralmalarına ilişkin yapılmış 130 adet çalışmayı inceleyen Bruner (2001), literatürde ABD’de birleşme ve devralma yoluyla pazar gücünü arttırma çabalarının genellikle başarısızlığa uğradığı sonucuna ulaşıldığını ifade etmiştir.¹⁸² Öte yandan, genellikle birleşme ve devralmaya ilişkin sinerji beklentilerinin olay penceresindeki hisse senedi getirilerini etkilediği, ayrıca, beklenen ciro artışlarına göre, üretim ve hizmet maliyetlerinde öngörülen tasarrufların getiri oranlarını daha fazla etkilediği belirtilmiştir.

¹⁸² Bruner, a.g.m.

Kapsamlı çalışmalarında, 1993-2001 döneminde 30 Avrupa ülkesinde gerçekleşen 2.419 adet birleşme ve devralmayı inceleyen Martynova ve Renneboog (2006) tarafından, birleşme ve devralmaların arkasında yatan başlıca temel güdüler; maliyetlerin azaltılması, yeni pazarlara girilmesi ve uygun fiyatlı alımlar sonucunda satın alınan şirket ortaklık payları üzerinden sağlanacak değer artışı (capital gain) olarak belirtilmiştir.¹⁸³

Bertrand ve diğerleri beşinci dalga döneminde OECD üyesi ülkelerdeki sınır ötesi birleşme ve devralmaları inceledikleri çalışmalarında, sınır ötesi işlemlerde yaşanan yüksek oranlı artışın temel olarak; yurtdışında hedef firma satın alınması olanaklarının sınırlı olması, operasyonel etkinlikte artış olanakları ve aynı sektörde yoğun rekabet ortamı içinde faaliyet gösteren firmalarca rakiplerinin yakından izlenerek taklidine yönelik davranışlardan kaynaklandığı belirtilmiştir.¹⁸⁴ Ayrıca, sınır ötesi işlemlerin, pazar büyüklüğü, işçilik maliyetleri, işlemin pazara giriş olanağı yaratması ile finansal serbestlik veya açıklık düzeyinden olumlu, yüksek vergiler, coğrafi uzaklık ile kültürel farklılıklar gibi etkenlerden ise olumsuz yönde etkilendiği ifade edilmiştir.

ii) Üretime Yönelik Nedenler

Üretime yönelik nedenler, ölçek ekonomilerinden (economies of scale) azami ölçüde yararlanma düşüncesine dayanmaktadır. Birleşme ve devralmalar şirketlere daha büyük ölçekte faaliyette bulunmanın avantajlarını sunabilmektedir. Daha geniş firma ölçeği, pek çok endüstride, yatırım maliyetleri ile faaliyet giderlerinin azaltılmasının, dolayısıyla performans artışı ile daha iyi rekabet olanağına kavuşulmasının en etkili yöntemlerinden biridir. Birleşme ve devralma yoluyla daha geniş ölçekte faaliyet gösteren firmalar; üretimde kullanılan hammaddeyi daha büyük miktarlarda satın alınarak maliyetlerden tasarruf sağlamakta, makine parkı ya da ekipmanlarını daha etkin kullanabilmekte ve genel yönetim giderlerini azaltabilmektedir. Özellikle ar-ge harcamalarının çok yüksek düzeylere ulaştığı ilaç endüstrisinde, ölçek ekonomilerinin

¹⁸³ Martynova, Renneboog, *Mergers and Acquisitions in Europe*, s.31.

¹⁸⁴ Bertrand, Mucchielli, Zitouna, a.g.m., s.1.

sağlanması ve söz konusu harcamaların azaltılmasında birleşme ve devralmalar önemli rol oynamaktadır.

ABD’de ikinci birleşme dalgasında, firmaların önemli bir bölümü tarafından sektörlerinde güçlü konuma sahip pazar lideriyle daha iyi rekabet edebilmek amacıyla birleşme yoluna gidilmiştir.

Üretim açısından yatay birleşme nedenleri de aşağıdaki temel noktalarda özetlenmektedir :

- Yeni kapasite yaratılması yerine mevcut kapasitelerden yararlanılması,¹⁸⁵ bu çerçevede işletmelerde kapasite kullanım oranının artırılarak ilgili endüstrilerde aşırı kapasitelerin azaltılması,
- Sabit maliyetlerin yüksek olduğu sektörlerde buradan sağlanacak tasarruflarla maliyetlerden tasarruf edilmesi,
- Benzer nitelikteki ürünlerin birleştirilerek ürün tipi ya da sayısının azaltılması, standardize edilmesi,
- Ar-Ge maliyetlerinin azaltılması, verimliliğinin artırılması.

Ölçek ekonomilerinin çok önemli olduğu sektörler arasında finansal hizmetler sektörü de yer almaktadır.¹⁸⁶ Beşinci dalga döneminde ABD’de finansal hizmetler sektöründe yaşanan birleşme dalgasında ölçek ekonomileri etkili olmuştur.¹⁸⁷ Avrupa Birliğinde bankacılık sektöründe gerçekleşen işlemlerde, özellikle küçük ve orta ölçekli kurumlar açısından temel motivasyon unsurunun ölçek ekonomileri olduğu belirtilmektedir.

¹⁸⁵ Özellikle olgunluk aşamasındaki endüstrilerde aşırı kapasite söz konusu olabilmekte, aşırı kapasitenin giderilmesi amacıyla birleşme ve devralmalara başvurulabilmektedir.

¹⁸⁶ Perakende bankacılıkta finansal hizmet geliştirme eğiliminin hızlanması, konut kredileri ve kredi kartları gibi temel ürünlerin penetrasyonunun yükselmesi, finansal yatırım ürünlerinin yaygın dağıtılmasına geçilmesi, internet bankacılığının yaygınlaşması ve tüm bu gelişmeleri olanaklı kılan teknolojik gelişmeler beşinci dalga döneminde bankacılıkta ölçek ekonomilerinin önemini arttırmıştır.

¹⁸⁷ Rezaee, a.g.m., s.74.

iii) Sermaye Yapısına Bağlı Nedenler

İki işletmenin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren ya da birleşme sonucu ortaya çıkan firmanın borçlanma kapasitesi, genellikle füzyona giren firmaların ayrı ayrı borçlanma kapasitesinden daha yüksektir. Bu durum, firmaların daha uygun koşullarda yeni finansal kaynak bulmasına olanak sağlamakta, ayrıca geniş ölçekli firmaların borçlanma maliyetleri genellikle küçük işletmelere oranla daha düşük düzeyde oluşmaktadır. Örneğin bankacılık sektöründe birleşme ve devralmalar sonucunda bankalar daha düşük yabancı kaynak maliyetiyle borçlanma olanağına kavuşabilmektedir. Borçlanma olanaklarının artışı ile yabancı kaynak maliyetindeki azalma firmaların büyüme olanaklarını olumlu etkilemekte, daha düşük yabancı kaynak maliyeti, normal koşullarda olanaklı olamayan yatırımın projelerinin gerçekleştirilmesini de kolaylaştırabilmektedir.

Finansal açıdan birleşmelere yol açan başlıca nedenler aşağıda belirtilmiştir.

- Finansal varlıkların daha iyi değerlendirilmesi, nakit varlıkların daha etkin yönetimi ile farklı nakit akımlarının konsolidasyonu sonucunda finansal kaynakların daha etkin bir biçimde kullanılabilmesi, birleşme sonucu oluşan yeni yapının sermaye gereksinimi azaltılabilmektedir.
- Küçük ve orta ölçekli işletmelerin piyasa koşulları çerçevesinde ayakta kalabilmek ve gelişimlerini sürdürmek açısından gereksinim duydukları yatırım projelerini mevcut finansal güçleriyle gerçekleştirilememeleri, sıklıkla daha büyük işletmelerle birleşmelerine neden olmaktadır.
- Sermaye piyasalarına erişim olanağından yoksun nispeten küçük ve orta ölçekli işletmeler, halka açık veya sermaye piyasası olanaklarından yararlanabilen firmalarla birleşme ve devralma yoluna giderek bu tür finansal kaynaklardan yararlanma olanağına kavuşabilmektedir. Ayrıca, şirket pay senedine ilginin artması, firmalara gelecekte de bedelli hisse senedi ihracı ya da ikincil halka arz yoluyla ek kaynak sağlama ve öz sermaye yapısını güçlendirme olanağı sağlamaktadır.

- Borçlanma oranı yüksek ve finansman giderleri fazla olan, finansal kaynaklara zamanında ve uygun maliyetlerle erişim sorunları yaşayan firmaların finansal gereksinimleri karşılanmakta, mali yapısı sağlamlaştırılmaktadır.¹⁸⁸

2.1.2 Sinerjiler

Sinerji, “iki madde veya faktörün birlikte, birbirinden bağımsız olarak ayrı ayrı gösterebilecekleri etkilerin toplamından daha büyük bir etki yaratması” olarak tanımlanabilir. Bir başka ifadeyle, diğer koşulların aynı kaldığı varsayımıyla iki işletmenin bağımsız olarak elde etmesi beklenen serbest nakit akımlarının toplamına göre, birleşme sonucunda toplam olarak daha fazla serbest nakit akımı sağlanması durumunda sinerji etkisi sağlanmaktadır.

Sinerji etkisi aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir.

$$PV_{ab} > PV_a + PV_b$$

PV_a : *a* firmasının faaliyetlerinden gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri.

PV_b : *b* firmasının faaliyetlerinden gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri.

PV_{ab}: *a* ve *b* firmasının birleşme sonucunda faaliyetlerinden gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri.

Sinerji etkisi; satışlarda artış, maliyetlerde azalma ve kaynakların daha etkin kullanılmasına bağlı olarak oluşan faaliyet sinerjisi ile; yüksek fiyat/kazanç oranı, daha düşük sermaye maliyeti ve daha fazla borçlanma kapasitesine ilişkin finansal sinerjilerden kaynaklanmaktadır.¹⁸⁹

¹⁸⁸ Berk, a.g.e., s.452-455.

¹⁸⁹ Sumer, Pernsteiner (Ed), a.g.e., s. 382-383.

Sinerjinin temel kaynakları yatırım ve faaliyetlere ilişkin maliyetler, gelirler, piyasa gücü ve maddi olmayan unsurlardan oluşmaktadır. Temelde bu unsurlar içerisinde kolaylıkla hesaplanabilen unsur, maliyet sinerjisi olup birleşme ve devralmalarda maliyetler azaltılabildiği ölçüde nakit akışında olumlu gelişme sağlanmaktadır. Maliyet tasarrufları, sabit veya değişken maliyetlerden kaynaklanmakta; sabit maliyet sinerjileri genellikle ölçek ve faaliyet ekonomileri ile verimlilik ilişkisinden doğarken değişken maliyet sinerjileri ise birleşme ve devralma kaynaklı verimlilik artışıyla bağlantılı olarak ortaya çıkmaktadır.¹⁹⁰

Öte yandan, birleşme ve devralmalarda genellikle beklenen ancak çoğu zaman gerçekleştirilemeyen bir diğer unsur ise gelir kaynaklı sinerjilerdir. Birleşme ve devralma sonucunda piyasadaki rekabetin ve üretim kapasitesinin azaltılmasıyla gerçekleştirilebilen pazar gücü artışının ise piyasa mekanizmasına ve rekabet ortamına zarar vermesi halinde rekabete ilişkin düzenlemeler bağlamında düzenleyici kurumlarca engellenmesi olasıdır.

Lisans, marka veya imtiyaz hakları gibi maddi olmayan duran varlıklardan kaynaklanan sinerjilerin ölçülmesi ise güçlük arz etmektedir. Varlıkların potansiyel getirisinin daha geniş ölçekte kullanılmasından doğan sinerjiler, birleşme veya devralmalarda bu tür varlıkların bir firmadan diğerine aktarabilmesi yoluyla yaratılmaktadır.¹⁹¹ Ayrıca, özellikle hedef firmaların yöneticilerinin alıcı firmalarca birleşme ve devralma sonrasında etkin bir şekilde istihdamı durumunda yönetsel sinerjiden söz edilmektedir.

Sinerjiler yoluyla verimlilik artışı sağlanması hem sınai hem de finansal işletmelerde birleşme ve devralmaların en önemli nedenleri arasında yer almaktadır. 1974-1992 döneminde ABD’de sınai sektörlerde birleşme ve devralmalar ile kısmi

¹⁹⁰ Birleşme ve devralma çerçevesinde faaliyet giderlerinden sağlanacak tasarruflar özellikle kârlılık performansı düşük işletmeleri daha fazla etkileyebilmektedir. Örneğin % 6 düzeyinde esas faaliyet kâr marjıyla çalışan bir şirketin maliyetlerinde 3 puanlık azalma sağlayarak giderlerin satış gelirlerine oranını % 94 düzeyinden % 91 düzeyine çekmesi esas faaliyet kâr marjını % 50 düzeyinde arttırmakta, kârlılık ve nakit akımlarındaki artışın sürekliliğinin sağlanması ise firma değerine olumlu yansımaktadır.

¹⁹¹ İçke, a.g.e., s. 55-56.

varlık satışlarını inceleyen Maksimovic ve Phillips tarafından (2001), söz konusu işlemlerin temel olarak aşağıdaki etkenlerden kaynaklandığı belirtilmiştir.¹⁹²

- Devreden firma bünyesindeki faaliyet konularının verimliliği devir kararını etkilemekte, görece olarak düşük verimliliğe sahip faaliyetlerin devredilmesi olasılığı yükselmektedir.
- Birden fazla faaliyet koluna sahip firmalarda, belirli varlık ya da faaliyetlerin devir olasılığı ile verimlilikleri arasında ters yönlü ilişki vardır. Ayrıca, ana faaliyet konusu dışında kalan varlık ya da faaliyetlerin devir olasılığı daha fazladır.
- Firmaların devralma ve kısmi varlık alımlarında alıcı konumda olmaları halinde firma ölçeği ve verimlilik düzeyi arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır.
- Talep tarafında güçlü bir artış yaşanması durumunda, söz konusu endüstrilerde faaliyet gösteren görece olarak düşük verimliliğe sahip firmaların devir olasılığı yükselmektedir.

Maksimovic ve Phillips tarafından, özetle, birleşme ve devralmalar ile kısmi varlık devirlerinin büyük ölçüde verimlilik artışı amacıyla gerçekleştirildiği belirtilmiştir.

Hosono ve diğerlerince (2007) 1990-2004 döneminde Japonya bankacılık sektöründeki konsolidasyon eğiliminin nedenleri irdelenmiştir.¹⁹³ Araştırmada birleşme nedenlerine ilişkin olarak; otoritelerce büyük bankaların batmasına izin verilmeyeceği (too-big-to-fail), birleşmelerin verimlilik artışının sağlanmasına yönelik olduğu, birleşmelerin bankaların pazar güçlerini arttırma çabalarından kaynaklandığı ve banka birleşmelerinde yöneticilerin kendi çıkarlarına yönelik davranışlarının etkili olduğu hipotezleri test edilmiştir. Büyük bankaların batmasına izin verilmemesinin birleşmelerde etkili olduğu ancak sonuç olarak bu tür bir politikanın başarılı olmadığı belirlenmiştir. Özellikle büyük ölçekli bankalar ile bölgesel banka birleşmelerinde

¹⁹² Maksimovic, Phillips, a.g.m., s. 2058.

¹⁹³ Kaoru Hosono, Koji Sakai, Kotaro Tusuru, Consolidation of Banks in Japan : Causes and Consequences, NBER Working Paper Series No: 13399, 2007.

verimlilik artışına yönelik nedenlerin etkili olduğu, öte yandan pazar gücü artışının sağlanmasına yönelik nedenlerin ise daha küçük ölçekli banka birleşmelerinde etkili olduğu saptanmıştır. Yöneticilerin kendi çıkarlarını korumaya yönelik davranışların ise bankacılık sektöründeki birleşme ve devralmaları açıklama konusunda etkili olmadığı da ifade edilmiştir.

ABD bankacılığında 1980-1997 döneminde gerçekleşen 558 banka birleşmesinin getiri etkilerini inceleyen bir çalışmada, işlemlerin 36 günlük olay penceresinde taraf şirket hisse senetlerinde değer artışına yol açtığı belirlenmiş, araştırma sonucunda söz konusu banka birleşmelerinin arkasında yatan temel amacın sinerji sağlanması olduğu kanısına varılmıştır.¹⁹⁴

Söz konusu değer artışlarının, birleşme ve devralmalardan bankalarca sinerji kazançları yaratılacağına ilişkin piyasa beklentilerinin hisse senedi fiyatlarına yansımından kaynaklandığı belirtilmiştir.

2.1.2.1 Faaliyet Sinerjileri

İşletmeler ölçek ve kapsam ekonomilerinden (economies of scope) oluşan faaliyet sinerjileri yoluyla kazançlarında artış ve maliyetlerinde azalma sağlayabilmektedirler. Ölçek ekonomileri, amortisman, bakım-onarım giderleri, araştırma-geliştirme giderleri, reklam-pazarlama giderleri ile yönetim giderleri gibi bir kısım sabit maliyetlerin daha geniş bir ölçüğe dayalı olarak yapılmasından kaynaklanmaktadır. Bu maliyetlerin görece olarak daha düşük mal veya hizmet üretimine dağıtılması birim başına sabit maliyetlerin yüksek düzeyde oluşmasına neden olmaktadır. Ölçek ekonomileri, tüm işletmeler için önemli olmakla birlikte, özellikle demir-çelik, ticari bankacılık ve telekomünikasyon hizmetleri gibi sabit maliyetleri yüksek sektörler ile eczacılık, kimya ve uçak endüstrileri gibi ar-ge giderleri yüksek sektörlerde büyük önem taşımaktadır.

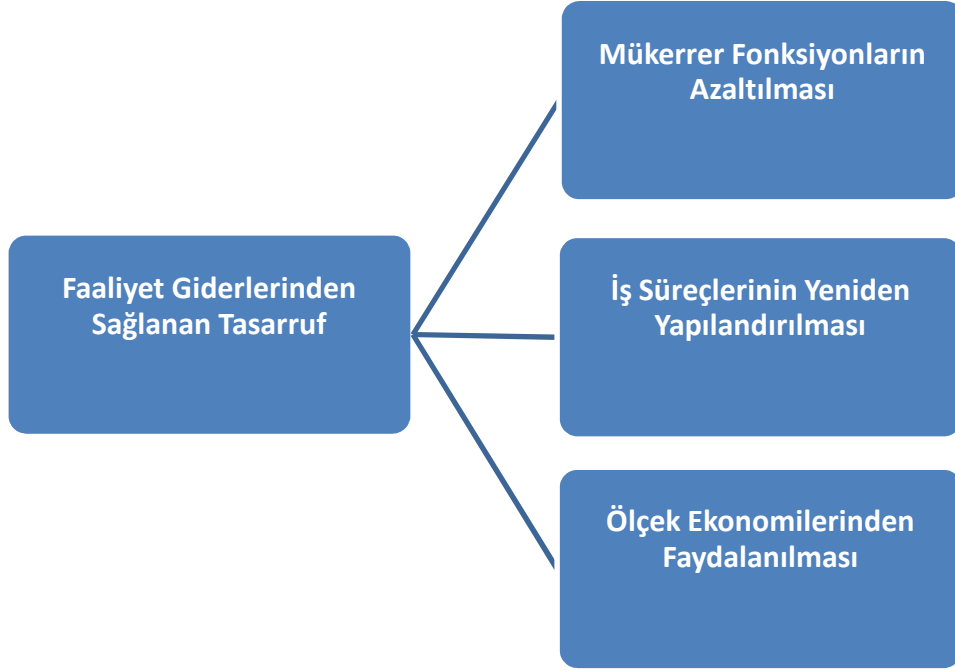
¹⁹⁴ Becher, a.g.m., s.211.

Bir işletmenin belirli ürünleri üretebilme kapasitesini, ilgili diğer ürünleri de üretebilecek şekilde genişletmesi şeklinde tanımlanabilen kapsam ekonomileri ise; ürün geliştirme, üretim sürecinin iyileştirilmesi ve dağıtım kanalı gibi avantajlar kullanılarak yeni ürün ve hizmetlerin üretilmesi ve pazara sunulması bağlamında söz konusu olmaktadır.¹⁹⁵ McKinsey danışmanlık firmasınınca başarılı birleşme ve devralmaların ortak özelliklerinin irdelendiği çalışmada, başlıca başarı faktörlerinden biri özellikle hedef şirket ürünlerinin pazara erişim olanaklarının geliştirilmesi olarak belirtilmiştir.¹⁹⁶

Faaliyet sinerjisi ile birlikte oluşması beklenen değer artışının temel kaynakları; birleşen firmada ölçek ekonomilerinden faydalanılması ve daha yüksek büyüme oranına sahip olunmasıdır. Faaliyet sinerjileri özellikle yatay birleşmelerde önem kazanmakta, dikey birleşmelerde ise bu tür sinerjiler, bir şirketin üretim sürecinin farklı basamaklarındaki firma ya da firmaları birleşme ve devralma yoluyla daha etkin bir şekilde koordine etmesi yoluyla sağlanmaktadır. Şekil 1'den de görüldüğü gibi, faaliyet sinerjileri özellikle ölçek ekonomilerinin kullanılması, mükerrer fonksiyonların azaltılması ve iş süreçlerinde yapılan iyileştirmelerden kaynaklanmaktadır.

¹⁹⁵ Özellikle ABD bankacılığında dördüncü birleşme dalgasından itibaren yaşanan konsolidasyon eğiliminde kapsam ekonomilerinin önemli rol oynadığı belirtilmektedir. Gaughan, a.g.e. s.131.

¹⁹⁶ Mc Kinsey Quarterly Review, "The five types of successful acquisitions", s.4.



Şekil 1.
Faaliyet Giderleri Yaklaşımı

Kaynak: Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları, Küresel Fırsatlar ve Çözümler Konferansı 1, Hyatt Regency, İstanbul, Aralık 2006.

Dikey entegrasyon yoluyla, ölçek ekonomilerine göre daha sınırlı olmakla birlikte, bir kısım faaliyet giderlerinden tasarruf sağlanabilmesi söz konusudur.

Mulherin ve Boone tarafından (2000), 1990-1999 döneminde ABD’de 59 farklı sektörde faaliyet gösteren 1305 adet şirket yeniden yapılanmalar açısından incelenmiştir.¹⁹⁷ 1990’lı yıllarda beşinci birleşme dalgası döneminde çeşitli endüstrilerde yaşanan yoğun yeniden yapılanma faaliyetine paralel olarak örnek kütlede yer alan firmaların önemli bölümünün bu tür faaliyetlere iştirak ettiği; yaklaşık yarısının inceleme döneminde devralınma ya da bir kısım faaliyet konularının elden çıkarılması (divestitures) yoluna gittiği belirlenmiştir.

¹⁹⁷ J. Harold Mulherin, Audra L. Boone, “Comparing Acquisitions and Divestitures”, Journal of Corporate Finance, 6, 2000, s.117.

Çalışmada;

- Devralma ya da elden çıkarmaların belirli endüstrilerde yoğunlaştığı, devralmaların özellikle yasal düzenlemelerin serbestleştirildiği sektörlerde gerçekleştiği,
- Açıklamaya dayalı olarak 3 günlük olay penceresinde alıcı ve hedef firma hisse senetlerinde devralmalarda toplam olarak % 3,5 düzeyinde gerçekleşen pozitif aşırı getirinin elden çıkarmalarda ise % 3 düzeyinde oluştuğu,
- İşlem büyüklüğü ile getiri oranı arasında pozitif yönlü ilişki olduğu,
- Devralınan firmaların genellikle sektördeki rakiplerine göre daha küçük ölçekli oldukları, incelenen işlemlerde hedef firma değerinin alıcı firma değerine oranının ortalama olarak % 42'si düzeyinde oluştuğu, elden çıkarma yoluna giden şirketlerin ise genellikle sektördeki diğer şirketlere göre daha büyük ölçeğe sahip oldukları,

belirlenmiştir.

Ryngaert ve diğerleri tarafından (2001) 1985-1996 döneminde ABD'de 64 büyük ölçekli –asgari 400 milyon \$ ve üzeri değerde- banka birleşmesi incelenmiştir.¹⁹⁸ 64 işlemin 41'inde birleşme öncesinde banka yönetimlerinin birleşme çerçevesinde maliyetlerin azaltılması ve satış gelirlerinin artırılmasına ilişkin beklentileri de değerlendirilmiştir. Çalışmada örnek kütleli oluşturulan işlemlere ilişkin olarak birleşmeden sağlanan maliyet avantajları hesaplanmıştır. Sonuç olarak, banka birleşmelerinden sağlanan kazançların büyük ölçüde giderlerden tasarruf edilmesinden kaynaklandığı, özellikle mükerrer fonksiyonların elimine edilmesi ile entegrasyon maliyetlerinin azaltıldığı belirlenmiştir.

¹⁹⁸ Joel F. Houston, Christopher M. James, Michael D. Ryngaert, "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders, Journal of Financial Economics, 60, 2001, s.327.

Birleşen bankaların faaliyet gösterdikleri piyasaların coğrafi olarak farklılığının faaliyet giderlerinden sağlanan tasarrufu arttırdığı görüşüne ulaşılmıştır. Öte yandan birleşme sonrası dönemde bankalarca gelirlerde genellikle kayda değer bir gelişme sağlanamadığı da saptanmıştır. Çalışmada, 1980-2000 döneminde, ABD bankacılığında düzenlemelere ilişkin serbestleştirme eğilimi ile teknolojik gelişmelerin köklü değişimlere yol açtığı, bankaların coğrafi anlamda daha geniş ölçekli piyasalarda daha büyük müşteri kitlesine, daha geniş bir yelpazede bankacılık hizmetleri sunmaya başladığı belirtilmiştir. Serbestleştirme eğilimi ile teknolojik gelişmelerin de sektörde yaşanan konsolidasyon eğilimini desteklediği ifade edilmiştir.

Campa ve Hernando tarafından (2004), 1990-1999 döneminde, OECD üyesi ülkelerde sınır ötesi birleşme ve devralmaları inceleyen bir çalışmada, sınır ötesi işlemlerde yaşanan yüksek oranlı artışın temel nedenleri arasında birleşme veya devralmalar yoluyla operasyonel etkinlikte artış olanaklarının da bulunduğu kanısına varılmıştır.¹⁹⁹ 1990-2001 döneminde Avrupa ülkelerinde finansal hizmetler sektöründe birleşme ve devralmaların değer itibarıyla % 78'lik bölümünün aynı ülke sınırları içinde gerçekleştiği, bankalarca öncelikle kendi ülke sınırları içindeki rekabette konumlarının güçlendirilmesi amacıyla bu tür işlemlere ağırlık verildiği belirlenmiştir.

Campa ve Hernando, beşinci dalga süresince Avrupa bankacılığında yaşanan ve kısmen günümüzde de devam etmekte olan birleşme ve devralma eğiliminin ardında yatan temel nedenler arasında; maliyetlerin azaltılması yoluyla verimlilikte artış sağlanması, faaliyetlerin coğrafi olarak yaygınlaştırılması, rekabet gücünün artırılması ve müşterilere çapraz satış olanaklarının değerlendirilmesinin ön plana çıktığını belirtmektedir. Faaliyet gösterilen endüstrilerde değişen koşullara göre bu tür işlemlere girişen firmalarca; büyümenin gerekli olduğu durumlarda devralma, küçülme ve odaklanma söz konusu olduğunda ise elden çıkarma yoluna gidilmektedir. Yeniden yapılanan firmaların değişen koşullara daha iyi uyum sağladığı, açıklamaya dayalı getirilere yansıyan bu durumun, devralma ya da elden çıkarmalardan beklenen

¹⁹⁹ Campa, Hernando, a.g.m., s.3168.

sinerjilerin piyasalar tarafından öngörülerek hisse senedi fiyatlarına yansıtılmasından kaynaklandığı ifade edilmiştir. Sonuç olarak açıklamaya dayalı pozitif getiriler birleşme ve devralmalarda sinerji etkisinin varlığının göstergesi olarak yorumlanmıştır.

2.1.2.2 Finansal Sinerjiler

Birleşme sonrasında ortaya çıkan yeni işletmenin, birleşmeye taraf şirketlerin ayrı ayrı hesaplanan ağırlıklı ortalama yabancı kaynak maliyetine göre ortalamada daha düşük kaynak maliyetine sahip olması durumu finansal sinerjilerin en çok rastlanan örneklerinden birini oluşturmaktadır. Birleşme sonucunda şirket kârlılığı ve nakit akımlarının daha istikrarlı hale gelmesi, faaliyetlerin risk düzeyinin azalması, nakit yönetimi ve hazine işlemleri gibi konularda finansal ölçek ekonomilerinden yararlanılması ve içsel fonlarla yatırım fırsatlarının daha iyi uyumlaştırılması birleşmeden doğan finansal sinerjileri arttırabilmektedir.

Birleşme sonucunda mali tabloların konsolidasyonu da finansal sinerji etkileri yaratabilmektedir. Bu bağlamda; birleşen işletmelerin mali yapılarına bağlı olarak borçlanma oranı düşürülerek finansal borçların özvarlıklara oranı azaltılabilmekte, ayrıca birleşme ile varsa taraflardan birinin sermayenin kaybından kaynaklanan teknik iflas riskinin giderilmesi veya azaltılması da mümkün olabilmektedir.²⁰⁰

Birleşme sonucunda, finansal kurumlar tarafından işletmenin daha az riskli olarak değerlendirilmesi sonucunda kredi koşulları ile kaynak maliyeti açısından daha uygun şartlarda fon sağlandığı görülebilmektedir. Genellikle daha büyük ölçekli ya da daha dengeli nakit akımlarına sahip işletmelerin daha az riskli kabul edilmesine bağlı olarak, birleşme sonrası oluşan yeni yapıda tahvil veya diğer borçlanma araçları daha uygun maliyetlerle ihraç edilebilmekte, kredi maliyetleri azaltılmaktadır. Birleşme

²⁰⁰ TTK 324. Maddesi uyarınca esas sermayenin yarısının karşılıksız kalması durumunda şirket yönetim kurulu genel kurulu bilgilendirmekle yükümlüdür. Esas sermayenin üçte ikisi karşılıksız kaldığı takdirde, genel kurul tarafından eksilen sermayenin tamamlanmasına veya kalan sermaye ile yetinilmesine karar alınmadığı takdirde şirket feshedilmiş sayılmaktadır.

sonucunda işletmenin borçlanma kapasitesindeki genişleme, finansman giderlerinin yükselmesine bağlı olarak sağlanabilecek vergi tasarrufunu da artırmaktadır.²⁰¹

Faaliyetlerinden yüksek düzeyde pozitif nakit akışına sahip ancak yeni yatırım olanakları sınırlı olan firmalar ile fon yaratma kapasitesi düşük düzeyde bulunmakla birlikte büyüme potansiyeli daha yüksek olan firmaların birleşmesi durumunda oluşan yeni yapıda yatırım olanaklarının daha iyi değerlendirilmesi söz konusudur.

Öte yandan bir kısım devralmalarda vergi kazançları özendirici olabilmektedir. Devralan işletmenin kurumlar vergisi ödeyici konumda olması durumunda, devrolan firmanın geçmiş dönem zararları, belirli koşullara bağlı olarak birleşme sonrası dönemde oluşan kurumlar vergisi matrahının hesabında indirim konusu yapılabilmektedir.

2.1.3 Çeşitlendirme

Çeşitlendirme (diversification), birleşme ve devralmaların en önemli nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Devralma yoluyla çeşitlendirme yoluna gitmeyi planlayan firma, faaliyetlerine ilişkin risk ve beklenen getiri düzeyine uygun olarak coğrafi, sektörel ve firma bazında hedeflerini belirlemektedir.²⁰²

Çeşitlendirme, bir işletme tarafından yeni üretim tesislerinin kurulması ile gerçekleştirilebileceği gibi, esas faaliyet alanının dışındaki işletmelerle birleşme ve devralma şeklinde de hayata geçirilebilmektedir.

İşletmeleri birleşmeler yoluyla çeşitlendirmeye yönelten amaçların başında, daha yüksek düzeyde kârlılık ve büyüme potansiyeline sahip bir alanda faaliyet gösterme isteği gelmektedir. Ana işletmenin faaliyet gösterdiği endüstride olgunluk düzeyine erişilmesi, büyüme oranının yavaşlaması ve endüstrideki yoğun rekabet ortamının ortalama kârlılık düzeyini azaltması işletmeleri çeşitlendirme yoluyla genişlemeye yönlendirebilmektedir.

²⁰¹ Sumer, Pernsteiner (Ed), a.g.e., s. 383-385.

²⁰² İçke, a.g.e., s. 57.

ABD’de 1960’lı yıllarda yaşanan üçüncü birleşme dalgasındaki birleşmelerin temel nedenini oluşturan çeşitlendirmenin sağlanması amacıyla alıcı firmalarca içsel büyüme yerine, farklı endüstrilerde yer alan şirketlerin satın alındığı görülmüştür. Bu dönemde çeşitlendirmeye gidilmesinin başlıca nedenleri arasında;

- 1960 ve 1970’li yıllarda antitröst düzenlemeler çerçevesinde aynı endüstride birleşmelere izin verilmemesi,
- Şirket yönetim tekniklerindeki gelişmeler ve özellikle profesyonel yöneticilerin farklı iş birimleri arasında kaynak tahsisini etkin bir şekilde yapabileceğine inanılması,
- Nakit akımlarındaki dalgalanmaların azaltılması, mevcut faaliyetlerin büyüme hızının yavaşlaması durumunda daha hızlı büyüyen faaliyet konularının portföye katkıda bulunmasının sağlanması,
- Yöneticilerin kişisel olarak konumlarını güçlendirmesi,
- Çeşitlendirmeye yönelik stratejilerin şirket ortakları ve sermaye piyasaları tarafından yeğlenmesi

yeralmıştır.²⁰³

Kaplan ve Weisbach tarafından (1990) 1971-1982 döneminde ABD’de yapılan büyük ölçekli 271 adet şirket satın alımının % 44’ünün, holdingler tarafından çeşitlendirmeye yönelik şirket satın alımlarının ise yarısından fazlasının 1990 yılına kadar elden çıkarıldığı belirlenmiştir.²⁰⁴ Söz konusu elden çıkarma işlemleri sonucunda yapılan açıklamaların değerlendirilmesi sonucunda, alıcı şirketlerce; işlemlerin % 42’sinden kâr sağlandığı, % 44’ünden zarar edildiği, kalan % 14’ünde ise açıklanan getirinin kayda değer düzeyde olmadığı açıklandığı görülmüştür. Çalışma kapsamında 100 milyon \$ ve üzeri değerli büyük ölçekli işlemlerde alım tarihini izleyen dönemde alıcı şirketlerin devir nedenlerinin irdelenmesi sonucunda, devirlerin; % 42’sinin strateji ya da odaklanılan faaliyet konusundaki değişiklikten kaynaklandığı, % 28’inde satın almanın hata olarak yorumlanması veya zarar oluşmasının söz konusu

²⁰³ Shleifer, Vishny, a.g.m. s.52.

²⁰⁴ Kaplan, Weisbach, a.g.m., s.2.

olduğu, % 21'inin başka Şirket alımlarına kaynak yaratılması veya borçların yeniden yapılanması amacıyla gerçekteştirildiği, kalan % 9'luk bölümünün ise yasal düzenlemeler ve iyi bir teklif alınması gibi diğer nedenlerden kaynaklandığı belirlenmiştir. İnceleme döneminde, benzer faaliyet konularında gerçekteşen alımlarda izleyen dönemde alıcı Şirketlerce elden çıkarılma oranının % 20 düzeyinde olduğu, öte yandan faaliyet konularının ilişkili olmadığı devralmalarda ise izleyen dönemde elden çıkarma oranının yaklaşık % 60 düzeyine yükseldiği saptanmıştır.

1960'larda çeşitlendirme yoluyla büyüyen işletmelerin önemli bir bölümünde, 1970'li ve özellikle 1980'li yıllarda kısmi varlık satışı (divestitures) ve işletme bölümlerinin mevcut hissedarlara dağıtılması (spin-off) gibi yöntemlerle küçülme stratejileri uygulanmıştır. 1980'li yıllarda küresel düzeyde rekabetin yoğunlaşmasının da etkisiyle, ABD'li firmalar ana faaliyet konularına odaklanmaya yönelmiş, 1960 ve 1970'li yıllarda gerçekteştirilen devralmaların yaklaşık üçte birlik bölümü elden çıkarılmıştır.²⁰⁵

1973-1998 döneminde ABD'de gerçekteşen 4.256 adet birleşme ve devralmanın incelendiği bir çalışmada, 1973-1979 döneminde % 29,9 düzeyinde oluşan aynı endüstride faaliyet gösteren firmalar arasında gerçekteşen işlemlerin oranının 1990-1998 döneminde % 47,8'e yükseldiği, dolayısıyla 1973-1998 döneminde birleşme ve devralmalarda odaklanmanın arttığı saptanmıştır.²⁰⁶

İşletme literatüründe 1970'li yıllardan itibaren çeşitlendirmenin işletmelerin verimliliği ve etkinliğine etkileri sorgulanmaya başlanmış, bu tür stratejilerin etkin olmadığı ifade edilmiştir. ABD'de sermaye piyasaları tarafından özellikle 1980'li yıllardan itibaren faaliyetleri çeşitlendirilmiş ve holding yapısına sahip Şirketlere yönelik algının genel olarak olumsuzla şdnmesi sonucunda bu tür firmalara kaynak tahsisinde azalma gerçekteşmiştir.

²⁰⁵ Shleifer, Vishny, a.g.m. s.52.

²⁰⁶ Andrade ve diğerleri, a.g.m., s.106.

Finans teorisinde, etkin piyasa koşullarında çeşitlendirmeye yönelik birleşme ve devralmalar ile alıcı şirket ortakları açısından değer yaratılamayacağı, istenilmesi durumunda ortaklarca portföy düzenlenmesi yoluyla herhangi bir ek maliyet ödenmeksizin çeşitlendirmeye gidilebileceği belirtilmektedir.²⁰⁷

2.1.4 Düşük Değerlenmiş Varlıklar

Ağırlıklı olarak sınıai işletmelere ilişkin olarak hesaplanan “q-oranı”, bir işletmenin piyasa değerinin söz konusu işletmenin yeniden tesis maliyetine oranı olarak tanımlanmaktadır.

$$Q \text{ oranı} = \frac{\text{İşletmenin Piyasa Değeri}}{\text{İşletmenin Varlıklarının Kâri Maliyeti}}$$

İşletme varlıklarının sermaye piyasaları tarafından düşük değerlenmesinin temel nedeni yatırımcıların genellikle kısa dönemli kâr potansiyeli ile ilgilenmeleridir. Ayrıca dönem dönem bir kısım sektörlerle yönelik yatırımcı ilgisi düşük düzeyde kalmakta, bu da değerlendirme oranlarının pazar ortalamasına göre daha düşük düzeylerde oluşmasına neden olmaktadır. Uzun dönemli yatırımlara önem veren, yeni üretim teknikleri uygulayan, önemli düzeyde araştırma-geliştirme yatırımları yapan bir işletmenin muhasebe kârları da kısa dönemli olarak düşük düzeyde oluşabilmektedir.²⁰⁸

İşletme varlıklarının ikame değerinin piyasa değerinden yüksek olması, bir başka ifade ile q oranının küçük olması, sermaye piyasalarınınca düşük değerlenen bu tür işletmeleri birleşme ve devralmalar açısından hedef durumuna sokabilmektedir.²⁰⁹ Genişlemeyi hedefleyen işletmeler, böyle bir işletmeyi satın alarak, yeni bir üretim tesisine veya işletmeye yatırım yapmaya göre daha az maliyetle genişleme amacını gerçekleştirebilmektedir.

²⁰⁷ Brealey, Myers, a.g.e., s.824.

²⁰⁸ Ayşe Gül Yılıgör, “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satınalma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi, İşletme Birleşmeleri içinde, Haluk Sumer ve Helmut Pernsteiner (Ed), a.g.e., s. 385.

²⁰⁹ Sumer, Pernsteiner (Ed), a.g.e., s. 385-386.

1973-1998 döneminde ABD’de gerçekleşen birleşme ve devralmaların incelendiği bir çalışmada, işlemlerin % 66’sında alıcı şirketlerin hedef şirketlerden daha yüksek q oranına sahip olduğu belirlenmiş, söz konusu özelliğin alt dönemler itibariyle de geçerli olduğu saptanmıştır.²¹⁰

Shleifer ve Vishny (2001) şirket birleşmelerinin hisse senetlerinin borsa’daki değerlemelerinden kaynaklandığı, gerek satınalma kararı gerekse ödeme yönteminin belirlenmesinde zamanlamanın önem taşıdığı belirtilmiştir.²¹¹ Çalışmada, literatürdeki bulgulara paralel olarak borsada değerlemelerin yüksek olduğu dönemlerde birleşme ve devralmalarda alıcı şirket tarafından genellikle hisse senedi ile ödeme yönteminin yeğlendiği, öte yandan değerlemelerin düşük seyrettiği dönemlerde ise nakit ödemenin tercih edildiği saptanmıştır. Hisse senediyle finanse edilen işlemlerde alıcılarca genellikle yüksek getiri elde edildiği, öte yandan nakden finanse edilen işlemlerde açıklama öncesi dönemde hedef şirket hisse senetlerinde getirinin genellikle düşük düzeyde olduğu belirtilmiştir.

Jovanoviç ve Rousseau (2002) birleşme ve devralmaları alıcı şirketin q değeri ile açıklamaktadırlar.²¹² Birleşme ve devralmaların üçte ikilik bölümünden fazlasında yüksek q değerine sahip olan firmalar tarafından düşük q değerine sahip firmaların devralındığı ve bu tür durumlarda toplam aşırı getirinin de daha yüksek düzeyde olduğu belirlenmiştir. Düşük q değerine sahip şirketlerin yüksek q değerli firmalarca devralınmasının, sermayenin daha verimli projeler ile daha başarılı şirket yönetimlerine akışının sağlanmasına katkıda bulunarak bir ekonomide üretim faktörlerinin verimliliğini olumlu yönde etkileyeceği ifade edilmiştir.

²¹⁰ Andrade, Mitchell, Stafford, a.g.m., s.106.

²¹¹ Shleifer, Vishny, a.g.m. s.55.

²¹² Jovanoviç, Rousseau, a.g.m., s.2.

2.1.5 Diğer Unsurlar

Günümüzde özellikle halka açıklık düzeyi yüksek şirketlerde şirket yönetimi ile ortaklık yapısının ayrışması sonucunda ortaya çıkan temsil (agency) sorunu, şirket sermayesinde payı olmayan ya da çok düşük oranlı pay sahibi olan işletme yöneticileri ile şirket ortaklarının çıkarları arasında önemli çelişkiler olması ve şirket ortaklarının faaliyetler üzerinde denetim olanaklarının sınırlı olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Günümüzde ortaklık yapısı ve yönetimi ayrıştırılmış çağdaş işletmelerde, şirket yöneticilerinin birleşme ve devralma kararlarında davranışsal unsurlar devreye girebilmekte, özellikle alıcı firma yöneticilerinin davranışları önemli rol oynayabilmektedir.

İşletmede karar verici konumda olan anahtar yöneticiler, iş güvenliklerini ve bağımsızlıklarını olumlu etkileyebileceğini düşündükleri şirket birleşmelerini, ortakların çıkarlarına aykırı olsa dahi gerçekleştirmek isteyebilmekte, birleşme ve devralmalar, firma büyüklüğünü arttırarak alıcıların hedefinden çıkılması amacı ile de kullanabilmektedir. Firma kaynaklarının en iyi şekilde değerlendirilmesinden çok, şirket yöneticilerince kişisel konumlarının güçlendirilmesine yönelik örtük bir motivasyon unsurunun baskın olduğu bir kısım birleşme ve devralmalarda, ortakların çıkarları açısından uygun olmasa bile, yöneticiler tarafından bu tür faaliyetlere girişilmesi sonucunda özellikle alıcı firma pay sahipleri olumsuz etkilenebilmektedir. Davranışsal unsurlar, zaman zaman şirket yöneticileri tarafından piyasada değerini bulmuş firmaların devralınmasında ödenen yüksek primlerin açıklanmasında önem taşımaktadır.

ABD’de 1960 ve 1970’li yıllarda çeşitlendirmeye yönelik birleşme ve devralmalarda, şirket ortaklarına nakit temettü dağıtımından kaçınmak amacıyla gerçekleştirilen bir kısım devralmalarda, temsil sorunu yaşandığı belirtilmektedir.²¹³ Bu çerçevede, ayrıca, iyi yönetilmediği düşünülen bir firmanın devralınması sonucunda,

²¹³ Brealey, Myers, s.824.

etkin bir şekilde yönetilerek performansında artış sağlanması yoluyla potansiyelinden daha yüksek düzeyde yararlanılabileceği de düşünülmektedir.

Şirket birleşmeleri, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasının giderilmesinde de etkili olmaktadır. Şöyle ki, şirket hisse senetlerinin piyasa değerinin düşük kalması, düşük değerlendirilmiş bir işletme algısı yaratarak işletmeyi hedef konumuna getirebilmekte, bu tür bir tehdidin varlığı da şirket yöneticilerini hisse senedi fiyatlarını yükseltmek konusunda teşvik edebilmektedir. Birleşme ve devralmaların yoğunluğu, ABD’de çeşitli endüstrilerde özellikle hedef konumunda yer alan şirket yöneticileri üzerinde performans baskısı oluşabilmektedir.

Özellikle ülkemizde yaygın birleşme nedenlerinden biri de yasal mevzuat çerçevesinde işletmelerin tasfiye sürecinin uzamasıdır. Uzun yasal süreci göze almak istemeyen firmalar tarafından tasfiye süreci yerine birleşme yoluna gidilmektedir.

2.2 FİNANSMAN VE ÖDEME YÖNTEMLERİ

Birleşme ve devralmalarda finansman yöntemini belirleyen başlıca etkenler arasında; hisse senedi piyasalarının gelişmişlik düzeyi, tahvil ve benzeri borçlanma senetleri ihraç olanakları, banka sisteminin kredilendirme olanakları, faiz oranları ve yasal mevzuat ile vergi mevzuatında öngörülen düzenlemelerin yanısıra şirketlerin bilanço yapısı yer almaktadır. Ödemenin nakden, borçlanarak ya da hisse senedi değişimi yoluyla yapılması veya birden fazla ödeme yönteminin bir bileşimi şeklinde yapılandırılması da mümkündür.

Nakit ödeme özellikle küçük ölçekli işlemlerde yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Bilanço yapısı da ödeme tercihini etkilemekte, alıcının işlemde kullanabileceği likit varlık düzeyinin hedefin alım fiyatına oranla yükselmesi halinde işlemin nakit ödeme yoluyla finanse edilmesi olasılığı artmaktadır. Nakit ödemede alıcı şirket tarafından yeterli düzeyde olması durumunda mevcut nakit varlıkları kullanılabilmektedir. Nakde dayalı işlemlerde, sıklıkla borçlanma yoluna

başvurulmakta ve ödeme kısmen borçlanma kısmen de mevcut nakit kaynakların kullanımıyla yapılmaktadır. Kârlılık düzeyine paralel olarak kurumlar vergisi ödeyen firmalarda, borçlanmanın alıcı şirket açısından bir avantajı da finansman maliyetlerinin belirli koşullar çerçevesinde vergi matrahından indirim konusu yapılmasıdır.

Nakit ödemenin yoğun kullanıldığı diğer işlem türleri ise hedef şirketin ortaklık yapısının tek ya da az sayıda ortak tarafından kontrol edildiği durumlar ile anlaşmalı olmayan birleşme ve devralmalardır.²¹⁴

Hisse senedi yoluyla ödemede hedef şirket hisse senetleri karşılığında alıcı şirket pay senetleriyle ödeme yapılmaktadır. Hisse senedine dayalı ödeme, nakden ödemeye göre daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Ödemenin hisse senedine dayalı olduğu işlemlerde, hedef şirket ortaklarınca hisse senetleri yerine alıcı şirket hisseleri kabul edildiğinden alıcı ve satıcıların rolleri her zaman çok belirgin olmayabilmektedir. Satın alım bedeli alıcı şirket değerinin üzerinde ise birleşme sonucunda hedef şirket ortaklarınca yeni yapıda birleşmiş şirket sermayesinden daha fazla pay alınması söz konusu olabilmektedirler. Bu yöntemin başlıca avantajı nakit çıkışına neden olmamasıdır.

Birleşme ve devralma işleminin finanse edilmesi amacıyla yeni hisse senedi ihracı veya şirketlerin kendi hisse senetlerine yatırım yapabildiği ülkelerde söz konusu hisselerin kullanılması mümkündür.²¹⁵ Finansman kaynağı olarak sermaye artırımının yeğlenmesi durumunda önemli bir gider oluşturabilen yeni hisse senetlerinin ihraç maliyetlerinin de finansman yöntemi tercihinde dikkate alınması gereklidir.

Birleşmeden beklenen sinerjilerin yüksekliği, özellikle halka açık alıcı şirketlerde birleşme ve devralmayı izleyen dönemde sinerji kazançlarının şirket değerini olumlu etkilemesi olasılığı nedeniyle hedef şirket ortaklarınca ödeme aracı olarak alıcı şirket hisse senetlerinin kabul edilmesini kolaylaştırmaktadır. Öte yandan, izleyen dönemde alıcı şirket hisse senetlerinin borsa fiyatının düşmesi söz konusu hisse

²¹⁴ Bruner, a.g.e., s.571.

²¹⁵Uygulamaya ABD’de sıklıkla rastlanmaktadır. Türk Ticaret Kanununda ise bu tür işlemler sermaye azaltımı olarak değerlendirilmekte ve izin verilmemektedir.

senetlerini kabul eden hedef şirket ortaklarının kayba uğramasına sebebiyet verebilmektedir.²¹⁶

Özellikle büyük ölçekli birleşme ve devralmalar ile hedefin alıcıya göre şirket ölçeğinin görece olarak yükseldiği durumlarda ödemenin hisse senedi ile yapılması olasılığı daha fazladır. Birleşme ve devralmalarda ödeme tercihi ile borsa performansı arasında da bir ilişki bulunmakta, yükselen piyasalarda hisse senedi ile ödeme yöntemi daha fazla tercih edilmektedir.²¹⁷ Ayrıca yüksek q değerine sahip firmaların birleşme ve devralma finansmanında kendi hisse senetlerini kullanma olasılığı yükselmektedir.

Birleşme ve devralmalarda finansman ve ödeme yöntemleri zaman içinde de değişim göstermektedir.

Tablo 11
Birleşme Dalgaları ve Finansman Yöntemleri

| Birleşme Dalgası* | Dönem | İşlemlerin Coğrafi Yayılımı | Ağırlıklı Finansman Yöntemi | Sınır Ötesi İşlemler |
|-------------------|----------------|-----------------------------|------------------------------------|----------------------|
| İlk | 1895-1904 | ABD | Nakit | ** |
| İkinci | 1920'ler-1929 | ABD | Hisse Senedi | ** |
| Üçüncü | 1960'lı yıllar | ABD, kısmen Avrupa | Hisse Senedi | ** |
| Dördüncü | 1981-1989 | ABD, Avrupa, | Borçlanarak nakit ödeme | Sınırlı düzeyde |
| Beşinci | 1992-2000 | ABD, Avrupa, Asya | Hisse Senedi | Orta düzeyde |
| Altıncı | 2003-2008 | ABD, Avrupa, Asya | Borçlanma, nakit varlıklarla ödeme | Yüksek düzeyde |

*: 2003-2008 döneminin altıncı birleşme dalgası olarak tanımlanıp tanımlanmayacağı henüz açıklığa kavuşmamıştır.

** : Bilgiler mevcut değil.

Tablodan da görüleceği gibi, ABD'de ilk birleşme dalgasında genellikle nakit ödeme yöntemi kullanılmış, 1920'li yıllarda yaşanan ikinci dalgada ise, sermaye piyasalarında gerçekleşen hızlı gelişmenin etkisiyle birleşme ve devralmaların hisse senedi yoluyla finanse edilmesi eğilimi ön plana çıkmıştır.

²¹⁶Hedef şirket ortağının halka açık şirket olması durumunda, alınan alıcı şirket hisselerinde borsa değerlemesine bağlı olarak oluşan değer artış kazanç ya da kayıplarının dönemsel olarak mali tablolara yansıtılması zorunluluğu da özellikle hedef şirket açısından ödeme yöntemi tercihinde etkili olmaktadır.

²¹⁷ Martynova, Renneboog, Mergers and Acquisitions in Europe, s.31.

Birleşme ve devralmalarda finansman yönteminin saptanmasında tarihsel olarak yatırım bankaları önemli rol oynamıştır. İlk iki birleşme dalgasında önemli rol oynayan yatırım bankalarının rolü üçüncü birleşme dalgasında sınırlı düzeyde kalmış, dördüncü ve beşinci birleşme dalgasında ise küresel düzeyde yatırım bankaları tekrar ön plana çıkmıştır.

Üçüncü dalga döneminde, 1960'lı yıllarda ABD ekonomisindeki hızlı büyüme ortamında elde edilen yüksek düzeydeki nakit akımlarını temettü olarak ortaklarına dağıtmak istemeyen firmaların ilgisi devralmalara yönelmiştir. Devralmalar, şirket yöneticileri tarafından faaliyetleri çerçevesinde yaratılan nakit varlıkların korunmasının bir aracı olarak görülmüş, temettü dağıtımından, söz konusu şirket varlıklarının korunması yerine dağıtılmasına yolaçacağı gerekçesiyle mümkün olduğunca kaçınılmıştır. Bu dönemde, finansal kurumlarca kredi taleplerinin karşılanmasında güçlük yaşanması ve faiz oranlarının yüksek seyretmesinin de etkisiyle, alıcı şirketlerce yabancı kaynak kullanımı yoluyla nakden şirket alımları yok denecek düzeyde kalmıştır. 1960'lı yıllarda, Borsa'da önemli düzeyde yükseliş yaşanması da, bu dönemde birleşme ve devralmaların alıcı şirketlerce ihraç edilen hisse senetlerinden sağlanan fonlarla finanse edilmesi eğilimini güçlendirmiştir.²¹⁸

Beşinci dalga döneminde birleşme ve devralmalarda yaygın olan hisse senediyle ödeme yöntemi, 2000'li yıllarda yerini borçlanma ve nakit varlıkların kullanımına bırakmıştır. Bu dönemde sınır ötesi işlemlerin yaygınlaşması da hisse senediyle ödeme yönteminin önceki dalga dönemine göre daha az kullanılmasında etkili olmuştur.

Harris ve diğerleri (1987) tarafından, 1955-1985 döneminde ABD'den 1.555 ve İngiltere'den 954 adet olmak üzere toplamda 2.500'ü aşan devralma işlemi finansman yöntemi açısından incelenmiştir.²¹⁹ İncelenen işlemlerin, ABD'de yaklaşık % 67,7'lik kısmının tamamen nakit ödeme veya hisse senedi yoluyla finanse edildiği,

²¹⁸ Gaughan, a.g.e., s.46. 1960 yılında 618 düzeyinde olan New York Borsası (Dow Jones Industrial Average) endeksi % 47 artışla 1968 yılında 906'ya yükselmiştir.

²¹⁹ Robert S. Harris, Julian Franks, Colin Mayer, Means of Payment in Takeovers : Results for the U.K. and U.S., NBER Working Paper Series No:2456, 1987, s.42.

İngiltere’de ise bu oranın % 50 düzeyinde olduğu belirtilmiştir. Üçüncü en yaygın yöntem olarak, İngiltere’de işlemlerin % 20’si nakit ödeme ile hisse senedinin bir bileşimi şeklinde finanse edilmiş, ABD’de ise işlemlerin % 11,8’inde hisse senedine dönüştürülebilir borçlanma senetleri uygulanmıştır. Özellikle 1960’lı yıllarda ABD’de çok yaygın bir şekilde uygulanan hisse senedine dönüştürülebilir borçlanma senedi ihracının kullanımı, mevzuat değişiklikleri sonucunda 1980’li yıllara gelindiğinde büyük ölçüde azalmıştır.²²⁰

Çalışmada, vergisel hususların ödeme yönteminin belirlenmesinde önemli rol oynadığı da vurgulanmış, örneğin devralmalarda ödeme yönteminin vergisel yükümlülük açısından büyük önem taşıdığı, hisse senediyle finanse edilen işlemlerde hedef firma ortaklarınca sağlanan kazançların söz konusu menkul değerler satılarak realize edilmediği sürece vergi yükümlülüğü doğurmadığı belirtilmiştir. Nakden ödemelerde ise genel olarak kazanç üzerinden vergi yükümlülüğü doğmakla birlikte, hedef şirket ortaklarının vergi mevzuatı karşısındaki konumuna bağlı olarak vergi muafiyeti ya da indirim olanakları söz konusudur.²²¹ ABD’den farklı olarak İngiltere’de, devralma sürecinde, alıcı şirketlerce yeni hisse senedi ihraçlarında yatırım bankaları tarafından genellikle bakiyeyi yüklenim taahhüdü (underwriting) verildiği de belirtilmiştir.

1970-1980 döneminde ABD içindeki birleşme ve devralmaların büyük bölümü holding şirketlerce gerçekleştirilmiş ve hisse senedi ile finanse edilmiştir. Conn ve Connell (1990), sınır ötesi işlemlere ilişkin çalışmalarında, 1971-1980 döneminde 35 adedinde ABD kökenli firmaların 38’inde ise İngiltere kökenli firmaların alıcı konumunda olduğu 73 birleşme ve devralma işlemini incelemiştir.²²²

²²⁰ Hisse senedine dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin kullanımının azalmasında, vergi mevzuatında 1969’da yapılan değişiklik ile söz konusu menkul kıymetlere ilişkin faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilmesi olanağının kaldırılması ile muhasebe standartlarındaki değişiklik sonucunda hisse başına kazanç rakamlarının hesabında hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetlerin de dikkate alınmasının öngörülmesi etkili olmuştur. Robert S. Harris ve diğerleri (1987), a.g.m. s. 25.

²²¹ Özellikle, hedef şirket ortaklarına nakit veya hisse senedinden birini seçme hakkı sunan ödeme yöntemi, lehdarın vergisel durumuna göre tercihini yapabilmesine olanak sağladığından 1980’li yıllarda yaygın kullanılmıştır.

²²² Conn, Connell, a.g.m., s.689.

Örnek kütleli oluşturan ABD’li alıcı firmaların % 40’ı, İngiltere kökenli alıcı firmaların ise % 30’unun holding şirketi niteliğinde olduğu söz konusu işlemlerin temel finansman özellikleri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 12
ABD ve İngiltere’de Sınır Ötesi Birleşme ve Devralmalarda Ödeme Yöntemleri (1971-1980) *

| Ülke | Adet | Ödeme Yöntemi (%) | | | Endüstri (%) | |
|-----------------------------|------|-------------------|--------------|-----------------------|---------------|-------|
| | | Nakit | Hisse Senedi | İki Yöntemin Bileşimi | İmalat Sanayi | Diğer |
| ABD’li alıcı firmalar | 35 | 97 | 3 | 0 | 97 | 3 |
| İngiltere’li alıcı firmalar | 38 | 93 | 0 | 7 | 74 | 26 |
| ABD’li hedef firmalar | 24 | | | | 74 | 26 |
| İngiltere’li hedef firmalar | 22 | | | | 96 | 4 |

* :Makalede verilen bilgilerden uyarlanmıştır..

Büyük bölümü imalat sanayinde faaliyet gösteren firmalarca gerçekleştirilen söz konusu birleşme ve devralmaların % 93 - % 97 oranındaki kısmı tablodan da görüldüğü gibi nakden finanse edilmiştir.²²³ Sonuç olarak bu dönemde ABD kökenli firmalarca iç piyasalarında yapılan devralmalarda ağırlıklı olarak kullanılan ödeme yöntemi hisse senedi iken, sınır ötesi devralmalar da ise temel yöntemin nakit ödeme olduğu belirlenmiştir.

ABD’de 1970-1989 yıllarını kapsayan 20 yıllık dönemde, hisse senetleri NYSE, Amex ve Nasdaq’da işlem gören 947 adet şirketin devralınmasını inceleyen Loughran ve Vijh (1997) tarafından işlemlerin niteliğine bağlı olarak tercih edilen ödeme yöntemleri de incelenmiştir. Devralmaların 405 adedinde ödeme yönteminin hisse senedi, 314’ünde nakit ve kalan 228’inde ise her iki yöntemin bir bileşimi olduğu saptanmış, birleşmelerde hisse senedi ağırlıklı olan ödeme yönteminin, pay alım tekliflerinde ise çok büyük ölçüde nakit ödeme şeklinde gerçekleştiği belirtilmiştir.²²⁴

²²³ ABD’li firmalarca sınır ötesi işlemlerin nakden finansmanı, muhtemelen yurtdışı hedef firmalarca ödeme yöntemi olarak başka bir ülke borsasında işlem gören hisse senetlerinin kabul edilmemesinden kaynaklanmıştır.

²²⁴ Loughran, Vijh, a.g.m., s.1771.

ABD’de dördüncü birleşme dalgasında yeni finansman teknikleri de uygulanmıştır. Finansal alıcıların etkin rol üstlendiği bu dönemde, şirket alımlarında bankacılık sektörünün yanısıra tahvil ihracı da sıklıkla kullanılmıştır. Dördüncü dalga döneminde, halka açık şirketlerin borçlanarak gerçekleştirilen alımlarında, sıklıkla alıcılar tarafından Borsa’da işlem gören hisselerin satın alınarak halka açık olma özelliğine son verildiği görülmüştür.²²⁵ Borçlanmanın yoğun bir şekilde kullanıldığı bu dönemde hızla artan yüksek getirili tahvil ihraçlarının büyük bölümü şirket birleşmeleri ile ilgili olarak gerçekleştirilmiş, özellikle 1980’li yılların ikinci yarısında yüksek getirili tahvillerin yarıdan fazlası birleşme ve devralmaların finansmanı amacıyla ihraç edilmiştir.²²⁶ Bu dönemde ABD’de şirket devralmalarında aşırı borçlanmanın önüne geçilebilmesi amacıyla, devralınan şirket ortaklık paylarının rehni suretiyle sağlanabilecek finansman,²²⁷ söz konusu ortaklık paylarının toplam alış değerinin % 50’si ile sınırlanmıştır.

Borçlanarak gerçekleştirilen şirket devralmalarının yaklaşık üçte birlik kısmında, izleyen dönemde borçların ödenmesinde sorun yaşandığı ve borçlularca temerrüde düştüğü de belirtilmiştir.²²⁸

ABD’de 1981-1988 döneminde tamamlanan 209 birleşmenin incelendiği bir başka çalışmada, alıcı firma yöneticilerinin, alımların finansmanındaki davranış eğilimleri incelenmiştir.²²⁹ Hedef firma pay sahipliğinin az sayıda ortak elinde yoğunlaştığı durumlarda, şirket yönetiminde yeni bir söz sahibi paydaşın doğmasına olanak sağlayabilecek diğer finansman yöntemleri yerine alıcı firma yöneticilerince nakit ödeme yönteminin yeğlendiği belirtilmiştir. Ayrıca alıcı firma hisse senedi getirilerinin volatilitésinin daha yüksek olduğu durumlarda, alıcılar tarafından işlemin

²²⁵ Bengt Holmstrom, Steven N. Kaplan, NBER Working Paper Series, No:8220, April 2001, s.1.

²²⁶ 1984-1989 döneminde ABD’de mali olmayan şirketlerce toplam olarak 532 milyar \$ tutarında hisse senedi Borsa’dan alınarak özkaynak azaltımı yoluna gidilmiştir. Holmstrom, Kaplan, s.6.

²²⁷ “Margin rule” olarak tanımlanan düzenleme ABD Merkez Bankası tarafından 1986 yılında hayata geçirilmiştir. Brian Chiplin, Mike Wright, “The Logic of Mergers”, The Institute of Economic Affairs-UK, 1987, s.61.

²²⁸ Holmstrom, Kaplan, a.g.m., s.8.

²²⁹ Saeyoung Chang, Eric Mais, “Managerial Motives and Merger Financing”, The Financial Review, 35, 2000, s.150.

finansmanında hisse senetlerinin kullanılması olasılığının daha fazla olduğu saptanmıştır.

Başlangıç yılı olarak genellikle 1992 yılı kabul edilen ve ilk uluslar arası birleşme dalgası olma olarak da tanımlanan beşinci dalga ayırt edici özelliklerinden biri de sermaye piyasalarının rolünün önceki dönemlere göre büyük ölçüde artmasıdır. Beşinci dalga döneminde, faiz oranlarındaki düşüş ile hisse senedi piyasalarındaki canlılık birleşme ve devralmalarda yüksek işlem hacmine eşlik etmiş, hisse senedi değerlerindeki yükseliş eğilimi çok büyük ölçekli birleşme ve devralmaları olanaklı kılmıştır. Birleşme ve devralmaların finansmanında özkaynakların yoğun olarak kullanıldığı beşinci dalga döneminde, 1980’li yıllara göre borçlanmaya daha az başvurulmuştur.

ABD’de, 1988 yılında 100 milyon \$’ın üzerindeki büyük ölçekli birleşme ve devralmaların yaklaşık % 60’lık bölümünde tüm ödeme nakden yapılmış, yalnızca % 2’lik bölümünde tamamen hisse senedi ile ödeme yoluna gidilmiştir. Beşinci birleşme dalgası sürecinde ise hisse senedi ile ödeme eğiliminin güçlenmesi sonucunda, 1998 yılında ise büyük ölçekli birleşme ve devralmaların yarısı tamamen hisse senedi yoluyla finanse edilmiş, sadece % 17’lik kısmı nakden ödenmiştir.²³⁰

Andrade ve diğerleri tarafından da (2001), 1980’li yıllarda yoğun bir şekilde kullanılan nakit ödemenin yerini 1990’lı yıllarda hisse senedinin aldığı belirlenmiştir. Aşağıdaki tablodan da görüldüğü gibi, beşinci dalga döneminde 1990-1998 yılları arasında ABD’de gerçekleşen 2.040 adet birleşme ve devralmanın finansmanında tamamen hisse senedine dayalı ödeme, nakit ödemeye göre iki kat daha fazla kullanılmıştır.²³¹ Çalışmada, incelenen işlemlerin % 62,9’unda alıcı şirketlerin hedeflerine göre daha yüksek borçlanma oranına sahip oldukları da saptanmıştır.

²³⁰ Alfred Rappaport, Mark L. Sirower, “Stock or Cash ? :The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions, Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, Harvard Business School Press, 2001, s. 75.

²³¹ Andrade ve diğerleri, a.g.m., s.106.

Tablo 13
ABD’de Dönemler İtibariyle Finansman Yöntemlerinin Gelişimi

| | 1973-1979 | 1980-1989 | 1990-1998 | 1973-1998 Toplam |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------------------|
| Örnek Kütle Şirket Adedi | 789 | 1427 | 2040 | 4256 |
| Tamamen nakit ödeme | % 38,3 | % 45,3 | % 27,4 | % 35,4 |
| Tamamen hisse senediyle ödeme | % 37,0 | % 32,9 | % 57,8 | % 45,6 |

Kaynak : Gregor Andrade, Mark Mitchell, Erik Stafford, a.g.m.

Avrupa ülkelerinde 1990’lı yıllarda sermaye piyasalarının hızlı gelişimi beşinci dalga döneminde birleşme ve devralmaları olumlu etkilemiştir. Özellikle piyasalarda işlem hacmi ve likiditenin artışı ile Euro cinsinden tahvil ihraçları gibi yeni finansal araçların yaygınlaşması birleşme ve devralmaların finansmanında önemli rol oynamıştır. Bu dönemde işlemlerin finansmanı amacıyla kredi değerliliği düşük firmalarca tahvil ihraç edilmesine Avrupa ülkelerinde de başlamıştır.

Avrupa’da dördüncü dalga döneminde nakit ağırlıklı olarak gerçekleşen birleşme ve devralmalar, beşinci dalga döneminde sıklıkla hisse senedi, borçlanma ve nakdin bir bileşimi şeklinde finanse edilmiş, çok büyük ölçekli işlemlerde ise hisse senedine dayalı ödeme yöntemi daha fazla yeğlenmiştir. Özellikle 1990’lı yılların ikinci yarısında hisse senedi piyasalarının hızla gelişmesi, hisse senedine dayalı ödeme yöntemleri tercihini olumlu etkilemiş, düşük faiz oranları ile bankacılık sektörünün ilgisindeki artış ise borçlanma araçlarının kullanımını arttırmıştır.

1993-2001 döneminde 28 Avrupa ülkesinde gerçekleşen 2.419 birleşme ve devralmayı inceleyen Martynova ve Renneboog (2006) tarafından da, 1990’lı yıllardan itibaren Avrupa ülkelerinde birleşme ve devralmalarda nakit ödeme yönteminin daha az yeğlendiği belirlenmiştir. 1980’li yıllarda % 67 düzeyinde olan nakit kullanımı 1990’larda % 40 düzeyine gerilemiş, işlemlerde ağırlıklı olarak hisse senedi, borçlanma ve nakit bileşenlerinden oluşan finansman yöntemleri tercih edilmiştir. Bu dönemde özellikle çok büyük boyutlu işlemlerde genellikle tamamen hisse senedine dayalı ödeme yöntemi kullanılmıştır.²³² Şirket tahvilleri ve düşük kredi derecesine sahip şirketlerce

²³² Martynova, Renneboog, Mergers and Acquisitions in Europe, s. 31.

ihraç edilen tahvil piyasalarının gelişiminin, birleşme ve devralmaların finansmanını kolaylaştırdığı Martynova ve Renneboog tarafından da belirlenmiştir.

ABD’de 2000’li yılların başlangıcında özellikle teknoloji ve internet sektörlerinde varlık fiyatlarında aşırı yüksek düzeylere ulaşılması sonucunda, hisse senedi piyasasında 2001 ve 2002 döneminde gerileme eğilimine girilmiştir. 10 Mart 2000 günü 5.048 ile gün sonu kapanış değeri itibariyle zirveye ulaşan Nasdaq bileşik endeksi 9 Ekim 2002 itibariyle zirve değerine göre % 78 azalışla 1.114’e kadar gerilemiş, düşüş eğilimi birleşme ve devralmaları da olumsuz etkilemiştir.

Ülkemizde birleşme ve devralmaların finansmanı ağırlıklı olarak nakit ödeme veya borçlanma yoluyla gerçekleştirilmektedir. Ödeme yöntemi olarak alıcılar ile hedef firma arasında hisse senetlerinin değişimi yoluna gidilmemektedir.

2001 krizi sonrası dönemde Türk Banka Sisteminde aktif büyüklüğü ve onunla bağlantılı olarak kredi portföyü hızla büyümüştür. Kredi portföyündeki büyüme, özellikle 2005-2008 yılları arasında birleşme ve devralmaların hızla arttığı bir dönemde alıcılar tarafından işlemlerin finansmanı amacıyla gereksinim duyulan kaynakların sağlanmasını kolaylaştırmıştır. Bu çerçevede, birleşme ve devralmaların finansmanında orta-uzun vadeli sendikasyon kredileri sıklıkla kullanılmış, özellikle 2005 yılından itibaren yaygınlaşan birleşme ve devralmalara bankaların artan ilgisi, finansman ihtiyacının finansal kurumlar tarafından karşılanması olanaklarını arttırmıştır.

2002-2008 dönemi birleşme ve devralmalarında önemli yeri olan özelleştirme işlemlerinde de borçlanma yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Ayrıca, uygulamada bir kısım özelleştirmelerde alıcılara İdare tarafından vade olanağı da sağlanmakta, borcun kalan kısmına başlangıçta belirlenen faiz oranları uygulanmaktadır.

2.3. BİRLEŞME VE DEVRALMALARDA DEĞERLEME

Birleşme ve devralmalar, şirket değerlemesinin en önemli kullanım alanlarından birini oluşturmakta, küresel gelişmelere paralel olarak ülkemizde de birleşme ve devralmaların öneminin artması şirket değerlemesine olan gereksinimi arttırmaktadır. Bu çerçevede, değerlendirme sürecinde yapılan hatalar birleşme ve devralmaların başarısızlığa uğramasında temel nedenler arasında yer almaktadır.²³³ Değerlemenin gerçekçi olması, olumlu sonuç doğurmayacak işlemlerin önüne geçilebilmesi olasılığını yükseltmektedir.

Birleşme ve devralmalarda değerlemede göreceli değerlendirme yöntemlerinin yanı sıra, nakit akımlarına dayalı yöntemler ile diğer yöntemler kullanılmaktadır. Nakit akımlarına dayalı yöntemler, işletmenin yalnızca tarihsel ve şimdiki verilerine göre değil, gelecekte beklenen performansına dayalı olması nedeniyle diğer yöntemlere göre çoğu zaman daha sağlıklı bir değerlendirme yöntemi olarak benimsenmekte, gerek teorik çalışmalarda gerekse uygulamada temel değerlendirme yöntemi olarak kabul görmektedir. Birleşme ve devralmalarda, her olayın özelliğine göre en uygun değerlendirme yöntemi veya yöntemlerinin seçilmesi önem taşımaktadır.²³⁴ Örneğin hızla büyüyen sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde nakit akımlarına dayalı değerlendirme yöntemleri, piyasa çarpanlarına dayalı bir yöntemle göre daha sağlıklı sonuç verebilmektedir.

Türkiye’de şirket değerlemesinin en önemli kullanım alanlarından biri de özelleştirmelerdir. 4046 Sayılı Özelleştirme Kanununun 18/B maddesinde değerlendirilmesinde kullanılacak yöntemler olarak;

- İndirgenmiş nakit akımları yöntemi
- Temettü verimi
- Defter değeri

²³³ 2000 yılında açıklanan 165 milyar \$ değerindeki AOL Time Warner birleşmesinde aşırı yüksek değerlendirilen AOL hisse senetlerinin değeri izleyen dönemlerde beklentilerin gerçekleşmemesi üzerine sıfıra indirgenmiştir.

²³⁴ Nurdan Aydın, “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi, Şirket Birleşmeleri, Haluk Sumer, Helmut Pernsteiner (ed.) içinde, s.193.

- Net aktif değeri
- Amortize edilmiş yenileme değeri
- Tasfiye değeri
- Fiyat/kazanç oranı
- Piyasa kapitalizasyon değeri
- Piyasa değeri/defter değeri
- Ekspertiz değeri
- Fiyat/nakit akımı oranı

belirtilmiştir.

Özelleştirme Kanunu uyarınca özelleştirmelerde değer tespitinin, yukarıda belirtilen değerleme yöntemlerinden en az üçünün kullanılmasıyla yapılması öngörülmektedir. Özelleştirmelerde değer tespitinin farklı yöntemlere göre yapılması, İdare'ye günün koşullarına ve özelleştirilecek işletmenin özelliklerine göre en uygun değerleme yönteminin seçilmesine olanak sağlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2006 yılında yayımlanan *Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ* ile sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerleme işlemlerinde verilen değerleme hizmetlerine ilişkin esaslar saptanmıştır.²³⁵ Söz konusu tebliğde Şirket Değerlemesi'nde kullanılabilir yöntemler: Pazar Yaklaşımı, Gelir İndirgeme Yaklaşımı, Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı olarak belirlenmiştir.

Pazar Yaklaşımı; değerleme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü, benzer nitelikteki şirketlerin ortaklık haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi

²³⁵ SPK Seri VIII, 45 no.lu tebliğ.

piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir.

Gelir İndirgeme yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyet hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir etmektedir. En sık başvurulan iki gelir indirgeme yaklaşımı; gelir indirgeme veya indirgenmiş nakit akımları analizi ya da temettü yöntemidir.

Yerine koyma ilkesine dayalı olan *Varlık Esaslı Şirket Değerleme Yaklaşımına* göre ise bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesinden hareketle hesaplanmaktadır. Temel varlığı sınai işletmeler olan şirketlerde *Yerine Koyma Değeri* nitelik ve nicelik açısından eşdeğer kapasitede bir tesisin ya da işletmenin yeniden kurulma değeridir. Bu yöntem, çimento üretimi ya da hidroelektrik enerjisi gibi ürünün homojen veya büyük ölçüde benzerlik gösterdiği, aynı ya da benzer özelliklere sahip teknoloji kullanan ve Pazar özelliklerinin istikrarlı olduğu sektörlerde kullanım alanı bulabilmektedir. Bu çerçevede bir şirketin değeri yerine koyma bir başka deyişle yeniden tesis etme maliyetinden daha fazla olamayacaktır.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından 1 Kasım 2006 tarihinde yayımlanan *Bankalara Değerleme Hizmeti Verecek Kuruluşların Yetkilendirilmesi ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik* bankalara değerlendirme hizmeti verecek kuruluşların yetkilendirilmesine, faaliyetlerine ve yetkilerinin kaldırılmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemektedir.

Yönetmelik uyarınca değerlendirme hizmeti, bankaların;

i) Organize piyasalarda işlem görmeyen ya da herhangi bir nedenle gerçeğe uygun değeri belirlenemeyen,

- *Bilançolarında kayıtlı varlık ve yükümlülüklerinin,*

- *Kredileri ve diğer alacaklarına ilişkin olarak aldıkları teminatların,*

- *Taraf oldukları sözleşmelerden kaynaklanan hak ve yükümlülüklerinin,*

- ii) Birleşme, bölünme veya hisse değişimine konu olan paylarının ya da varlık ve yükümlülüklerinin,
- iii) Kanununun 4 üncü maddesinde sayılan faaliyetler dışındaki işlemlerden kaynaklanan gelir ya da giderlerinin

belirli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız olarak saptanması olarak tanımlanmıştır.

2.3.1 Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Gelişmesinin Birleşme ve Devralmalar Açısından Önemi

24 Ocak 1980 kararları ile bir yandan ülkemiz ekonomisinde bir istikrar programı yürürlüğe sokulurken, öte yandan, fiyat kontrollerinin azaltılması, kambiyo mevzuatının serbestleştirilmesi, mevduat ve kredi faiz hadlerinin kaldırılması gibi uygulamalarla kapsamlı bir çerçevede ülke ekonomisi ve mali piyasalarında serbest piyasa koşullarına geçiş ve ekonominin dışa açılması öngörülmüştür.

Bu çerçevede, 1980’li yıllardan itibaren sermaye piyasaları alanında yasal düzenlemelere ağırlık verilmiş, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) 1 Şubat 1982 tarihi itibarıyla yürürlüğe sokulmuştur.²³⁶ Sermaye Piyasalarına yönelik kurumsal düzenlemelerin en önemli ayaklarından biri olarak faaliyete geçirilen Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından tasarruf sahiplerinin korunmasına, halka açık şirketlerin hisse senedi ihracına, Sermaye Piyasalarında kamunun aydınlatılmasına ve sermaye piyasaları ile ilgili diğer konulara ilişkin temel düzenlemeler yapılmıştır.

Sermaye piyasalarının kurumsal altyapısının oluşturulmasına yönelik çalışmalar çerçevesinde, İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası’nın yeniden yapılandırılarak 26.12.1985 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) adı altında yeniden faaliyete geçirilmesi ile ikincil hisse senetleri piyasası organize bir yapıya kavuşmuştur.

²³⁶ Azmi Fertekligil, “Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi”, İMKB yayını, Nisan 2000, s. 208.

24 Ocak 1980 kararları çerçevesinde, kambiyo mevzuatında da zaman içinde serbestleştirme yoluna gidilmiş, menkul kıymet işlemleri ve yatırımlarıyla ilgili hususları da kapsayan Türk Parasının Kıymetini Koruma (TPKK) hakkındaki Kanun'a ilişkin olarak 30 ve 32 sayılı Karar'lar ile yabancı yatırımcılarca sermaye piyasalarında yatırım yapılabilmesinin önü açılmıştır. 1984 yılında yayımlanan TPKK hakkında Kanun'a ilişkin 30 sayılı Karar ve söz konusu Karar'a ilişkin olarak 1988 yılında çıkarılan tebliğ ile yurt dışında yerleşik kişilerin Türkiye'de yapacağı menkul kıymet yatırımları kolaylaştırılmıştır. Gerekli Türk Lirası karşılığı yabancı paranın Türkiye'ye getirilmesi koşuluyla Türkiye'de ihraç edilen menkul kıymetlerin yurt dışında yerleşik kişilerce satın alınmasına olanak sağlanmış, ayrıca yabancı yatırım fonları ile yatırım ortaklıklarınca Türkiye'de hisse senetlerine yatırım yapılması ve bu yatırımların faiz ve temettü gelirleri ile satış bedellerinin yurt dışına transferi de serbest bırakılmıştır.²³⁷

30 sayılı Karar ile öngörülen çerçeve yetersiz kaldığından Ağustos 1989'da çıkarılan TPKK hakkında 32 sayılı Karar'ın "Menkul Kıymetler"e ilişkin hükümleri ile gerek dışarıda yerleşik kişilerce Türk menkul kıymetlerine yatırım yapılması gerekse yurtiçinde yerleşik kişilerce yabancı menkul değerlere yatırım konusunda ek kolaylıklar getirilmiştir.

İMKB'nın, hızlı gelişimi Türkiye'de şirketler kesiminin finansman yöntemleri açısından bir dönüm noktası oluşturmuş ve aşağıda belirtildiği gibi çeşitli bakımlardan birleşme ve devralmalar üzerinde etkili olmuştur.

i) Hedef şirketin saptanması

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler, SerPK mevzuatı çerçevesinde mali tablo ve faaliyetleriyle ilgili önem taşıyan hususları, ticari sır niteliğinde olmadığı sürece kamuya açıklamakla yükümlü olduklarından "şeffaflık" açısından halka açık olmayan şirketlere göre genel olarak daha önde yer almaktadır. Bu durum özellikle alıcılar veya onlar adına hareket eden danışmanlar ya da yatırım bankaları tarafından hedef şirketin saptanmasında kolaylık sağlamaktadır.

²³⁷ Fertekliçil, a.g.e., s.369.

ii) *Güvenilir bilgilerin sağlanmasında kolaylık*

Hedef şirket hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi, olası bir birleşme ve devralma işleminde özellikle hedef hakkında mevcut bilgi miktarı ve niteliğinin belirli bir düzeyde olması nedeniyle alıcı şirket açısından karar alma sürecini kolaylaştırıcı ve hızlandırıcı etki yapabilmektedir.

iii) *Likidite*

Borsa'da işlem gören şirket hisse senetlerinin sahip olduğu likidite olanağı da birleşme ve devralmaları kolaylaştırıcı niteliktedir. Söz konusu halka açıklık ve likidite, şirketlerin hisse senedi ihracı yoluyla sermaye piyasalarından kaynak sağlamasına yardımcı olduğu gibi, halka açık şirket ortaklarının Borsa'da hisse satışı veya ikincil arz yoluyla ortaklık paylarını kolayca nakde dönüştürebilmelerini de olanaklı hale getirmektedir.

iv) *Azınlık haklarının korunması*

Alıcı şirketin hedef şirket sermayesinde kontrolü ele geçirmeksizin pay almak istemesi durumunda hedef şirket hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi, azınlık paylarının edinilmesini ve söz konusu nitelikte bir ortaklık ilişkisinin sürdürülmesini kolaylaştırıcı etkide bulunmaktadır. Özellikle kamuyu aydınlatma hükümleri çerçevesinde hedef şirkete ilişkin bilgi ediniminin daha kolay olması ve mali tabloların 6'şar aylık dönemler itibariyle bağımsız denetime tabi tutulması zorunluluğu azınlık pay sahipleri açısından bilgiye erişim ve raporlanan bilgilerin niteliği açısından daha sağlıklı koşullar oluşturmaktadır.

v) *Değerleme kolaylığı*

Hedef şirket hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi durumunda, şirket ortaklık paylarının tarihsel ve güncel piyasa değeri hakkındaki bilgiler, değerlendirme açısından önemli bir referans niteliğindedir. Piyasa değeri, özelleştirme kapsamındaki halka açık şirketlerde kamu mülkiyetindeki payların satışında da önemli bir göstergedir.

Hedef şirketin halka açık olmadığı durumlarda da, hisse senetleri Borsa’da işlem gören benzer özelliklerdeki şirketlerin sektörel değerlendirme oranları çok önemli bir referans oluşturmaktadır. Bu durum özellikle veri sayısının yeterli düzeyde olduğu, yani sektör genelini temsil kabiliyeti yüksek şirket hisse senetlerinin Borsa’da işlem gördüğü durumlarda, söz konusu sektörlerle ilişkin değerlendirme oranlarının gösterge olarak kullanımını olanaklı kılmaktadır.

vi) Çağrı yükümlülüğü

Sermaye Piyasası mevzuatı uyarınca halka açık olan veya halka açık sayılan şirketlerde belirli ölçüğün üzerindeki hisse devirleri alıcı şirket adına küçük pay sahiplerine “Çağrı Yükümlülüğü” yaratabilmekte, bu da birleşme ve devralmalarda finansman yükünü arttırmaktadır.

1986 yılında 80 olan İMKB’da hisse senetleri işlem gören şirket adedi zaman içinde artış göstererek 2008 yılsonu itibariyle 317’ye yükselmiş, hisse senetlerinin işlem hacimleri hızla artmış ve ortalama halka açıklık oranı da yükselmiştir.²³⁸ Zaman içinde yatırımcı sayısı artış göstermiş, yatırımcıların niteliği giderek çeşitlenmiştir. Başlangıçta yurtiçi bireysel yatırımcıların ağırlıklı olduğu bir yapı söz konusu iken yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların öneminin giderek artması sonucunda işlem gören hisse senetlerinin büyük bölümünün yabancı yatırımcıların elinde tutulduğu bir yapıya geçilmiştir.

Aracı kurum ve bankaların araştırma birimlerinde çalışan ve düzenli olarak halka açık şirketleri takip eden analistlerin sayısı ile yayımlanan araştırma raporlarının içeriği ve sayısı da olumlu yönde gelişmiştir. İMKB’da likiditenin artması, halka açık şirketlerce kamuya açıklanan bilgilerin miktarı ve niteliğindeki olumlu gelişmeler, yatırımcı tabanının genişlemesi ve kurumsal yatırımcıların ağırlığının artması halka açık şirketlerin hisse senedi değerlerine ilişkin hesaplamaların önemini ve kullanıcı kitlesini arttırmıştır. Bu çerçevede, halka açık şirketlerin değerlerine ilişkin olarak yatırımcıların bilgi düzeyi ve analiz yeteneği önemli gelişme göstermiştir.

²³⁸ <http://www.imkb.gov.tr/veriler>, 11.12.2009.

Öte yandan, Türkiye’de mali tablolara ilişkin olarak; farklı muhasebe standartlarının kullanılabilmesi karşılaştırmaları güçleştirmekte, kayıt dışılığın önlenememesi ve mali tabloların dönemsel bağımsız denetiminin büyük ölçüde halka açık şirketlerle sınırlı olması ise mali tabloların kalitesini ve tekdüzeliğini sınırlandırmaktadır. Belirtilen konular değerlendirme çalışmalarını olumsuz yansımakta, birleşme ya da devralmalarda üstlenilecek riskler ile beklentilerin öngörülmesini ve bedelin sağlıklı bir biçimde belirlenmesini olumsuz etkileyebilmektedir.

2.3.2 Değerleme Yöntemleri

Etkin bir piyasada bir mal ya da hizmetin değeri ile fiyatı arasında fark bulunmama ile birlikte, gerçek yaşamda değer ve fiyat farklılaşabilmektedir. Bir varlığın özellikleri ve bu özelliklerin mülkiyet ya da kullanım hakkı sahibine sağlayacağı faydalar çerçevesinde oluşan değer kavramının; kullanım değeri ve değişim değeri olmak üzere iki yönü bulunmaktadır.²³⁹ Bir mal veya hizmetin kullanım değeri, o mal ya da hizmetin kullanıcıya sağlayacağı fayda, tatmin veya mutluluğa bağlıdır.

Fiyat; bir mal veya hizmetin el değiştirmesi için alıcı ve satıcının üzerinde anlaştığı sayısal ölçüyü ifade etmektedir. Söz konusu mal veya hizmetin alıcı ve satıcı açısından ifade ettiği değeri ise fiyatından farklı olabilmektedir. Alıcı ve satıcının değer konusunda ortak bir noktada buluşması durumunda fiyat belirlenmiş olmakta, ancak satıcının kabul edeceği asgari fiyat düzeyinin alıcının kabul edeceği azami fiyat düzeyinin üzerinde olması halinde işlem gerçekleşmeyeceğinden fiyat söz konusu olmamaktadır. Fiyatlar arz ve talep koşullarına bağlı olarak değişiklik gösterebilmekte, söz konusu mal ya da hizmetin değerinden farklılaşabilmektedir.²⁴⁰

Birleşme ve devralmalar açısından önem taşıyan kavram ise değişim değeridir. İşletmelerin değerini etkileyen başlıca unsurlar arasında;

- İşletmenin yasal yapısı, kuruluş yeri varsa markalarının değeri,
- Devri söz konusu ortaklık paylarının sahip olduğu hak ve yükümlülükler,

²³⁹Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri Şirket Değerlemeleri, 2005.

²⁴⁰ Aydın, a.g.e., s.194.

- İşletmenin halka açık olması veya olmaması,
- İşletmenin yer aldığı piyasanın gelişmişlik düzeyi ve sektöre ilişkin diğer özellikler

yeralmaktadır.

Piyasa koşulları çerçevesinde oluşan fiyatın değerden farklılaşmasına neden olabilecek unsurlar arasında; belirli bir tarih itibariyle piyasadaki ve ekonomik koşullardaki genel dalgalanmalar ile varlığın doğası ve özellikleri ile ilgili olmayan alıcı ve satıcıya özel sebepler ya da sinerji beklentilerindeki farklılıklar da yer almaktadır.²⁴¹

Birleşme ya da devralmalarda da işletmenin satıcı açısından değeri ile o işletme için piyasa koşullarında ödenecek fiyat arasında önemli farklılıklar olabilmektedir. Değerleme sonucunda bulunan şirket değeri ile tarafların üzerinde anlaştıkları fiyat; alıcı ve satıcının pazarlık gücü, ödeme yöntemi, tarafların vergi ile ilgili konumları gibi etkenlerden dolayı da farklılık gösterebilmektedir.

Değerleme; şirketin tarihsel ve gelecekte beklenen verileri, faaliyet gösterilen ekonomik ortam ile sektör analizi ve mali tablo bilgilerinin değerlendirilmesi yoluyla değerlendirme yöntem veya yöntemlerinin kullanılması sonucunda şirket için makul bir tahmini değere ulaşılması amacıyla değerlendirme tarihi itibariyle şirket değeri hakkında bir kanaat belirtilmesi olarak tanımlanabilmektedir.²⁴²

Özellikle 1980’li yıllardan itibaren, birleşme ve devralmalarda değerlemenin taşıdığı önem daha iyi anlaşılmış, bu tür çalışmaların sistemli bir şekilde yapılması eğilimi ön plana çıkmıştır.²⁴³ Değerleme yöntemlerinin güçlü ve zayıf yönleri bulunmakta, birleşme ve devralmalarda, değer farklı yöntemler kullanılarak incelenmesi önem taşımaktadır.

²⁴¹ Price Waterhouse Coopers, a.g.e.

²⁴² Muhittin Bekler, Şirket Değerlemesi Kavramı ve Bu Kavramın Çeşitli Disiplinler Açısından Tanımlanması, Vergi Dünyası, Sayı:326, Ekim 2008.

²⁴³ Gaughan, a.g.e., s. 531.

Tablo 14
Değerleme Yöntemlerinin Güçlü ve Zayıf Yanları

| Yöntem | Güçlü Yönleri | Zayıf Yönleri |
|---|--|---|
| İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi | <ul style="list-style-type: none"> -Nakit bazlı bir değerlendirme yöntemi olduğu için teorik olarak bir şirketin hisse değerinin hesaplanmasında daha sağlıklı sonuç verir -Birleşme ve devralma işlemlerinde oluşması beklenen sinerjileri dikkate alır. - Sonuçları şerefiye değerini de içerir | <ul style="list-style-type: none"> -Uygulaması zor ve karmaşık bir yöntemdir -İsabetli nakit akımı tahminleri gereklidir -Varsayımlarda subjektif yaklaşım riski taşır. -Bilgi gereksinimi yüksektir |
| Net Aktif Değerlemesi | <ul style="list-style-type: none"> -Şirket için baz değer oluşturur, aynı zamanda tasfiye değeridir -Varlık değerinin rahatlıkla hesaplanabildiği durumlarda, şirketler için sağlıklı hisse değeri hesaplanmasına olanak sağlar. (örneğin gayrimenkul yatırım ortaklıkları) | <ul style="list-style-type: none"> -Sonuçları şerefiye değerini içermez. -Muhasebe kayıtlarının dayanağı olan elde edilme maliyeti söz konusu varlığın doğru değerini yansıtmayabilir |
| Piyasa Çarpanları İle Değerleme | <ul style="list-style-type: none"> -Finansal piyasalar tarafından en çok kullanılan yaklaşımdır -Uygulaması ve anlaşılması çok kolaydır. -Yatırımcıların potansiyel Pazar algılamasını yansıtır | <ul style="list-style-type: none"> -Ülkeler arasında uygulanan farklı muhasebe standartları tutarsızlık yaratabilir -Karşılaştırılabilir şirket seçimi çok önemli olup karşılaştırılabilir şirket bulmakta zorluk yaşanabilir -Tarihsel/güncel verilere göre değerlendirme söz konusudur |

Kaynak: Price Waterhouse Coopers, “Birleşme ve Devralma İşlemleri Şirket Değerlemeleri”, 2005’den uyarlanmıştır.

Değerleme modellerinin genellikle sayısal verilerin işlenmesine dayalı olması, değerlemenin nesnellüğünün bir göstergesi olarak ifade edilebilmekte, sayısal modellerin daha iyi sonuç vereceği düşünülebilmektedir. Bu bağlamda, özellikle 2000-2001 döneminde, kalıcılık, büyüme ve karlılık konularında yeterince test edilmemiş veya henüz kanıtlanmamış iş modellerine geleneksel değerlendirme yöntemlerinin uygulanması ABD’de yatırımcıları zarara uğratmıştır. Bu dönemde, özellikle yüksek oranlı büyüme potansiyeline sahip olduğu düşünülen teknoloji şirketleri ile internet altyapısına dayalı e-ticaret gibi yeni iş modellerini kullanan şirketlerin değerlendirilmesinde önemli yanlışlıklar yapılmış; yeni iş modellerinin başarıya ulaşacağı, orta ve uzun dönemde yüksek oranlı

ciro ve karlılık büyümesi gerçekleştirileceği varsayımına dayalı abartılı şirket değerlemeleri özellikle yeni halka arzlar ve şirket birleşmelerinde yatırımcılar açısından büyük kayıplara neden olmuştur.²⁴⁴

Söz konusu yeni iş modellerinden sınırlı bir bölümünün başarılı olması, bu tür faaliyet veya şirketlerin değerlemesinde geleneksel nakit akımlarına dayalı değerlendirme yöntemleri yerine bir opsiyon değerlemesi yaklaşımına ihtiyaç olduğu yönünde görüşlere de yol açmıştır.²⁴⁵

2.3.2.1 Defter Değerini Esas Alan Yöntemler

Defter değeri, bir işletmenin bilançosundaki varlıkların değerinden borçlarının düşülmesiyle bulunan değerdir. Bir işletmenin bilançosundan hareketle maddi ve maddi olmayan varlıklarının değeri kullanılarak defter değeri bulunabilir. Bankalar gibi finansal kurumların varlıklarının önemli bir bölümü nakit ya da likiditesi yüksek parasal varlıklardan oluştuğundan bu tür işletmelerde genellikle defter değeri cari değere yakın olmaktadır. Varlıkların cari değeri, defter değerini her zaman en sağlıklı şekilde yansıtmayabilmekte, özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde enflasyon muhasebesinin uygulanmaması durumunda varlıkların cari değerinden önemli ölçüde farklılaşan defter değerinin güncel değeri yansıtabilmesi açısından varlık ve yükümlülük değerlerinde düzeltme veya güncelleme gerekebilmektedir.²⁴⁶ Defter değerine dayalı yöntemler özellikle finansal kurumlara ilişkin birleşme ve devralmalarda sıklıkla kullanılmaktadır.

Servaes (1991) 1972-1987 döneminde ABD’de 704 adet hedef şirketin 384 adet alıcı tarafından devralınmasını, işleme bağlı getiri ile Tobin’in q oranı arasındaki

²⁴⁴ 2000 yılında kamuoyuna açıklanan 165 milyar \$ tutarındaki Time Warner’ın American Online (AOL) tarafından satın alınmasında, AOL şirket değerinin yüksek hesaplanması, hisse senedine dayalı ödeme yöntemi nedeniyle Time Warner ortakları açısından önemli değer kayıplarına yolaçmıştı.

²⁴⁵ Hasan Pulaşlı, “Şirket Devralma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi içinde, Aralık 2007, Cilt XXIV, Sayı 2, s. 208.

²⁴⁶ Ülkemizde 1980’li ve 1990’lı yıllarda yüksek enflasyon döneminde söz konusu sorun sıklıkla yaşanmıştır.

ilişki çerçevesinde incelemiştir.²⁴⁷ Alım girişiminden önceki yıl itibariyle alıcı ve hedef şirketlerin q oranları hesaplanmış, birden büyük olan veya sektör ortalamasının üzerinde olan oranlar yüksek, diğerleri ise düşük olarak tanımlanmıştır. Açıklamadan önceki iş gününden başlayarak işleme ilişkin şirket hissedarlarının onayına kadar geçen sürede oluşan hisse senedi getirileri hesaplanmış, açıklamaya bağlı olarak en yüksek getirilerin, düşük q oranlı hedeflerin yüksek q oranına sahip alıcılar tarafından devralındığı işlemlerde olduğu saptanmıştır.

Ayrıca, bir şirketin q oranının yönetim performansının bir göstergesi olarak değerlendirilmesi durumunda, iyi yönetilmeyen şirketlerin satın alınmalarına yönelik işlemlerin daha fazla değer yaratabileceği ifade edilmiş, hedef şirket q oranı ile işlemin getirisi arasında anlamlı bir ilişki olduğu belirlenmiştir. İncelenen devralmaların % 58'inde ödeme tamamen nakden, % 26'sında ise menkul kıymetlerle yapılmıştır. Nakden finanse edilen işlemlerde getiri oranlarının diğer ödeme yöntemlerine göre daha yüksek düzeyde olduğu saptanmıştır.

2.3.2.2 Karşılaştırmalı Değerleme Yöntemleri

Karşılaştırmalı değerlendirme yöntemleri; referans alınabilecek sektörel veya piyasanın geneline ilişkin verilere erişim kolaylığı, bilinirlik ve hesaplama kolaylığı nedeniyle uygulamada yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Öte yandan, firmaya özgü verilerin yeterince kullanılmaması ve büyüme potansiyelinin dikkate alınmayarak yalnızca tarihsel ya da güncel verilere odaklanması, karşılaştırmalı değerlendirme yöntemlerinin başlıca dezavantajlarını oluşturmaktadır.

i) Piyasa Değeri/Defter Değeri

Temel olarak firmanın hissedarlarından sağladığı fonlar ile elde ettiği kazançlardan işletme bünyesinde bırakılan kısmın toplamını ifade eden bu oran, bir şirketin defter değeri ile piyasa değeri arasında oluşan ilişkinin ifadesi için

²⁴⁷ Henri Servaes, "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", The Journal of Finance, Vol. LXVI, No.1, 1991.

kullanılmaktadır. Defter değeri hesaplanmasında; şerefiye, patent ve isim hakkı gibi maddi olmayan varlıkların değeri ile fabrika, ekipman ve taşınmazlar gibi maddi duran varlıkların bilançoda kayıtlı değerleri üzerinden gerekli düzeltmeler yapılması mümkündür. Vadeli döviz alım/satım sözleşmeleri, faiz takas (swap) anlaşmaları gibi türev enstrümanlar ile diğer bilanço dışı varlık ve yükümlülüklerin de dikkate alınması önem taşımaktadır. Bu yöntemin önemli bir eksikliği ise mali tablolardan hareketle hesaplanan defter değerinin kârlılık konusunu dikkate almamasıdır. Bu değer genellikle firmanın düşük değerlenip değerlenmediğini göstermede önemli bir anahtar olarak görülmektedir. Değerin formül ifadesi şu şekildedir.²⁴⁸

$$\text{Piyasa Değeri/ Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse senedinin cari fiyat}}{\text{Hisse a na de terde eri}}$$

Rhodes-Kropf ve diğerleri tarafından (2004), firma değerlemesinde özellik arzeden hususların birleşme ve devralmalara etkileri incelenmiştir.²⁴⁹ Tarihsel olarak ortalama Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının yüksek seyrettiği dönemlerde özellikle hisse senedi ile finanse edilen işlemlerde birleşme ve devralmaların hızlandığı belirlenmiştir. Neoklasik yaklaşımda iktisadi varlıkların daha verimli kullanılacakları alanlara yönlendirilmesi şeklinde yorumlanacak bu durum, farklı bir bakış açısına göre ise birleşme ve devralmalarda, şirketlerin piyasada yüksek fiyat düzeylerinde değerlenmesinden kaynaklanmaktadır.

Çalışmada, 1978-2001 döneminde 4025 adet halka açık hedef şirketlerin birleşme açıklamaları çerçevesinde değerlendirme oranlarının analizi sonucunda;

- Uzun dönemde düşük değerlendirilen firmaların yüksek değerlendirme oranına sahip firmaları devralma eğiliminde olduğu,
- Nakit ödeme yoluyla finanse edilen işlemlerde aşırı değerlendirilmenin söz konusu olmadığı, nakden finanse edilen hedef şirket alımlarının hisse senediyle finanse edilenlere göre daha düşük değerlendirilmiş olduğu,

²⁴⁸ İçke, a.g.e., s.77-79.

²⁴⁹ Rhodes-Kropf ve diğerleri, a.g. taslak makale.

- Uzun dönemli değerleme eğilimlerinden sapmaların hızlandığı dönemlerde birleşme ve devralmaların da hızlanma eğilimi gösterdiği

belirlenmiştir.

ii) Fiyat/Kazanç Oranı

Fiyat/Kazanç oranı (F/K) kısaca, firmanın her bir pay senedi başına net dönem kârına karşılık, yatırımcının kaç lira ödemeye razı olduğunu göstermektedir. Tarihsel veya geleceğe dönük karlılık verileri üzerinden kolaylıkla hesaplanabilmesi nedeniyle en fazla kullanılan yöntemlerden biri olan Fiyat/Kazanç oranı, hisse senedi fiyatı ile dönemsel hisse başına kazancı ilişkilendirmekte, bir başka deyişle fiyatın hisse başına dönemsel kârın kaç katı olduğunu ifade etmektedir.

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

Birleşme ve devralmalarda, bir şirketin hisse başına kazanç verisinin, F/K oranının hesaplandığı dönemde, şirkete özgü ya da piyasa koşullarından kaynaklanan nedenlerle istisnai olarak olumlu ya da olumsuz yönde büyük sapmalar göstermesi durumunda dönemsel hisse başına kazanç verisi yerine uzun dönemli ortalamaların kullanımı yoluyla paydada kullanılacak değer normalleştirilmesi gereklidir.

iii) Fiyat/Gelir (F/G) Yaklaşımı

Özellikle halka açık olmayan bir işletmenin değeri belirlenirken bu yöntem başvurulabilmektedir. Halka açık olmayan işletmenin hisse senetleri için piyasa fiyatı oluşmadığından F/G oranı bilinmemekte, bu durumda borsa da işlem gören aynı sektörde faaliyet gösteren benzeri özelliklere sahip bir işletmenin F/G oranı esas alınarak değerlendirilmesi yapılacak işletmenin cari ya da gelecekteki gelirleri ile çarpılması sonucunda işletmenin değeri elde edilmektedir. Bu yaklaşımda; değerlendirilmesi yapılacak işletmeye benzer nitelikte işletme bulunması ve söz konusu şirketlerin benzer muhasebe teknikleri kullanıyor olması gibi hususlar önem taşımakta, benzeri işletme yerine karşılaştırılabilir veri olarak sektörün ya da Borsa'nın ortalama F/G oranı da

kullanılmaktadır. Cari ya da geçmişteki verilere dayalı olması nedeniyle geleceğe ilişkin potansiyeli dikkate almayan F/G yaklaşımı; yeterli verilerin olmadığı ya da geleceği tahmin etmenin güç olduğu durumlarda uygulanabilmektedir.

Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin göreceli değerlendirme oranları periyodik olarak İMKB tarafından hesaplanarak yayımlanmaktadır. 2002-2009 döneminde, İMKB-100 endeksinde bulunan şirketlerin ortalama göreceli değerlendirme oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 15
İMKB Ortalama Değerleme Oranları (2002-2009)

| Yıllar* | Fiyat / Kazanç ¹ | Fiyat/Nakit Akımı ² | PD / DD ³ | Temettü Verimi (%) ⁴ |
|---------|-----------------------------|--------------------------------|----------------------|---------------------------------|
| 2002 | 31,5 | 12,6 | 2,0 | 1,0 |
| 2003 | 14,6 | 8,3 | 2,3 | 0,8 |
| 2004 | 13,5 | 7,2 | 1,5 | 1,4 |
| 2005 | 16,3 | 10,7 | 2,1 | 1,8 |
| 2006 | 21,6 | 9,4 | 1,9 | 2,1 |
| 2007 | 12,1 | 8,9 | 2,2 | 1,8 |
| 2008 | 5,2 | 4,0 | 1,0 | 5,2 |
| 2009 | 16,61 | 10,31 | 1,72 | 2,5 |

* Yıl sonları itibariyle

1 : Toplam Piyasa Değeri / Son iki 6'şar Aylık Bağımsız Denetimden Geçmiş Dönemin Net Karlar-Zararlar Toplamı esas alınmış olup, 2002 F/K oranı hesabında son dört çeyrek verileri kullanılmıştır.

2 :Fiyat/Nakit Akışı Oranı [Piyasa Değeri/(Son dört 3'er Aylık Dönemin Net Karlar-Zararlar Toplamı + Son dört 3'er Aylık Dönemin Amortisman Toplamı)]

3 : Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (Piyasa Değeri/Özsermaye)

4 : (Nakit Net Temettü/Piyasa Değeri)*100

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx>

Küresel finans krizinin İMKB’yi de etkilemesi nedeniyle 2008 yılsonu itibariyle 2002-2009 döneminde en düşük düzeylere gerileyen ortalama değerlendirme oranları 2009 yılı ikinci çeyrekte itibaren hızla toparlanma eğilimine girmiştir.

2.3.2.3 İndirgenmiş Nakit Akımları

Değerleme konusunun temelinde yatan değerleme yaklaşımı ‘İskonto Edilmiş Nakit Akımları’ yöntemi birleşme ve devralmalarda en fazla kullanılan yöntemlerden biridir. Diğer değerleme yöntemleri işletmenin cari ya da geçmiş performansına, nakit akımlarına dayalı değerlendirme ise işletmenin tarihsel performansı kadar gelecekteki performansına dayalı olarak da yapılmaktadır. Bu nedenle, faaliyetini sürdüren ve özellikle hızla büyüyen işletmelerin değerlemesinde nakit akımları yöntemi genellikle daha sağlıklı bir yöntem olarak kabul görmektedir.

$$NBD = \frac{\text{Gelecekteki akit k}}{\text{ndir e eOran akit k n n l e cut l}}$$

Birleşme ya da devralmalar da sonuç itibarıyla bir tür yatırım kararı olmakla birlikte diğer yatırımlara göre daha karmaşık ve riskli yatırımlardır. Bir firmanın faaliyet alanında yapacağı tipik bir yatırımın riski işletmenin mevcut yatırımlarının riskine benzerlik gösterirken, birleşme ve devralmalarda mali tablolarda yer alan bilgilerin yanı sıra, pek çok diğer bilgi önem kazanmakta; bilanço dışı yükümlülükler, yöneticiler ile diğer personelin özellikleri, müşteriler, ürün portföyü, kurum kültürü gibi sayısız faktörlerin de değerlemede dikkate alınması gerekmektedir.

Bu yöntemle bağlantılı olarak, birleşme ve devralmanın bir yatırım olarak değerlendirilmesi ve bu çerçevede; Geri Ödeme Süresi, İç Verim Oranı, Net Bugünkü Değer ve Karlılık İndeksi Yöntemleri kullanılarak hesaplamalar yapılması mümkündür.

Bu konuda en eski ve uygulanması en kolay yöntemlerden olan Geri Ödeme Süresi Yöntemi, pozitif nakit akımlarının başlangıçta ödenen devralma fiyatına eşitlenmesinin beklendiği zaman diliminin uzunluğunu belirlemektedir. Uygulanması son derece kolay olan bu yöntemin zayıf yanı ise paranın zaman değerinin dikkate alınmamasıdır.

Sınır ötesi işlemlerde nakit akımlarına göre yapılacak şirket değerlemesinde de uygun iskonto oranının seçimi önem kazanmaktadır. Bodnar ve diğerlerince yapılan bir çalışmada (2003), sınır ötesi birleşme ve devralmalarda değerlendirme ve sermaye maliyeti konuları irdelenmiştir. Çalışmada, yurtiçi projelere göre ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesabında farklılık gösteren unsurların hesaplama yansıtılmasının yanısıra kur riski ve politik risklerin de dikkate alınması gerektiği belirtilmiştir.²⁵⁰ Öte yandan, devralmanın gerçekleştirildiği ülke sermaye piyasalarının Dünya ile entegrasyonunun yüksek düzeyde olması durumunda beta değeri ve sermaye piyasası risk primi olarak küresel ortalamaların kullanılabilmesi, aksi durumda ise yerel değerlerin kullanılmasının daha uygun olabileceği belirtilmektedir.

İç Verim Oranı (İVO) ise; devralma fiyatını, gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır.

$$\text{Satınalma Fiyatı} = \sum_t^n \frac{t}{\text{İVO}^t}$$

Net Bugünkü Değer Yönteminde (NBD); beklenen nakit akımlarının iskonto edilerek bugüne indirilmesi sonucunda bulunan değerden devralma fiyatının indirilmesi ile ulaşılan fark NBD’i vermektedir. Net bugünkü değer hesaplanmasında en önemli nokta olan iskonto oranı, aynı zamanda işlemde beklenen asgari getiri oranını ifade etmektedir.

$$\text{NBD} = \sum_t^n \frac{t}{k^t} - \text{Satınalma Fiyatı}$$

Alıcı bir firma açısından pozitif net bugünkü değere sahip birleşme ve devralmalar kazançlı ve gerçekleştirmeye değer nitelikte olmaktadır.²⁵¹

Kârlılık İndeksi (Kİ) ise; gelecekteki tahmini nakit akımlarının belirlenen iskonto oranı ile bugüne indirilen değerinin devralma fiyatına oranı ile

²⁵⁰ Gordon M. Bodnar, Bernard Dumas, Richard C. Marston, “Cross-Border valuation : The International Cost of Equity capital”, NBER Working Paper Series, No:10115, Nov.2003, s.2.

²⁵¹ İçke, a.g.e., s.71

hesaplanmaktadır. Kârlılık endeksinde, üç durum söz konusu olup endeksin birden büyük olması durumunda, devralma karlı olup alıcı şirket açısından bir değer yaratılması söz konusudur. Endeks sayısının bire eşit olması durumunda ise devralma için ödenmesi öngörülen fiyat beklenen getiriye eşit olmaktadır. Endeksin birden küçük olması durumunda ise ödenen veya ödenmesi öngörülen fiyatın beklenen getiriye aşması söz konusu olduğundan birleşme ve devralma kararının gözden geçirilmesi gerekmektedir.²⁵²

$$\text{Kârlılık Endeksi} = \frac{\sum_t \frac{t}{a}}{\text{Sat} \text{ a} \text{ aiyat}}$$

Kâr Payı Yöntemi (Gordon Modeli) ise şirketin gelecek dönemlerde dağıtması beklenen kâr paylarının belirli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesinin firmanın değerini verdiği hipotezine dayanmaktadır.²⁵³

$$\text{Firma Değeri} = \sum_t^n \frac{e \text{ et} \text{ utarlar } t}{k^t}$$

Birleşme ve devralmalarda, indirgenmiş nakit akımları yönteminde, hedef firmanın tahmini serbest nakit akışları, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti esas alınarak bugüne indirgenmekte, devralma maliyeti, iskonto işlemi sonucunda hesaplanan değer ile karşılaştırılarak işlemin değer yaratıp yaratmayacağını tahminine çalışılmaktadır. Yöntemin uygulanmasında, birleşme sonrası nakit akımlarının tahmin edilmesi ve nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesini sağlayacak iskonto oranının belirlenmesi önem taşımaktadır.²⁵⁴

²⁵² Arman T. Tefik, Hisse Senedi Değerlemesi, Literatür Yayıncılık, 2005, s.274.

²⁵³ Cevat Sarıkamış, Şirket Birleşmeleri, 2003, s. 137.

²⁵⁴ İçke, a.g.e., s.74-76.

Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Nakit akımlarına dayalı değerlendirme sürecinde en önemli aşamalardan biri, nakit akımlarının iskonto oranı olan sermaye maliyetinin hesaplanmasıdır. Birleşme ve devralmalarda işletme değerlemesinde uygun iskonto oranı olarak genellikle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır.

$$\text{AOSM} = \mathbf{K_b} (1 - t) \frac{B}{V} + \mathbf{K_c} (1 - t) \frac{L}{V} + \mathbf{K_ö} \left(\frac{S}{V} \right)$$

$\mathbf{K_b}$ = Kısa vadeli borçların vergi öncesi maliyeti
 $\mathbf{K_c}$ = Uzun vadeli borçların vergi öncesi maliyeti
 $\mathbf{K_ö}$ = Öz sermaye maliyeti
 t = Vergi oranı
 B = Kısa vadeli borçlar
 L = Uzun vadeli borçlar
 S = Öz sermaye
 V = Toplam varlıklar

Eşitlikte yer alan öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan yaklaşımlar temettü büyüme modeli ile Finansal Varlıkları Değerleme Modelidir (FVDM). FVDM'den hareketle öz sermaye maliyeti; risksiz menkul kıymetlerin getiri oranına, işletmenin sistematik riskinin (β), piyasa risk primiyle çarpılarak ilave edilmesiyle bulunmaktadır.

Öz sermaye maliyeti $\mathbf{K_ö}$ ile ifade edilirse;

$$\mathbf{K_ö} = \mathbf{R_f} + [\mathbf{E(R_m)} - \mathbf{R_f}] * \beta$$

$\mathbf{R_f}$ = Risksiz getiri oranı
 $\mathbf{E(R_m)}$ = Pazar portföyü beklenen getiri oranı
 $\mathbf{E(R_m)} - \mathbf{R_f}$ = Pazar risk primi
 β = İşletmenin hisse senetlerinin sistematik risk primi

Birleşme ve devralmalarda, indirgenmiş nakit akımlarına göre şirketlerin ayrı ayrı tahmin edilen serbest nakit akışlarının, her bir işletmenin AOSM değeri ile iskonto edilmesi durumunda taraf şirketlerin indirgenmiş nakit akımlarına göre birleşme öncesi özvarlık değerleri hesaplanmış olacaktır.

Sonraki aşamada ise; birleşme sonucunda beklenen serbest nakit akımlarının, oluşması beklenen AOSM ile bugüne indirgenmesi ve işletmelerin birleşme öncesi mevcut duruma göre ayrı ayrı hesaplanan değerlerinin toplamıyla karşılaştırması sonucunda birleşme veya devralmanın değer yaratıp yaratmayacağı belirlenmektedir. Sağlanması planlanan sinerjilerin birleşme sonucunda serbest nakit akımına olası etkilerinin hesaplamalara akılcı olarak yansıtılması ve aşırı beklentiler hareket edilerek gerçekçilikten uzaklaşmaması önem taşımaktadır.²⁵⁵

Çeşitli ülkelere ilişkin hesaplanan tarihsel pazar risk primi oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.²⁵⁶

Tablo 16
Çeşitli Ülkelerde Tarihsel Pazar Risk Primi Oranları

| Ülke | Dönem | Nominal Getiri Oranları (%) | Pazar Risk Primi (%) |
|-----------|-----------|--|----------------------|
| Almanya | 1948-1997 | Hisse Senetleri : 14,5 Bonolar : 6,7 | 7,8 |
| ABD | 1900-2000 | Hisse Senetleri : 12,2 Bonolar : 5,0 | 7,2 |
| İngiltere | 1900-2000 | Hisse Senetleri : 12,1 Bonolar : 6,1 | 6,0 |
| Fransa | 1950-1992 | Hisse Senetleri : 15,5 Bonolar : 10,5 | 5,0 |

Kaynak: Frank Richter, “Corporate Valuation”, Handbook of International Mergers and Acquisitions, ed. Gerhard Picot, Palgrave, 2002 kitabından uyarlanmıştır.

Tablodan da görüldüğü gibi, uzun dönemde hisse senetleri nominal getiri oranları risksiz kabul edilen hazine bonolarının getiri oranlarının üzerinde gerçekleşmiş olup, pazar risk primi Almanya ve ABD’de, İngiltere ve Fransa’ya görece daha yüksek düzeyde oluşmuştur.

²⁵⁵ Aydın, a.g.e., s.201-202.

²⁵⁶ Frank Richter, “Corporate Valuation”, Handbook of International Mergers and Acquisitions, ed. Gerhard Picot, Palgrave, 2002, s.200.

2.3.2.4 Diğer Değerleme Yöntemleri

i) Tasfiye Değeri

Bir işletmenin tüm varlıklarının paraya çevrilerek borçlarının ödenmesinden sonra kalan değeri olan tasfiye veya likidasyon değeri de defter değeri gibi varlıkların kazanç sağlama potansiyelini dikkate almadığından, özellikle faaliyete devam eden işletmelerin değerlemesinde uygun değildir.

Öte yandan, birleşme ve devralmalarda tasfiye değeri büyük önem taşımakta, özellikle, işleyen bir teşebbüs olarak işletmenin piyasa değerinin tasfiye değerinden düşük olması durumunda, alıcılar tarafından ileride parçalara ayrılarak veya ayrılmaksızın tekrar satmak amacıyla şirket alımları yapılabilmektedir. Özellikle ABD’de 1980’li yıllarda gerçekleşen dördüncü birleşme dalgasında bu tür işlemlere sıklıkla rastlanmıştır.²⁵⁷ Bu dönemde, hisse senetleri varlık değerine kıyasla % 40-50 düzeyine varan oranlarda iskontolu olarak işlem gören bir kısım şirketlerin stratejik ya da finansal alıcılar tarafından satın alındığı gözlenmiştir.

ii) Pazar Değeri

Halka açık şirketlerde, genellikle hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinden hesaplanan işletmelerin pazar değeri, piyasa koşullarında arz ve talebe bağlı olarak oluştuğundan işletmenin etkinliğinde herhangi bir değişme olmadan da önemli farklılık gösterebilmektedir. Teorik olarak, etkin bir piyasada, uzun dönemde bir firmanın piyasa değerinin olması gereken değere yakın oluşması beklenmekle birlikte pazar koşulları bir hisse senedinin piyasa değerini olması gereken değerden (intrinsic value) olumlu ya da olumsuz yönde farklılaştırmaktadır.

²⁵⁷ Gaughan, a.g.e. s.57.

Birleşme ve devralmalarda piyasa değerinin baz olarak alınmasının bir kısım sakıncaları da söz konusudur. Birleşme veya devralma haberleri, özellikle işlemin taraflarca kamuya açıklanması öncesi dönemde, hedef şirket hisse senedi fiyatlarını etkileyebilmekte, hisse senedi fiyatlarında aşırı hareketlilik görülmektedir. Bu tür fiyat dalgalanmaları, piyasa değerinin sağlıklı bir gösterge oluşturmasına engel olabilmektedir. Ayrıca, hisse senetlerinin büyük kısmının borsada işlem görmemesi veya işlem görse bile likiditenin düşük olması, halka açıklık oranının çok sınırlı olması vb. gibi nedenlerle etkin bir hisse senedi piyasasının oluşmaması halinde de piyasa değeri ölçütünün kullanılması sağlıklı olmayacaktır.

Bir şirketin piyasa değeri, o işletmenin olması gereken değerini yansıtsa bile, aşağıda belirtilen durumlarda, birleşmelerde belirlenen değer, işletmenin cari değerinden farklılaşabilmektedir.

- Daralan bir endüstride faaliyet gösteren ve mevcut koşullarda sermaye paylarını kısmen ya da tamamen likide etme olanağı bulamayan işletme sahipleri geleceği düşünerek daha düşük fiyata razı olabilirler.
- Alıcı şirketin, hedef firmanın cari değerinden çok, kendisine yapacağı katkılarla ilgilenmesi durumunda daha yüksek fiyat ödemeyi kabul etmesi, böylece hedef şirketin piyasa değerinin üstünde değerlendirilmesi de mümkündür.
- Alıcı şirket tarafından, birleşme veya devralma konusunda hedef şirket ortaklarının ikna edilebilmesi amacıyla özellikle aleni pay alım tekliflerinde yüksek fiyat önerilebilmektedir.

Tablo 17
Kayıtlı Değer, Piyasa Değeri ve Ekonomik Değer Karşılaştırması

| Yöntem | Kayıtlı Değer | Piyasa Değeri | Ekonomik Değer |
|----------------------------|--|--|---|
| Temel Prensipler | -Bir şirketin değeri, sahip olduğu varlıklar ve yükümlülüklerden oluşur. -Hisse değeri, varlıkların net defter değeridir. | -Piyasalarda oluşan karşılaştırılabilir şirketlere ilişkin hisse senedi fiyatları ya da benzer işlemlerde ortaya çıkan fiyatlar, şirket değerinin hesabında gösterge niteliğindedir. | -Bir şirketin değeri, ileriki yıllarda yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır. -Nakit akımları, şirketin büyüme potansiyeli ve taşıdığı riskler (ülke, sektör ve şirket riski) gibi faktörlere bağlıdır. |
| Değerleme Yaklaşımı | <u>Maliyet Yaklaşımı</u> -Defter Değeri -Tasfiye Değeri -Yenileme Değeri -Düzeltilmiş Net Aktif Değeri | <u>Piyasa Yaklaşımı</u> -Karşılaştırılabilir şirket çarpanları -Karşılaştırılabilir işlem çarpanı | <u>Gelir Yaklaşımı</u> -İndirgenmiş nakit akımları yöntemi: - Şirket değeri yaklaşımı - Öz sermaye değeri yaklaşımı -İndirgenmiş kar payları yöntemi |

Kaynak: Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Devralma İşlemleri Şirket Değerlemeleri, 2005.

2.3.3 Sinerjiler ve Değerleme

Birleşme ve Devralmalarda;

- Piyasa payının artırılması, yeni pazarlara girilmesi,
- Üretim kapasitesinin artırılması ve ürün gamının geliştirilmesi,
- Know-how ve yeni teknolojiler elde edilmesi,
- Rekabetçi yapının korunması,
- Sürdürülebilir büyümenin sağlanması,
- Maliyetlerden tasarruf sağlanması

gibi beklentilerin gerçekleşmesi durumunda sinerji kazançlarından söz edilmektedir.

Beklenen sinerjilerin parasal değeri birleşme ve devralmalara ilişkin değerlemelerde büyük önem taşımaktadır. Alıcının prim ödemesinin söz konusu olduğu durumlarda, primi etkileyen unsurların başında beklenen sinerjiler gelmekte, bunun yanı sıra, firmanın geçmişteki performansı, yönetimin kalitesi, hedef firmanın piyasadaki konumu, piyasadaki rekabet ortamı, ödeme yöntemi ve vergi boyutu gibi pek çok unsur

prim düzeyinin belirlenmesinde etkili olmaktadır. Sinerjiye ilişkin kazançlar ya da kayıplar birleşme sonrası dönemde ortaya çıkmakta, öte yandan işlemin gerçekleşmesi için prim ödemesi kazanç ya da kayıpların elde edilmesinden önce yapılacağından tahminlere dayalı olarak oluşturulmaktadır. Birleşme ve devralmalarda, alıcı firma tarafından sağlanması beklenen sinerji kazançlarının net bugünkü değerinin primin düşülmesinden sonra pozitif bir değer taşıması beklenmektedir.

Sinerji kazancının net bugünkü değeri ile prim ilişkisinde üç sonuç söz konusudur:

- i) $Sinerji \geq Prim$: *Başarılı bir satınalma faaliyetinin yapıldığına işaret etmektedir. Pozitif değer, sinerjinin parasal büyüklüğünün hedef firmaya ödenen primin üzerinde olduğunu belirtmekte, dolayısıyla alıcı firma pay sahipleri açısından değer yaratılması söz konusu olmaktadır.*
- ii) $Sinerji - Prim = 0$: *Satınalmalarda sık rastlanan bir sonuçtur. Bu tür durumlarda sinerji genellikle pozitif değer almakla birlikte ödenen prim dikkate alındığında alıcı firmanın hissedarları açısından herhangi bir değer kazancı veya kaybı yoktur.*
- iii) $Sinerji - Prim < 0$: *Açıkça görüldüğü üzere bir değer azalması söz konusu olup alıcı firma açısından bakıldığında, hedef firma pay sahiplerine bir servet transferi yapılmaktadır.*

Literatürdeki bulgular, birleşme ve devralmalarda alım için ödenen primler nedeniyle genellikle hedef firma ortaklarının kazançlı çıktığı, sinerjilerin ise genellikle beklenen ölçüde gerçekleşmediğini göstermektedir.²⁵⁸ Sinerjilerin değeri her işlemin koşullarına bağlı olarak değişmekte olup yatay, dikey ya da karma birleşmelerin yaratabileceği sinerji değerleri farklı olmaktadır. Bu çerçevede, aynı hedef şirkete farklı alıcılar tarafından farklı değerler de belirlenebilmektedir.

²⁵⁸ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, Valuation: Measuring and Managing the Value of the Companies, John Wiley and Sons, 2nd. Ed., 1995, s. 417.

Birleşme ve devralmalarda söz konusu olan 5 temel sinerji türü; maliyet tasarrufu, hasılat artışı, mal ya da hizmet üretim ve dağıtım süreçlerinin geliştirilmesi ile finansal faydalar ve vergi faydaları olarak belirtilmektedir.

- *Maliyetlerden Tasarruf:* Tahmin edilmesi en kolay olan ve en çok görülen sinerji türleri arasında olup genellikle bazı işlerin elimine edilmesinden veya ölçek ekonomilerinden kaynaklanmaktadır.²⁵⁹
- *Hasılat Artışı:* Satışların büyük ölçüde yönetim tarafından kontrol edilemeyen dışsal koşullara bağlı olması nedeniyle hasılat artışlarının tahmini, maliyet azalışlarının öngörülmesine göre daha zordur. Müşterilerin ya da rakip işletmelerin birleşmeye karşı alacağı tavırlar da satışlar konusunda etkili olabilmektedir. Houston ve Ryngaert (1994), Avrupa bankacılığında konsolidasyon eğilimine ilişkin çalışmalarında, faaliyet giderleri ile yatırım maliyetlerinden tasarruf sağlanmasının birleşme ve devralmalarda değer yaratan temel faktör olduğunu, satış gelirlerinde ek büyüme sağlanması olanaklarının ise sınırlı düzeyde kaldığını belirtmiştir.²⁶⁰
- *Teknoloji ve Süreçlerin Geliştirilmesi:* İşletmelerin özellikle zayıf olduğu alanlarda daha güçlü şirketlerle birleşmeleri durumunda teknoloji ve süreçlerin geliştirilmesinden sinerji etkisi sağlanmaktadır. McKinsey firmasının başarılı birleşme ve devralmaların ortak özelliklerine ilişkin çalışmasında²⁶¹, firmaların gelişimleri için gereksinim duyulan teknoloji ya da bilgileri kendi bünyelerinde oluşturmalarına göre daha kısa sürede ve daha düşük maliyetle edinmelerini sağlayan birleşme ve devralmaların genellikle başarıya ulaştığı belirtilmektedir.

²⁵⁹ Beşinci birleşme dalgası döneminde, ilaç sektöründeki, 1999 yılında açıklanan 89 milyar \$'lık Pfizer-Warner Lambert ve 2000 yılında açıklanan 76 milyar \$ değerindeki Glaxo-SmithKline Beecham gibi büyük ölçekli birleşmeler özellikle ar-ge yatırımlarından tasarruf sağlanması amacıyla gerçekleştirilmiştir.

²⁶⁰ Houston, Ryngaert, a.g.m., s. 286.

²⁶¹ McKinsey Quarterly Review, "The five types of successful acquisitions", s.4.

- *Finansal Faydalar:* Özellikle borçlanma yoluyla finanse edilen birleşme ve devralmalarda, sıklıkla, işlem sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşeceği varsayılmaktadır. Uygulamada birleşme sonucunda nakit varlıklar ve likidite yönetiminde etkinliğin arttırılabildiği, işlem sonucunda kredi değerliliğinin düşürülmemesi koşuluyla birleşme sonrası dönemde daha düşük maliyetlerle fon sağlanabildiği görülmektedir.
- *Vergisel Faydalar:* Vergi faydalarının tahmini genellikle güç olmakla birlikte, bu tür faydaların en önemlisi vergi mevzuatı çerçevesinde genellikle birleşen tarafların varsa geçmiş dönemlere ilişkin birikmiş zararlarının veya taraflardan birinin birleşme sonrası dönem zararlarının gelecek dönem karlarından mahsubuna olanak sağlanmasıdır.²⁶²

Birleşme veya devralmalarda, sinerjiler de dikkate alınarak yapılan serbest nakit akımlarının tahmini ve oluşacak AOSM ile bugüne indirgenmesi sonucunda bulunacak özvarlığın bugüne indirgenmiş değerinin, alıcı ve hedef şirketlerin ayrı ayrı serbest nakit akımlarının net bugünkü değerlerinin toplamından fazla olması durumunda sinerji etkisi söz konusudur.²⁶³ Birleşmelerde sinerjilerin varlığı taraf şirketler açısından değer yaratılması anlamına gelmekte, söz konusu değer alıcı ve hedef şirket ortakları arasında paylaşımı ise birleşme koşullarına bağlı olarak belirlenmektedir.

- | | |
|------|---|
| i) | Devralma ile gerçekleşen değer yaratımı = Birleşme sonucunda oluşan şirket değeri – (Alıcının tek başına değeri + Hedef şirketin tek başına değeri) |
| ii) | Kabul edilebilir azami alım fiyatı = Hedefin tek başına fiyatı + Devralma ile gerçekleşen sinerjinin değeri |
| iii) | Alıcı şirket açısından yaratılan değer = Kabul edilebilir azami devralma fiyatı – Alım bedeli |

²⁶² Aydın, a.g.e., s.202-203.

²⁶³ Price Waterhouse Coopers, a.g.e.

Devralma ile gerçekleşen değer yaratımını tanımlayan ilk denklem, şirketin birleşme sonucu değeri ile alıcı ve hedef şirketin ayrı ayrı değerlerinin toplamı arasındaki farktır. İkinci denklem de tanımlanan kabul edilebilir azami alım fiyatına, hedef firma değerine beklenen sinerjilerin değerinin eklenmesi sonucunda ulaşılmaktadır. Bu fiyat bir başka deyişle ‘‘Başabaş Fiyatı’’dır.²⁶⁴

İlk denklemde devralma ile gerçekleşen değer yaratımı; birleşme sonucunda oluşan şirket değeri ile alıcı ve hedefin ayrı ayrı değerleri toplamı arasındaki fark olarak tanımlanmıştır. Başabaş fiyatı olarak da tanımlanabilen azami alım fiyatı, hedefin fiyatı ile devralma sonucunda beklenen sinerjilerin bugünkü parasal değerine eşittir. Azami alım fiyatı ile alım bedeli arasındaki fark alıcı firma açısından devralma aşamasında sağlanan değeri ifade etmektedir. Birleşmeden beklenen sinerjilerin serbest nakit akımlarına etkisinin hesaplanmasında, sinerjilerden kaynaklanması beklenen ilave nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, gerçekleşme olasılığına göre farklı iskonto oranlarının kullanımı da mümkündür. Birleşme ve devralmalarda, açıklamaya bağlı olarak alıcı firma hisse senetlerin fiyatlarının düşmesi, yatırımcılar nezdinde işlem den beklenen sinerjinin şimdiki değerinin, ödenen primden daha az olduğu bir başka deyişle gereğinden fazla bir ödeme yapıldığı şeklinde değerlendirilmektedir.²⁶⁵

²⁶⁴ Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value*, The Free Press, s.139-141.

²⁶⁵ Bruner, a.g.e., s.145-146.

BÖLÜM 3

ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMALARI İLE İLGİLİ DÜZENLEMELER

3.1 TÜRK HUKUK SİSTEMİNDE BİRLEŞME VE DEVRALMALAR

Ülkemizde şirket birleşme ve devralmalarına ilişkin yasal düzenlemelerin çeşitli başlıklar altında incelenmesi mümkündür. Bu bölümde ilk olarak Türk Ticaret Kanunu (TTK) çerçevesinde konuya ilişkin düzenlemeler ele alınmaktadır. TTK mevzuatında yer alan düzenlemeler ile, birleşme ve devralmalar yoluyla şirketlerin yeniden yapılanmasının kolaylaştırılması hedeflenirken aynı zamanda alacaklıların haklarının korunması amaçlanmıştır.

1980’li yıllardan itibaren Sermaye Piyasası mevzuatımızın oluşturularak hayata geçirilmesi çerçevesinde halka açık anonim ortaklıklar açısından uygulanmasına başlanan birleşme ve devralma işlemlerine ilişkin düzenlemeler giderek önem kazanmıştır.

1994 yılında yürürlüğe giren 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun (RKHK) ve izleyen dönemlerde Rekabet Kurumu tarafından yayımlanan tebliğler çerçevesinde yapılan düzenlemeler konuya ilişkin yasal çerçevenin önemli bir parçası haline gelmiştir.

Birleşme ve devralmalarda en önemli sektörler arasında yer alması nedeniyle bankacılık mevzuatı açısından banka birleşmelerine de değinilmektedir. Ülkemizde konuya ilişkin düzenlemelerin en önemli unsurları arasında yer alan kurumlar vergisi mevzuatı da sermaye şirketlerinin taraf olduğu birleşme ve devralmaların vergisel boyutunun değerlendirilmesinde önem taşımaktadır.

3.1.1 Türk Ticaret Kanunu Açısından

Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 146 ila 151 inci maddelerinde birleşmelere ilişkin genel hükümlere, 451 ila 454 uncu maddelerinde ise anonim şirketlerin birleşmesinde uygulanacak özel hükümlere yer verilmiştir.

Ortaklıkların birleşmesinin tanımlandığı TTK'nın 146 ıncı maddesinde birleşme kavramı; "iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir ya da daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine ilthak etmesi" şeklinde tanımlanmıştır.

TTK'na göre, yeni kuruluş yoluyla yapılabileceği gibi katılma (devralma) yoluyla da yapılabilen birleşme kavramı yeni kuruluş veya devralma şeklindeki birleşmeleri kapsayan bir üst kavramdır. Dolayısıyla TTK uyarınca, devralma ve yeni kuruluş şeklinde iki tür birleşmeden söz etmek mümkündür.²⁶⁶

Devralma: Bu tip birleşmeler "katılma" olarak da tanımlanmaktadır. Devralma yoluyla birleşmede bir veya birden fazla ticaret şirketi mevcut bir ticaret şirketine katılmakta, devreden şirketin tüzel kişiliği sona ererken, bünyesine şirketlerin katıldığı (devralan) firma ise faaliyetini sürdürmektedir.

Yeni Kuruluş: Yeni kuruluş yoluyla birleşmelerde, iki veya daha fazla anonim ortaklık birleşerek yeni bir anonim şirket kurmaktadır. Bu durumda birleşen şirketlerin tüzel kişiliği sona ermekte, faaliyetler yeni kurulan tüzel kişilik altında sürdürülmektedir. Tüzel kişiliği sona eren ortaklıkların külli halefiyet yoluyla devralınan malvarlığı yeni kurulan anonim ortaklığın malvarlığını oluşturmaktadır.

TTK'da, birleşmelerde aranan temel koşullar aşağıda belirtilmiştir:

- Şirket türlerinin aynı olması (md.147)
- Yetkili organlarınca karar alınması (md.148) ve

²⁶⁶ Ahmet Kavak, Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri, Maliye ve Hukuk Yayınları, Yayın No:22, 2005, s.49.

- Şirketlerce bilançoların düzenlenmesi ve açıklanması (md.149)

Birleşmelerde yukarıda belirtilen üç yasal koşula ek olarak; birleşen şirketlerin iflas halinde olmaması, taraf şirketlerden süreli kurulmuş olan varsa süresinin dolmamış olması ve birleşen şirketlerden her birinin infisah halinde olmaması ve sermayesini asgari 1/3 oranında koruması gereklidir.²⁶⁷

Birleşecek şirketlerin türlerinin aynı olmasının öngörüldüğü 147 inci madde uyarınca; birleşme bakımından, kollektif ve komandit ortaklıklar ile anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar aynı türden sayılmaktadır. Dolayısıyla, bir anonim şirket bir limited şirketle veya kollektif şirketle TTK çerçevesinde birleşmemektedir.²⁶⁸ Ancak farklı türde şirketlerin şirket türünü değiştirerek veya birleşecek şirketlerin infisah ederek yeni şirket kurmak suretiyle birleşmesi de mümkündür.

TTK madde 148 uyarınca birleşecek şirketlerin yetkili organlarınca ayrı ayrı karar alınması ve alınan kararların tescil ve ilanı gereklidir. Madde 149 uyarınca birleşen şirketlerce bir örneğe göre düzenlenecek bilançolarının açıklanması, ayrıca birleşme sonucunda infisah nedeniyle faaliyetine devam etmeyecek şirketlerin borçlarını ne şekilde ödeyeceklerine ilişkin düzenleyecekleri beyannamenin bilanço ile birlikte açıklanması zorunludur.

Yukarıda belirtilen koşullara ek olarak, birleşen şirketlerin iflas halinde olmaması, sermayesini asgari 1/3 oranında koruması ve kuruluşunda süre belirtilen şirketlerde ana sözleşmede belirtilen şirket süresinin geçmemiş olması gereklidir.

TTK'nun 451 ila 454. Maddelerinde anonim şirketlere ilişkin özel hükümlere yer verildiğinden, anonim şirketlerin birleşme ve devralarında öncelikle bu hükümler,

²⁶⁷ Kavak, a.g.e., s.52.

²⁶⁸ Yasaman, a.g.e., s.33.

bu hükümlere aykırılık oluşturmadığı sürece de 146 ila 151. maddelerde yer alan hükümler uygulanır.²⁶⁹

TTK'da anonim şirketlerin infisahı genellikle şirket aktif ve pasiflerinin kanunun tasfiyeye ilişkin hükümleri çerçevesinde tasfiye edilmesini gerektirmektedir. Öte yandan, aşağıda belirtilen hallerde, tasfiye hükümleri uygulanmaksızın, birleşme amacıyla şirketlerin infisah edeceği hükme bağlanmıştır:

- Bir anonim şirketin aktif ve pasifiyle diğer bir anonim şirket tarafından devralınması (madde: 451),
- Birden fazla anonim ortaklığın malvarlıklarının yeni kurulacak bir anonim ortaklık tarafından devralınması (madde:452),
- Bir anonim şirketin tüm aktif ve pasifiyle birlikte, sermayesi paylara bölünmüş bir komandit şirket tarafından devralınması (madde: 453).

Ayrıca, TTK'nun 454. Maddesinde bir anonim şirketin bir kamu tüzel kişisi tarafından devralınması düzenlenmiştir. Buna göre, bir anonim şirketin malvarlığı ve borçlarının devlet, il özel idaresi, belediye gibi kamu tüzel kişileri tarafından devralınması durumunda şirketin ortaklar genel kurulunca tasfiye kararı alınabilir.

3.1.2 Sermaye Piyasası Mevzuatı Açısından

Sermaye Piyasası mevzuatında birleşme işlemlerinde uyulacak esaslara ilişkin düzenlemelerde Avrupa Birliği direktiflerine uygun olarak düzenlemeler yapılması amaçlanmıştır. Anonim şirketlerin birleşmesi 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda (SerPK) özel olarak düzenlenmediğinden, halka açık anonim ortaklıkların birleşmelerine ilişkin olarak Türk Ticaret Kanununda yer alan genel hükümler uygulanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından SerPK'nun "kamunun aydınlatılmasında özel durumlar" başlıklı 16/A maddesinin 1. fıkrasında belirtilen, "*....birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve*

²⁶⁹ Ersin Nazalı, Kurumlar Vergisi Açısından Anonim Şirketlerde Tasfiye, Devir, Birleşme ve Bölünme İşlemler, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, Kasım 2008, s.66.

*gelişmelerde SPK'nun küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapacağı” hükmüne dayanılarak yapılan düzenleme aşağıda özetlenmiştir.*²⁷⁰

- Tebliğin amacı, ortaklık devralma veya yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde taraflardan en az birinin halka açık anonim ortaklık olması durumunda, birleşme işlemlerinde uyulacak esasları düzenlemektir.
- Birleşme işlemlerine başlanması için birleşmeye taraf ortaklıklarda yönetim kurulunun karar alması yeterli olmakla beraber, taraflar istediği takdirde genel kurul, birleşme işlemine, birleşme sözleşmesinin hazırlanmasına ve esaslara ilişkin olarak karar alabilir veya söz konusu hususların tespiti ile ilgili olarak yönetim kuruluna yetki verebilir.
- Birleşmeye taraf ortaklıkların birleşme işlemine esas alınacak finansal tablolarının Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanması ve Kurulun bağımsız denetim standartları çerçevesinde özel bağımsız denetimden geçirilmesi zorunludur. Birleşmeye esas finansal tabloların bağımsız denetiminin yapılmış olması halinde, özel bağımsız denetim koşulu aranmamaktadır.
- Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi tarafından inceleme yapılarak rapora bağlanır. Birleşmelere ilişkin olarak bilirkişi raporunun Kurul tarafından değerlendirilmesinde, özellikle birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynak tespitleri, özkaynak yöntemi ya da başka bir yöntemin uygulanması halinde seçilen yöntemle göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranları ile ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde öngörülen sermaye artırımının tutarı ve artırım tutarının hesaplanma esasları hususları aranır.

²⁷⁰ SPK Seri: I No:31, “Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği”.

Birleşmeye esas alınacak mali tablolara ilişkin özel bağımsız denetim raporunda olumlu görüş bildirilmesine rağmen Kurulca yapılacak inceleme sonucunda gerekli görülmesi veya raporda şartlı görüş bildirilmesi durumlarında, söz konusu durumlara neden olan hususlar çerçevesinde düzeltilmiş ve bağımsız denetçi tarafından onaylanmış mali tablolar bilirkişi incelemesine sunulmaktadır.

Bu durumda, bilirkişi raporu, düzeltilmiş mali tablolar esas alınarak hazırlanmakta, bağımsız denetim raporunda olumsuz görüş bildirilmesi veya görüş bildirilmemesi durumlarında ise söz konusu mali tablolar birleşme işlemine esas alınamamaktadır.

- Birleşme oranı, birleşmeye taraf ortaklıklarca benimsenen yöntem esas alınarak hesaplanır. Birleşme işleminde, özkaynak yönteminin uygulanması halinde sadece bu yönteme göre, özkaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde ise hem özkaynak yöntemi hem de seçilen diğer yönteme göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesi zorunludur.

Ayrıca borsa fiyatları esas alınarak birleşme oranının tespit edilebilmesi için; birleşmeye taraf ortaklıkların onay için Kurul'a başvuru yaptıkları tarih itibariyle,

- i) Halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, ortaklığın nominal sermayesine oranının en az %25 olması ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi,
- ii) Borsa fiyatının tespitinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasının esas alınması

zorunludur. Kurulca gerekli görülmesi halinde bu hususlarda değişiklik yapılabileceği gibi ek koşullar da aranabilir. Birleşme oranının belirlenmesinde, varlıkların rayiç değer üzerinden değerlemeye tabi tutulması suretiyle hesaplanan özkaynakların esas alınması halinde, değerlemeye konu gayrimenkuller Kurulca listeye alınan gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından değerlendirilir ve yapılan değerlemenin sonuçları bilirkişi raporuna esas alınır.

Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi incelemesine ek olarak nitelikleri Kurulca belirlenen uzman kuruluşlar tarafından yapılan inceleme rapora bağlanır.²⁷¹ Birleşmelere ilişkin olarak, uzman kuruluşun hazırlayacağı raporun Kurul tarafından değerlendirilmesinde aşağıdaki hususlar aranır.

- Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynak tespitleri,
- Birleşme işleminde, özkaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanabilecek en az iki yöntem ve bu yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranları ile bu yöntemler arasından birleşme işlemi için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesi,
- Birleşme işleminde kullanılacak her bir yönteme göre, gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarı ve artırım tutarının hesaplanma esasları,
- Birleşme oranının adil ve makul olup olmadığına ilişkin görüş,
- Kullanılan yöntemlerin söz konusu durumlarda yeterli olup olmadığına ilişkin açıklama ile değerlendirme yöntemleri ile ilgili bir sorun ile karşılaşmış ise, bu sorunlara ilişkin açıklama.

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

- Birleşme sözleşmesi, birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından ek:2'de belirtilen asgari unsurları içerecek şekilde hazırlanır.

²⁷¹ Bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalar.

- Birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından birleşme oranı başta olmak üzere birleşme sözleşmesini açıklayan, birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan ve değerlemeyi etkileyen hususlara yer veren ayrıntılı bir rapor hazırlanır.
- Birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantılarından önce ek:3'de yer alan belgelerle Kurula başvurularak onay alınması zorunludur. Söz konusu başvuru, Kurul tarafından Kanunun amaç ve ilkeleri çerçevesinde incelenerek sonuçlandırılır.
- Tebliğ ekinde yer verilen örneklere uygun olarak taraflarca hazırlanan ve Kurul tarafından onaylanan duyuru metninin ve eki birleşme sözleşmesinin, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklarca birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce ilan edilerek tasarruf sahiplerine duyurulması zorunludur. Ortaklıklar, mahalli gazetede ilan yükümlülüklerini ülke çapında dağıtılan gazetelerde ilan etmekle de yerine getirebilirler. Birleşmeye taraf ortaklıklardan en az birinin hisse senetlerinin Borsada işlem görmesi halinde, söz konusu duyuru metni ve eki birleşme sözleşmesi Borsa Bülteni'nde ve İMKB'nin web sayfasında da ilan edilmek üzere genel kurul toplantısından en az 30 gün önce Borsa'ya gönderilir.

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen ortaklıklarda ise duyuru metni ve eki birleşme sözleşmesi birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce başlamak üzere, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde yeni ortaklığın tesciline, ortaklık devralma yoluyla birleşmede ise sermaye artırımının tesciline, sermaye artırımının gerekmediği durumlarda ise birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısının tesciline kadar Kurul'un web sayfasında ilan edilir. Birleşme sözleşmesi, işleme taraf ortaklıkların son üç yıllık mali tabloları, varsa bağımsız denetim raporları ile faaliyet raporları, birleşmeye esas mali tablolara ilişkin bağımsız denetim raporları, bilirkişi raporu, uzman kuruluş raporu, birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan yönetim kurulu raporu, duyuru metni, birleşmeye

esas mali tablo tarihi ile birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki en son 3 aylık ara mali tablolar, 3 yıllık hedeflerin ortaya konulduğu tahmini mali tablolar ile birleşme sonrası tahmini açılış bilançosu birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce pay sahiplerinin bilgilendirilmesi amacıyla işleme taraf ortaklıkların merkez ve şubelerinde incelemeye açık bulundurulur. Ayrıca, ortaklar masrafi ortaklığa ait olmak üzere söz konusu belgelerin birer suretini isteyebilirler.

Kurul onayından sonra birleşme sözleşmesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların genel kurullarında onaylanır. Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde devralan ortaklığın genel kurulunda devralma ve sermaye artırımı kararı alınırken, devrolan ortaklığın genel kurulunda devrolma ve bu suretle infisah kararı alınır. Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise birleşmeye taraf ortaklıkların genel kurullarında birleşme ve bu suretle infisah kararı alınır.

Genel kurulların birleşmeye ilişkin olarak verdikleri kararlar, varsa imtiyazlı pay sahiplerinin, intifa senedi sahipleri ile tahvil ve benzeri borçlanma senetleri sahiplerinin yapacakları özel bir toplantıda verecekleri kararlar onaylanmadıkça uygulanamaz.

Birleşmeye taraf ortaklıkların 13'üncü madde çerçevesinde yapılan genel kurul toplantılarını takip eden 15 gün içerisinde;

- i) Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde ihraç edilecek hisse senetleri ile devralan ortaklığın Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerinin,
- ii) Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise birleşme neticesinde kurulacak olan yeni ortaklığın, birleşme nedeniyle tüzel kişilikleri sona eren ortaklıkların Kurul kaydında bulunmayan sermayesine isabet eden hisse senetlerinin

kayda alınması için Kurula yapılan başvuru, Kurul tarafından Kanun'un amaç ve ilkeleri çerçevesinde incelenerek, hisse senetleri kayda alınır.

Ortaklık devralma yoluyla birleşme sonrasında ulaşılabacak sermaye tutarı

Özkaynak veya rayiç değer yöntemlerinin kullanılması durumunda, ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemi sonrasında ulaşılabacak sermaye artırımının tutarı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

| | |
|--|-----|
| Devralan ortaklığın özkaynağı | : A |
| Devrolan ortaklığın (birden fazla ise ortaklıkların) özkaynağı | : B |
| Devralan ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi | : C |

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

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

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

Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme sonrasında yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların çıkarılmış/ödenmiş sermayelerinin toplamından oluşur. Birleşme işlemine taraf ortaklıkların, birleşme işlemine taraf bir diğer ortaklığın iştiraki olması ve benzeri durumlar, her bir ortaklık için birleşme oranının hesaplanmasında dikkate alınır ve yeni kurulacak ortaklığın sermayesi bu suretle belirlenir.

Birleşme işlemine taraf ortaklıklardan herhangi birinin tabi olduğu diğer mevzuat hükümleri ile aracı kurumların ve yatırım ortaklıklarının birleşmelerine ilişkin Kurul düzenlemeleri saklıdır. Ortaklık devralma veya yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde genel hükümlere uyulur.

3.1.3 Rekabet Mevzuatı Açısından

Türk Hukuku'nun Avrupa Birliği düzenlemeleriyle uyumlaştırılmasına yönelik düzenlemeler çerçevesinde 1994 yılında 4054 sayılı “ Rekabetin Korunması Hakkında Kanun” yürürlüğe sokulmuştur. Kanun, ülkemizde mal ve hizmet piyasalarında rekabeti engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı anlaşma, karar ve uygulamalar ile piyasaya hâkim olan teşebbüslerin bu hâkimiyetlerini kötüye kullanmalarının önlenmesini amaçlamıştır.

Birleşme ve devralmalar, Kanunun 7 inci maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre “*Bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere devralmasının hukuka aykırı ve yasaktır*” ifadesine yer verilmiştir.

1997/1 sayılı ‘‘Rekabet Kurulu’ndan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ’’ metninde birleşme ve devralmalara ilişkin düzenlemelere yer verilmiş, tebliğin 2 inci maddesinde Rekabet Kurulu iznini gerektiren birleşme ve devralmalar belirtilmiştir.

- i) Bağımsız iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi
- ii) Herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün malvarlığını ya da ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması veya kontrol etmesi
- iii) Amaçlarını gerçekleştirmek üzere işgücü ve malvarlığına sahip olacak şekilde bağımsız bir iktisadi varlık olarak ortaya çıkan ve taraflar arasındaki veya taraflarla ortak girişim arasındaki rekabeti sınırlayıcı amacı veya etkisi olmayan ortak girişimler

Tebliğe göre, birleşme ve devralma sayılan hallerden; bir birleşme veya devralma sonucunda, taraf olan teşebbüslerin ülkenin tamamında veya bir bölümünde ilgili ürün piyasasında, toplam pazar paylarının piyasanın % 25’ini aşması veya bu oranı aşmasa bile toplam cirolarının 25 milyon TL’ni aşması halinde izin zorunluluğu bulunmaktadır.

Tebliğ’in 3 üncü maddesinde düzenlenen aşağıda açıklanan birleşme ve devralmalarda ise Kurul iznine gerek yoktur.

- i) Olağan faaliyetleri kendileri veya başkaları hesabına menkul kıymetlerle işlem yapmak olan teşebbüslerin yeniden satış amacıyla satın aldıkları menkul kıymetleri, bu menkul kıymetlerden doğan oy haklarının menkul kıymetleri çıkaran teşebbüsün rekabet politikalarını etkileyecek şekilde kullanmamaları kaydıyla geçici olarak ellerinde bulundurmaları,
- ii) Tasfiye, infisah, ödeme güçlüğü, ödemelerin tatil edilmesi, konkordato, özelleştirme yapılması amacıyla veya benzeri bir nedenle Kanun gereği bir kamu kurum ve kuruluşu tarafından elde edilmesi,

iii) Tebliğ'in 2 inci maddesinde belirtilen birleşme ve devralma sayılan hallerin miras yoluyla gerçekleşmesi.

Birleşme ve devralmalarda anlaşmanın Kurul'a bildirildiği tarihten itibaren 15 gün içinde ön inceleme yapılarak birleşme veya devralma işlemine izin verilmesi ya da nihai inceleme yapma üzere askıya alınması kararlarından birinin verilmesi gereklidir.

3.1.4 Bankacılık Mevzuatı Açısından

Dünya'da ve ülkemizde bankacılık sektörüne ilişkin yasal düzenlemeler ile bankacılıktaki yoğun rekabet ortamı, sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerin önemini giderek artırmakta, bu çerçevede sektörde bir konsolidasyon ortamının sağlanabilmesi açısından birleşme ve devralmalar büyük önem taşımaktadır.

Ülkemiz ekonomisinde 2001 yılında yaşanan krizin ardından bankacılık sektöründe yaşanan konsolidasyon eğilimi ile son yıllarda sektöre giriş yapmak isteyen yeni oyuncuların²⁷² yeni lisans alma olanaklarının sınırlı olması nedeniyle mevcut bankalara talip olmaları sektörün birleşme ve devralmalar açısından oldukça hareketli bir dönem geçirmesinde önemli rol oynamıştır.

Bankaların birleşme ve devirlerinde yetkili organları ilgili bankaların ortaklar genel kurullarıdır. Faaliyet konusu gereği olarak çok fazla sayıda mudisi ve kredi müşterisi bulunan bankaların TTK hükümleri çerçevesinde birleşme veya devrolmaları son derece güç olduğundan, yasa koyucu tarafından banka birleşme ve devirlerinde TTK hükümlerinin uygulanmaması ve söz konusu işlemlerle ilgili usul ve esasların Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenmesi öngörülmüştür.²⁷³

²⁷² Özellikle bu dönemde yaşanan konsolidasyon eğilimi ile yüksek oranlı büyüme çerçevesinde yabancı sermayeli finansal kurumların ülkemiz bankacılık sektörüne yönelik artan ilgisi 2008 yılında yaşanan küresel finans krizine kadar sürmüştür.

²⁷³ Seza Reisoğlu, Bankacılık Kanunu Şerhi, Yaklaşım Yayınları, 2007.

5411 sayılı Bankacılık Kanununun “Birleşme, Bölünme ve Hisse Değişimi” başlıklı 19. Maddesi uyarınca; *Türkiye’de faaliyette bulunan bankalardan birinin; diğer bir veya birkaç banka veya finansal kuruluş ile birleşmesi veya bütün aktif ve pasifi ile diğer hak ve yükümlülüklerini Türkiye’de faaliyette bulunan diğer bir bankaya devretmesi, bütün aktif ve pasifleri ile diğer hak ve yükümlülüklerini devir alması veya bölünmesi ya da hisse değişimi Kurulun (BDDK) iznine bağlıdır.*

Bu amaçla; BDDK tarafından 01.11.2006 tarihinde yayımlanan “Bankaların Birleşme, Devir, Bölünme ve Hisse Değişimi Hakkında Yönetmeliğin” “Tanımlar” başlıklı 4. Maddesinde birleşme ve devralmalar tanımlanmıştır:

Birleşme: Bir bankanın, bir veya birden fazla banka ya da finansal kuruluş ile tüzel kişilikleri sona ermek suretiyle tüm hak ve alacakları ile mevduat veya katılım fonları dahil tüm borç ve yükümlülüklerinin yeni kurulacak bir bankaya devrini,

Devir: Bir bankanın tüzel kişiliği sona ermek kaydıyla bütün aktif ve pasifi ile birlikte diğer hak ve yükümlülüklerini diğer bir bankaya devretmesini veya diğer bir veya birden fazla bankayı bütün aktif ve pasifi ve diğer hak ve yükümlülükleri ile birlikte devralmasını

ifade etmektedir.

Bankacılık Kanunu ve ilgili yönetmelik hükümlerine göre Bankalar, ancak Bankalar ile veya kanundaki tanımıyla diğer Finansal Kuruluşlar ile birleşebilmekte, dolayısıyla birleşmelerin ancak yeni bir Banka çatısı altında gerçekleştirilmesi mümkün olmaktadır. Mevcut bir banka bünyesinde birleşilmesi durumunda Yönetmeliğin devre ilişkin hükümleri uygulanmaktadır. Ayrıca, devir işlemlerinde Bankalar yalnızca diğer Bankaları devralabilmekte olup, Finansal Kuruluşları devralmaları mümkün değildir.

Yönetmelik uyarınca, birleşme, devir, bölünme ve hisse değişimi işlemlerinde banka ve finansal kuruluşların en az birinin Sermaye Piyasası Kanununa tabi olması halinde, söz konusu işlemler için sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde de izin alınması gereklidir. (Yönetmelik madde:22)

3.1.5 Vergi Mevzuatı Açısından

Vergi mevzuatında, şirketlerin güçlenmesi ve kaynakların daha etkin kullanılabilmesi açısından şirket birleşmelerini kolaylaştırmak amacıyla bir kısım vergisel avantajlar öngörülmüştür.²⁷⁴

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, Madde 18: Birleşme

- i) Bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme nedeniyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak, birleşmede tasfiye kârı yerine birleşme kârı vergiye matrah olur.
- ii) Tasfiye kârının tespiti hakkındaki hükümler, birleşme kârının tespitinde de geçerlidir. Şu kadar ki, münfesi kurumun veya kurumların ortaklarına ya da sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya dolaylı olarak verilen değerler, kurumun tasfiyesi halinde ortaklara dağıtılan değerler yerine geçer. Birleşilen kurumdan alınan değerler Vergi Usul Kanununda yazılı esaslara göre değerlendirilir.
- iii) Kanununun 17 inci maddesine göre tasfiye memurlarına düşen sorumluluk ve ödevler, birleşme halinde birleşilen kuruma ait olur.

²⁷⁴ Vergi mevzuatındaki birleşme ve devralmalara ilişkin düzenlemeler ağırlıklı olarak Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) ile 1 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliğinde yer almıştır.

Madde 19: Devir, Bölünme ve Hisse Değişimi

i) KVK, işletmelerin devrini birleşmenin özel bir türü olarak tanımlamaktadır. Kanunun uygulanmasında aşağıdaki şartlar kapsamında gerçekleşen birleşmeler devir hükmündedir:

- Birleşme sonucunda infisah eden kurum ile birleşilen kurumun kanunî veya iş merkezlerinin Türkiye'de bulunması²⁷⁵
- Müfeseh kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerinin, birleşilen kurum tarafından bir bütün halinde devralınması ve aynen bilançosuna geçirilmesi.²⁷⁶

ii) Kurumların yukarıdaki şartlar dahilinde tür değiştirmeleri de devir hükmündedir.

iii) Aşağıdaki işlemler bölünme veya hisse değişimi hükmündedir:

- a) Tam bölünme: Tam mükellef bir sermaye şirketinin tasfiyesiz olarak infisah etmek suretiyle bütün mal varlığını, alacaklarını ve borçlarını kayıtlı değerleri üzerinden mevcut veya yeni kurulacak iki veya daha fazla tam mükellef sermaye şirketine devretmesi ve karşılığında devredilen sermaye şirketinin ortaklarına devralan sermaye şirketinin sermayesini temsil eden iştirak hisseleri verilmesi, bu Kanunun uygulanmasında tam bölünme hükmündedir. Devredilen şirketin ortaklarına verilecek iştirak hisselerinin itibarî değerinin % 10'una kadarlık kısmının nakit olarak ödenmesi, işlemin bölünme sayılmasına engel değildir.

²⁷⁵ Tarafların her ikisinin de tam mükellefiyete tabi olması gereklidir. Vergi mevzuatı açısından dar mükellefiyete tabi kurumların işlemlerinin bu madde kapsamında değerlendirilmesi söz konusu değildir.

²⁷⁶ Buna göre infisah eden kurum ile birleşen kurumların bilanço kalemlerinin değişiklik yapılmadan konsolide edilmesi söz konusudur. Böylece, devir, iktisadi varlıkların cari değerleri ile kayıtlı değerleri arasındaki farktan kaynaklanan gizli yedekler dikkate alınmadan yapılacak, söz konusu varlıkların, birleşmenin bünyesinde gerçekleştiği şirket tarafından elden çıkarılması durumunda vergilendirme yapılacaktır. Ender İnelli, "İştirak Ettiği Şirketi Devralan Kurumlarda Devir Sonrası Bilançoda Özsermayenin Tespitine İlişkin Özellikli Bir Durum", Vergi Dünyası, Sayı:351, Kasım 2010, s.85.

b) Kısmî bölünme: Tam mükellef bir sermaye şirketinin veya sermaye şirketi niteliğindeki bir yabancı kurumun Türkiye'deki iş yeri veya daimî temsilcisinin bilânçosunda yer alan taşınmazlar ile en az iki tam yıl süreyle elde tutulan iştirak hisseleri ya da sahip oldukları üretim veya hizmet işletmelerinin bir veya birkaçını kayıtlı değerleri üzerinden aynî sermaye olarak mevcut veya yeni kurulacak tam mükellef bir sermaye şirketine devretmesi, bu Kanunun uygulanmasında kısmî bölünme hükmündedir.

Ancak, üretim veya hizmet işletmelerinin devrinde, işletme bütünlüğü korunacak şekilde faaliyetin devamı için gerekli aktif ve pasif kalemlerin tümünün devredilmesi zorunludur. Kısmî bölünmede devredilen varlıklara karşılık edinilen devralan şirket hisseleri, devreden şirkette kalabileceği gibi doğrudan bu şirketin ortaklarına da verilebilir. Taşınmaz ve iştirak hisselerinin bu bent kapsamında devrinde, devralan şirketin hisselerinin devreden şirketin ortaklarına verilmesi halinde, devredilen taşınmaz ve iştirak hisselerine ilişkin borçların da devri zorunludur.

c) Hisse değişimi: Tam mükellef bir sermaye şirketinin, diğer bir sermaye şirketinin hisselerini, bu şirketin yönetimini ve hisse çoğunluğunu elde edecek şekilde devralması ve karşılığında bu şirketin hisselerini devreden ortaklarına kendi şirketinin sermayesini temsil eden iştirak hisselerini vermesi, bu Kanunun uygulanmasında hisse değişimi hükmündedir. Hisseleri devralınan şirketin ortaklarına verilecek iştirak hisselerinin itibari değerinin %10'una kadarlık kısmının nakit olarak ödenmesi, işlemin hisse değişimi sayılmasına engel değildir.

iv) Bu maddeye göre yapılacak bölünmelerde aktifi ve pasifi düzenleyici hesaplar, ilgili olduğu aktif veya pasif hesapla birlikte devrolunur.

v) Maliye Bakanlığı devir, bölünme ve hisse değişimi işlemleri ile ilgili usûllerin belirlenmesinde yetkilidir.

Kanun koyucu, vergi avantajları sağlayarak devir yoluyla birleşmeleri kolaylaştırma, işletmelere tasfiye yoluna gitmeksizin yapılanma olanağı sağlamayı amaçlamaktadır.²⁷⁷

Madde 20 : Devir, Bölünme ve Hisse Değişimi Hallerinde Vergilendirme

i) Devirlerde, aşağıdaki şartlara uyulduğu takdirde, münfesi kurumun sadece devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilmekte, birleşmeden doğan kârlar ise hesaplanmayarak vergilendirilmemektedir.

a) Şirket yetkili kurulunun devre ilişkin kararının Ticaret Sicilinde tescil edildiği tarih, devir tarihidir. Münfesi kurum ile birleşilen kurum tarafından;

- *Devir tarihi itibarıyla hazırlayacakları ve müştereken imzalayacakları münfesi kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesi ile,*
- *Devir işleminin hesap döneminin kapandığı aydan kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği ayın sonuna kadar geçen süre içerisinde yapılması halinde, münfesi kurumun önceki hesap dönemine ilişkin olarak hazırlayacakları ve müştereken imzalayacakları münfesi kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesinin*

birleşmenin Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edildiği tarihten itibaren otuz gün içinde münfesi kurumun bağlı bulunduğu vergi dairesine verilmesi gereklidir.

b) Birleşilen kurum, münfesi kurumun tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer ödevlerini yerine getireceğini münfesi kurumun birleşme sebebiyle verilecek olan kurumlar vergisi beyannamesinin ekinde vereceği bir taahhütname ile taahhüt eder. Mahallin en büyük mal memuru, bu hususta birleşilen kurumdaki teminat isteyebilir.

²⁷⁷ Serdar Kuşçu, “Devir Yoluyla Birleşme”, Vergi Raporu, Temmuz 2010, s.96.

ii) Kanunun 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasına göre gerçekleştirilen bölünmelerde, aşağıdaki şartlara uyulduğu takdirde bölünme suretiyle münfesi kurumun sadece bölünme tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilir; bölünmeden doğan kârlar ise hesaplanmaz ve vergilendirilmez:

a) Şirket yetkili kurulunun bölünmeye ilişkin kararının Ticaret Sicilinde tescil edildiği tarih, bölünme tarihidir. Bölünen kurum ile bu kurumun varlıklarını devralan kurumlar tarafından,

- *Bölünme tarihi itibarıyla hazırlayacakları ve müştereken imzalayacakları bölünen kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesi ile,*
- *Bölünme işleminin hesap döneminin kapandığı aydan kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği ayın sonuna kadar geçen süre içerisinde yapılması halinde, bölünen kurumun önceki hesap dönemine ilişkin olarak hazırlayacakları ve müştereken imzalayacakları bölünen kuruma ait kurumlar vergisi beyannamesinin*

bölünmenin Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edildiği tarihten itibaren otuz gün içinde bölünen kurumun bağlı olduğu vergi dairesine verilmesi gereklidir.

b) Bölünen kurumun varlıklarını devralan kurumlar, bölünen kurumun bölünme tarihine kadar tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarından müteselsilen sorumlu olacaklarını ve diğer ödevlerini yerine getireceklerini, bölünme nedeniyle verilecek olan kurumlar vergisi beyannamesine ekleyecekleri bir taahhütname ile taahhüt ederler.²⁷⁸

iii) Bu Kanunun 19 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında belirtilen işlemlerden doğan kârlar hesaplanmaz ve vergilendirilmez. 19 uncu maddenin üçüncü fıkrasının (b) bendine göre gerçekleştirilen kısmî bölünme işlemlerinde, bölünen kurumun bölünme

²⁷⁸ Mahallin en büyük mal memuru, bu hususta bölünen kurum ile bu kurumun varlıklarını devralan kurumdan teminat isteyebilir.

tarihine kadar tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarından bölünen kurumun varlıklarını devralan kurumlar, devraldıkları varlıkların emsal bedeli ile sınırlı olarak müteselsilen sorumludur.

1 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği, Madde 18.1: Birleşme

Bir veya daha fazla kurumun diğer bir kurumla birleşmesi durumunda, birleşme sebebiyle infisah eden kurumların birleşme kârı için tasfiye hükümleri geçerli olacaktır. Ancak, birleşmede tasfiye kârı yerine birleşme kârı vergiye matrah olur. Dolayısıyla, birleşme tarihine kadar, birleşen kurumda ortaya çıkan faaliyet kârları ile birlikte değer artışlarının da vergilendirilmesi gerekecektir.

Birleşme kârının hesaplanması sırasında, birleşen kurumların ortaklarına birleşilen kurum tarafından verilen değerler, transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımı hükümlerine göre belirlenir.

Vergili birleşme olarak da ifade edilebilen bu tür birleşmelerde, tasfiye kârının tespiti hakkındaki hükümler, birleşme kârının tespitinde de geçerlidir. Şu kadar ki; münfesi kurumun veya kurumların, ortaklarına ya da sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya dolaylı olarak verilen değerler, kurumun tasfiyesi halinde ortaklara dağıtılan değerler yerine geçer.

Öte yandan, birleşilen kurumdan alınan değerler Vergi Usul Kanununda yazılı esaslara göre değerlendirilecektir. Ayrıca, tasfiye hükümlerine göre tasfiye memurlarına düşen sorumluluk ve ödevler, birleşme halinde birleşilen kuruma ait olacaktır.

Madde 19.1 : Devir

Kurumlar Vergisi Kanununun 19 uncu maddesinin birinci ve ikinci fıkrası, birleşmenin özel bir türünü devir olarak tanımlamakta, tam mükellef kurumlar arasında kayıtlı değerler üzerinden ve kül halinde devralma suretiyle gerçekleştirilen işlemler devir olarak nitelendirilmektedir.

Buna göre, aşağıdaki şartlar dahilinde gerçekleşen birleşmeler devir hükmündedir:

- *Birleşme sonucunda infisah eden kurum ile birleşilen kurumun kanuni veya iş merkezlerinin Türkiye’de bulunması,*
- *Münfesih kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerinin, birleşilen kurum tarafından bir bütün halinde devralınması ve aynen bilançosuna geçirilmesi.*

Devir tarihi, şirket yetkili kurulunun devre ilişkin kararının Ticaret Sicilinde tescil edildiği tarihtir. Kurumların yukarıdaki şartlar çerçevesinde tür değiştirmeleri de devir hükmündedir.

Bir kurumun kendisinde iştiraki bulunan veya iştirak ettiği başka bir kurumu kül halinde devralması nedeniyle kurum bünyesinde yapacağı sermaye artışının söz konusu iştirak paylarına isabet eden tutarda daha az gerçekleşmesi KVK 19 uncu maddesinin birinci fıkrasında belirtilen şartların ihlali anlamına gelmemektedir. İştirakler hesabında yer alan değer, iştirak hisselerinin itibari değerine eşit olmaması halinde aradaki müspet veya menfi farkın kurumun vergiye tabi kazancının tespiti ile ilgilendirilmeksizin geçici hesaplarda izlenmesi ve bu geçici hesapların vergiye tabi kurum kazancının tespiti ile ilişkilendirilmeksizin kurum kayıtlarında sona erdirilmesi de mümkündür.

Madde 20.1: Devir halinde vergilendirme ve beyan

KVK 19 uncu maddesine uygun olarak yapılacak devirlerde, aşağıdaki açıklamalar çerçevesinde münfesih kurumun sadece devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilecek, birleşmeden doğan kârlar ise hesaplanmayacak ve vergilendirilmeyecektir.

Devir tarihi, Şirket yetkili kurulunun devre ilişkin kararının Ticaret Sicilinde tescil edildiği tarihtir. Devre ilişkin kurumlar vergisi beyannamesi, birleşmenin Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edildiği tarihten itibaren otuz gün iÇinde münfesih kurumun bağlı bulunduğu vergi dairesine verilecektir. Beyanname, münfesih kurum ile birleşilen kurum tarafından devir tarihi itibarıyla hazırlanacak ve müştereken imzalanacaktır. Devir tarihi itibarıyla hesaplanan kazanç beyannameye dahil edilerek vergilendirilirken, bu tarihten sonraki işlemlerden doğan kazanç, devralan kuruma ait olmaktadır.

Birleşilen kurumun, münfesih kurumun tahakkuk etmiş ve edecek vergi borÇlarını ödeyeceğini ve diğer ödevlerini yerine getireceğini münfesih kurumun birleşme sebebiyle verilecek olan kurumlar vergisi beyannamesinin ekinde vereceği bir taahhütname ile taahhüt etmesi gereklidir.²⁷⁹

Öte yandan, geÇici vergi beyannamesinin verilme sresinden önce aynı döneme ilişkin olarak devir işlemleri nedeniyle kurumlar vergisi beyannamesi verilmesi halinde, bu dönem iÇin ayrıca geÇici vergi beyannamesi verilmeyecektir. Devir nedeniyle münfesih hale gelen kurumun, devir tarihine kadar ödediği geÇici vergiler, devir dolayısıyla vergilenecek devir öncesi kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisinden mahsup edilebilecek, mahsup edilemeyen tutarın kalması halinde, bu tutar birleşilen kurumun kurumlar vergisinden mahsup edilecektir.

Madde 21.2 : Tasfiye ve birleşme işlemlerinde verginin denmesi

Tasfiye ve birleşme hallerinde, tasfiye edilen veya birleşen kurumlara ait beyannameler tasfiyenin sona erdiği tarihi takip eden otuz gün iÇinde kurumun bağlı olduğu vergi dairesine verileceğinden, bu beyannamelere göre tahakkuk eden vergilerin beyanname verme süresi iÇinde ödenmesi gerekmektedir.

²⁷⁹ Verilecek beyannamelerin ekine söz konusu taahhütname ile devre ilişkin bilanŐonun ve gelir tablosu da yer almalıdır.

Tasfiye edilen veya birleşen kurumların bu Kanuna göre tahakkuk etmiş olup henüz vadeleri gelmemiş bulunan vergileri de aynı süre içinde ödenecektir. Öte yandan, tasfiyesi devam eden kurumlarda, müstakil tasfiye dönemlerine ait beyannamelerin hesap dönemini takip eden dördüncü ayın 25. günü akşamına kadar verilmesi, tahakkuk eden vergilerin de aynı ayın sonuna kadar ödenmesi gereklidir.

Madde 21.3 : Devir ve tam bölünme işlemlerinde verginin ödenmesi

KVK 19 ve 20 nci maddelerine göre gerçekleşen devir ve tam bölünmelerde, münfesih kurum adına kıst döneme (hesap dönemi başından devir veya bölünmenin gerçekleştiği tarihe kadar geçen süreye) ilişkin tahakkuk eden vergilerin, devralan veya birleşilen kurumun devir veya bölünmenin gerçekleştiği hesap dönemine ilişkin kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği ayın sonuna kadar devralan veya birleşilen kurumlarca ödenmesi gerekmektedir. Dolayısıyla bu kurumların, münfesih kurumlara ait vergileri de kendi vergileri ile birlikte aynı sürede ödemeleri gerekecektir.

Öte yandan, devir veya bölünme işlemlerinin hesap döneminin kapandığı aydan kurumlar vergisi beyannamesinin verildiği ayın sonuna kadar geçen süre içerisinde yapılması halinde, münfesih kurumun önceki hesap dönemine ilişkin kurumlar vergisi beyannamesi ile devir veya bölünme işlemine ilişkin beyannamesinin, devir veya bölünmenin gerçekleştiği tarihi izleyen otuz gün içinde verilmesi ve önceki hesap dönemine ilişkin tahakkuk eden vergilerin de bu süre içinde ödenmesi gerekmektedir.

Özellikle bankacılık sektörüne ilişkin birleşme ve devralmalar açısından önem taşıyan bir husus da, bankacılık sektörünü yakından ilgilendiren bir vergi türü Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) olup, Gider Vergileri Kanunu madde 29 uyarınca, Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre yapılan birleşme, devir, bölünme ve hisse değişimi işlemlerinden doğan kazançların BSMV'den müstesna olması öngörülmüştür.

3.2 AVRUPA BİRLİĞİ'NDE BİRLEŞME VE DEVRALMALARA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

Avrupa ülkeleri arasında Mart 1957'de imzalanarak 1 Ocak 1958 itibarıyla yürürlüğe giren Roma Anlaşması ile Avrupa Ekonomik Topluluğu (Ortak Pazar) kurulmuştur.

Avrupa Birliği ilk kez 1985 yılında finansal hizmetler alanında tek pazar hedefini ortaya koymuştur. Birlik politikalarının oluşmasında etkili olan 1995 tarihli Van Miert raporu doğrultusunda Birlik tarafından sınır ötesi işlemlerin rekabet ortamına etkilerine ilişkin düzenlemelerde Dünya Ticaret Örgütü düzenlemeleri esas alınmış ve diğer ülke ya da bölgelerle ikili görüşmelere ağırlık verilmiştir.²⁸⁰

Roma Anlaşmasında, rekabet koşullarının oluşturulması ve sürdürülmesine büyük önem verilmiş, özellikle karteller ya da hakim durumun kötüye kullanılması yoluyla topluluk bünyesinde rekabet ortamının bozulmasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Söz konusu hususların topluluk bünyesinde birleşme ve devralmalara da uygulanması, böylece bu tür işlemler yoluyla rekabetin sınırlandırılmasının önlenmesi hedeflenmiştir.

Roma Anlaşmasını izleyen dönemde Avrupa ülkelerinde şirket birleşmelerine ilişkin ilk düzenleme İngiltere'de hayata geçirilmiştir.²⁸¹ İngiltere örneği diğer Avrupa ülkelerinin düzenlemeleri üzerinde de etkili olmuştur. Özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren sermaye piyasalarındaki hızlı gelişmeye paralel olarak Kıta Avrupası ülkelerinde de halka açık şirketlere yönelik devralma girişimlerinin ortaya çıkması üzerine ilgili ülkelerde bu alanda yapılan düzenlemelerde artış gözlenmiştir. Başlangıçta bağlayıcılığı olmayan söz konusu düzenlemeler yerine bazı Avrupa ülkelerinde yasal düzenlemelere yer verilmiştir.

²⁸⁰ Simon J. Evenett, Alexander Lehmann, Benn Steil, "Antitrust Policy in an Evolving Global Marketplace", Antitrust Goes Global içinde, The Brookings Institution, 2000, s.19.

²⁸¹ Örneğin İngiltere'de finansal kurumlarca geliştirilen birleşme ve devralmalara ilişkin düzenleme (City code on takeovers and mergers) 1968 yılında yürürlüğe girmiştir. Düzenleme ile devralmaların belirli bir düzen içerisinde gerçekleşmesi ve süreçte tüm taraf şirket ortaklarına adil ve eşit muamele edilmesi öngörülmüştür.

Birlik düzeyindeki düzenlemelerde Avrupa Komisyonunun temel amacının şirketlerin yeniden yapılanmalarının desteklenmesi ve sermaye için tek pazar oluşturulması olduğu belirtilmektedir.²⁸² Birliğe üye ülkelerde birleşme ve devralmalara ilişkin düzenlemelerin uyumlaştırılması düşüncesi 1970'li yıllara kadar uzanmakla birlikte, ilk kez Aralık 1989'da topluluk mevzuatında yer verilen birleşmelere ilişkin düzenleme 21 Eylül 1990 itibariyle yürürlüğe girmiştir.²⁸³

1998 yılında tekrar gözden geçirilen düzenleme uyarınca, belirli satış hasılatı eşiklerini aşan veya belirlenen diğer kriterleri sağlayan şirket birleşmelerinin Avrupa Komisyonunun birleşmelere ilişkin birimince (merger task force) gözden geçirilmesi öngörülmüştür. Düzenleme uyarınca Birlik boyutunda yoğunlaşmayı artıran birleşme ve devralmalar ile ortak girişimlere (joint venture) ilişkin onay süreci oluşturulmuştur.

i) **Ciro Eşikleri :**

- Satış hasılatının küresel olarak 5 milyar Euro'yu, Birlik bünyesinde 250 milyon Euro'yu aşması
- Satış hasılatının küresel olarak 2,5 milyar Euro'yu, Birliğe üye üç ülkede 100 milyon Euro'yu aşması

ii) **Kapsam:** Birleşme ve devralmalar, ortak teşebbüsler ve kontrol hissesinin ele geçirildiği işlemlerden kaynaklanan yoğunlaşmalar. (Banka ve finansal kurumların işlemleri kapsam dışı tutulmuştur)

iii) **Ön Bildirim:** Firmalar tarafından en geç anlaşmaya varılmasından ya da pay alım tekliflerinin sunulmasından önceki hafta Komisyona başvuruda bulunulmalıdır.

²⁸²Erik Berglöf, Mike Burkart, "Reforming takeover regulation in Europe", The Internationalisation of Asset Ownership in Europe, Cambridge University Press, Harry Huizinga, Lars Jonung (ed.), 2005, s.32.

²⁸³Erik Berglöf, Mike Burkart, a.g.m, s.52.

İzleyen yıllarda da devam eden mevzuatın gözden geçirilmesi çalışmalarının sonucunda yürürlüğe sokulan şirket devralmalarına ilişkin yönerge²⁸⁴ ile hedef şirketlerde tüm ortakların eşit muameleye tabi tutulması ve şirket ortaklarına karar alabilmeleri için gerekli bilgiler ile yeterli sürenin verilmesi amaçlanmıştır. Düzenlemede, hedef şirket yönetim kurulları tarafından ortakların çıkarlarına uygun hareket edilmesi ve ortakların seçim hakkının engellenmemesi de öngörülmüştür. Düzenlemenin önemli amaçlarından biri de hedef ve alıcı şirket hisselerinde yapay hareketlerin oluşmasına sebebiyet verilmemesidir. Ayrıca, alıcı tarafından, nakden veya diğer yöntemlere göre yapılacak ödemenin tevsiki ile teklifin geçerlilik süresinin belirlenmesi ve teklif süresinin aşırı uzun tutulmaması düzenlenmiştir.

Avrupa Birliği yönergesinin en önemli ayaklarından biri çağrı yükümlülüğüdür. (mandatory bid) Çağrı yükümlülüğü alıcının hedef şirketin tüm hisseleri için çağrıda bulunmasını ifade etmektedir. Çağrı yükümlülüğünü tetikleyen pay edinim eşliğinin belirlenmesi ise üye ülkelere bırakılmıştır. Öte yandan, ABD'deki düzenlemelerde çağrı yükümlülüğüne yer verilmemiş olup, alıcı şirketlere bu alanda geniş bir hareket serbestliği sağlanmıştır.

Avrupa Birliği yönergesi ile düzenlenen çok önemli diğer ilkeler ise Yönetim Kurulunun tarafsızlığı ile Oy Haklarının Sınırlanmasıdır. Yönetim Kurulunun tarafsızlığı (board neutrality) ilkesi, alıcı tarafından hedef şirket hisselerine istenmeyen alım teklifi getirilmesi durumunda hedef şirket yönetim kurulunun kendiliğinden şirketin ele geçirilmesine karşı önlem alınmaması gerektiğini belirtmektedir. Hedef şirket ortaklar genel kurulunun yönetim kurulunu yetkilendirmesi durumunda ise söz konusu önlemlerin alınabileceği doğaldır. Avrupa Birliği yönergesi; hedef şirket yönetim kurullarınca, ortaklar genel kurulu onayı olmaksızın alternatif alıcılardan teklif arayışına olanak tanımakta, öte yandan alıcının teklifinin engellenmesi amacıyla hedef şirketin sermayesinde artırıma gidilmesine ise izin vermemektedir.²⁸⁵

²⁸⁴ "EU directive on takeover bids" Nisan 2004'te yürürlüğe girmiştir.

²⁸⁵ Alıcı şirketi teklifinin etkisizleştirilmesi amacıyla hedef şirket sermayesinde artırıma gidilmesi ABD'de ise yasa dışı değildir.

Birlik düzenlemesinin alıcı şirketler lehine en önemli ayaklarından biri de Oy Haklarının Sınırlanmasıdır.²⁸⁶ (breakthrough rule) Kural, hedef şirketlerin ele geçirilmesine ilişkin ortaklar tarafından yapılacak genel kurul toplantılarında her bir hissenin bir oy hakkına sahip olmasını düzenlemektedir.

Birlik düzenlemeleri ile ABD'deki düzenlemeler arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır. Avrupa Birliği organlarıncı konuya ilişkin düzenlemelerin geliştirilmesi sürecinde; temel olarak başlıca taraflar ile yapılan görüş alış verişi, üye ülkeler arasında yürütülen görüşmeler çerçevesinde politikacıların ortak bir noktada buluşması ve lobi faaliyetleri etkili olmuştur. Buna karşın, ABD'de konuya ilişkin temel düzenlemeleri uygulamaya ilişkin mahkeme kararlarının oluşturduğu görülmektedir.²⁸⁷

Genel olarak ABD'nin yaklaşımı hem hedef hem de alıcı şirkete birleşme ve devralmalar konusunda geniş bir hareket alanı tanımakta, örneğin, zorunlu çağrı yükümlülüğü bulunmamakta, ayrıca istenmeyen teklifler konusunda hedef şirket yönetim kurullarıncı ortaklar genel kurulu kararı alınmaksızın önleyici tedbirler alınabilmektedir. Avrupa Birliğindeki katı düzenlemelerin, birleşme ve devralmaları güçleştirmekle birlikte, özellikle hedef şirket ortaklarının haklarının korunmasında etkili olduğu belirtilmektedir. ABD'de anti-tröst otoriteler bir birleşmeyi durdurmak için yargı kararına gereksinim duyarken Avrupa Birliği'ndeki düzenlemelerde ise yargı kararı zorunluluğu öngörülmemiştir.

Avrupa Komisyonu tarafından 2000'li yıllarda özellikle büyük ölçekli sınır ötesi birleşmeler yakından incelenmiş, Avrupa Birliğinde rekabet ortamını olumsuz etkileyeceği gerekçesiyle bir kısım birleşme ve devralmalara onay verilmemiş ya da önleyici tedbirler öngörülmüştür.²⁸⁸

²⁸⁶ Oy Haklarının Sınırlanması konusunda Birliğe üye bir kısım ülkelerin şiddetli itirazları olmuş, itiraz edenlerin başını Almanya çekmiştir. Sonuç olarak bu konuda üye ülkelere bu konuda düzenleme olanağı tanınmıştır. Marc Goergen, "Takeover Regulation: Lessons from Europe", European Corporate Governance Institute.

²⁸⁷ ABD Delaware Eyaleti mahkeme kararlarının, ABD'de birleşme ve devralmalara ilişkin öncü ve en etkili yasal düzenlemeler olduğu belirtilmektedir. William Magnuson, "Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach", yayımlanmamış makale, 2009, s.4.

²⁸⁸ 2000'li yıllarda ABD'de izin verilen General Electric-Honeywell ve World Com-Sprint birleşmesi gibi bir kısım birleşmelere birlik tarafından onay verilmemesi, birliğin yetkilerini Avrupa

BÖLÜM 4

TÜRKİYE’DE BİRLEŞME VE DEVRALMALAR VE İMKB’DA BİR UYGULAMA

4.1. TÜRKİYE’DE BİRLEŞME VE DEVRALMALAR

Ülkemizde İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planında özellikle özel sektör işletmelerinin gelişmesi hedeflenmiş, bu doğrultuda şirketleşme, sermaye artırımları ve birleşmelerin desteklenmesi önem kazanmıştır.²⁸⁹ Bununla birlikte, ortaklık kültürünün yeterince gelişmemesi, kurumsallaşma eksiklikleri ve finansman olanaklarının sınırlı olması gibi unsurlar şirket birleşmelerinin gelişmesini uzun süre olumsuz etkilemiştir. Öte yandan, 1970 ve 1980’li yıllarda iş dünyasında aynı grup içinde yer alan şirketlerde verimlilik artışına yönelik olarak ya da ticari bankaların alacaklarının tahsil edilebilmesi açısından devralmalara başvurulduğu da gözlenmiştir.

1990’lı yıllarda ülkemizde sermaye piyasalarının gelişimine paralel olarak birleşme ve devralmalar kamuoyunun gündeminde daha fazla yer almaya başlamıştır. Özellikle 2001 krizini izleyen dönemde önce tedricen artış gösteren birleşme ve devralmalar, 2005 yılından itibaren büyük ölçekli özelleştirmelerin de etkisiyle çok hızlı gelişme göstermiştir.

Ernst & Young’ın Birleşme ve Satın Alma İşlemleri çalışmasına göre Türkiye’de 2002 yılında toplam 54 adet birleşme ve satın alma gerçekleştirilmiştir. Bunlardan 34’ünün işlem değeri kamuya açıklanmış olup değeri açıklanan birleşme ve satın almaların toplam değeri 613,7 milyon \$ düzeyinde gerçekleşmiştir.²⁹⁰

kökenli şirketleri daha geniş ölçekli ABD’li firmaların rekabetinden koruma amacıyla kullandığı yönünde eleştirilerin dile getirilmesine neden olmuştur.

²⁸⁹ Mehmet Bahtiyar, “Türk Ticaret Kanunu ile Avrupa Birliği’nin 3. Konsey Yönergesi Açısından Anonim Ortaklık Birleşmeleri ve Denetimi”, Şirket Birleşmeleri içinde, Sumer, Persteiner (ed.), 2004, s.5.

²⁹⁰ Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu .

Dünya’da genel olarak 2002 yılı birleşme ve devralma faaliyetleri açısından durgun geçmiş, Türkiye’de ise 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin etkilerinin sürmesi nedeniyle birleşme ve devralma işlem hacminde önceki yıllara göre kayda değer bir gelişme olmamıştır.

2002 yılında alıcı tarafın bir Türk şirketi olduğu işlemlerin toplam değeri 368 milyon \$ olarak gerçekleşmiş olup, bu rakam açıklanan toplam işlem değerinin % 60’ını oluşturmuştur. 2002 yılında yurt dışında yerleşikler tarafından Türkiye’de gerçekleştirilen birleşme ve devralmalarda değeri açıklanan işlemlerin toplam hacmi yaklaşık 246 milyon \$ düzeyinde gerçekleşmiştir.

İşlem değeri itibariyle en fazla işlemin finansal hizmetler sektöründe gerçekleştiği 2002 yılında değer itibariyle en yüksek tutarlı işlem HSBC tarafından Advantage’ın satın alınması olmuştur. 2002 yılında gerçekleşen işlemlerde, hedef şirketlerin sektörel dağılımında, işlem değeri itibariyle ilk üç sıra, gıda, enerji ve finansal hizmetleri sektörleri tarafından paylaşılmıştır. 2001 yılında yaşanan krizin de etkisiyle bankacılık sektöründe yaşanan konsolidasyon eğilimi, enerji alanında yatırım ihtiyacı ile bu konuda ortaya çıkan özelleştirme fırsatları, gıda sektöründeki şirketlerin yapılanma çalışmaları ile pazar paylarını arttırma çabaları, 2002 yılında işlem hacminin üç sektörde yoğunlaşmasına katkıda bulunmuştur.

2003 yılında Türkiye’de birleşme ve devralmalar 2002 yılına kıyasla, işlem sayısı ve değer itibarıyla artış göstermiş, gerçekleşen 80 adet işlemde değeri kamuya açıklanan 54’ünün toplam değeri 1,4 milyar \$ düzeyinde oluşmuştur.²⁹¹ 2003 yılı birleşme ve devralmalarında özelleştirmelerin payında artış olmuş, bu çerçevede, 2002 yılındaki 2 adede karşılık 2003 yılında 29 adet özelleştirme gerçekleştirilmiştir. 2002 yılında 19 adet olan yurt dışında yerleşiklerce Türkiye’de gerçekleştirilen işlemlerin sayısı 2003’te 20’ye yükselmiştir. Yurt dışında yerleşiklerin işlemleri ağırlıklı olarak Avrupa kökenli şirketlerce yapılmıştır.

²⁹¹ Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2003 Raporu.

2003 yılında işlem adedi itibarıyla birleşme ve devralmaların sektörel dağılımında gıda ve içecek sektörü ile finansal hizmetler sektörleri ilk sıralarda yer almış, ortalama işlem değerinde artış gözlenmiştir. Değeri açıklanan işlemlerin ortalama işlem değeri 2002 yılındaki 18 milyon \$ düzeyinden 2003 yılında 26 milyon \$'a yükselmiştir. 2002 yılında 5 adet olan değeri 50 milyon \$ üzerindeki işlemlerin sayısı 2003'te 9 olarak gerçekleşmiş, yalnızca 1 adet olan 100 milyon \$'ı aşan işlem sayısı ise 4'e yükselmiştir.

2004 yılında ise, birleşme ve devralmalar açısından Dünya piyasalarındaki hareketliliğe paralel olarak Türkiye'de de işlem hacminde artış gerçekleşmiş, özellikle yılın ikinci yarısında oldukça canlı bir dönem yaşanmıştır. Gerçekleşen 91 adet işlemden, değeri kamuya açıklanan 67 adedinin toplam işlem değeri 2,5 milyar \$ düzeyinde oluşmuştur.²⁹²

Yurtdışında yerleşik şirketlerce gerçekleştirilen 18 adet birleşme ve devralmanın 13'ü Avrupa kökenli şirketlerce gerçekleştirilmiş, yurtiçinde yerleşiklerce yapılan birleşme ve devralmalarda 2003 yılında yaşanan artış eğilimi 2004 yılında da devam etmiştir. 2004 yılında madencilik ve turizm sektörlerinde hareketlilik gözlenmiş, gerçekleşen birleşme ve devralmaların sektörel dağılımına bakıldığında, madencilik ve turizm sektörlerin işlem adedi olarak ilk iki sırayı aldıkları görülmüştür. İşlem büyüklüğünde artış eğilimi 2004 yılında da devam etmiş, ortalama işlem büyüklüğü 27,5 milyon \$ düzeyinde gerçekleşmiştir.

Bu dönemde, büyük ölçekli özelleştirmeler, enerji sektöründeki büyük altyapı yatırımları ve bankacılık sektöründe gerçekleşen işlemlerde görülen artış eğilimi ortalama işlem büyüklüğündeki artışın temel nedenlerini oluşturmuştur. Değeri açıklanan işlemler içinde, özellikle 25-50 milyon \$ aralığındaki işlem adetleri hızla artmış, 2003 yılında 4 adet olan belirtilen değer aralığındaki işlem sayısı 2004 yılında 11 adede yükselmiştir.

²⁹² Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu.

2005 yılında Türkiye’de birleşme ve devralma faaliyetleri, önceki yıllara göre çok yüksek bir düzeyde oluşmuş, gerçekleşen 164 adet işlemden, değeri kamuya açıklanan 93’ünün toplam işlem değeri 30,4 milyar \$ düzeyine ulaşmıştır. Yurtiçinde politik istikrar ve olumlu makroekonomik gelişmelerin yanı sıra Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerinin başlaması da işlem hacimlerinin rekor seviyeye ulaşmasında etkili olmuştur.²⁹³

2005 yılında çok sayıda ve bir kısmı yüksek değerli özelleştirmeler gerçekleştirilmiş, özelleştirmelerin toplam birleşme ve devralma işlem hacmi içindeki payı değer itibariyle % 51 düzeyinde oluşmuştur. 2005 yılında, toplam değeri 15,5 milyar \$ düzeyinde gerçekleşen toplam 19 adet özelleştirme işleminin değer itibariyle % 88’i üç büyük özelleştirmeden kaynaklanmıştır.²⁹⁴ 2005 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinin yüksek düzeylere ulaşmasında etkili olan bir diğer gelişme ise TMSF’nin gerçekleştirdiği şirket satışları olmuş, gerçekleştirilen 18 adet işlemin toplam parasal değeri 6,4 milyar \$ düzeyinde oluşmuştur.

2005 yılında işlem hacmindeki artışa paralel olarak yurt dışında yerleşik yatırımcıların Türkiye’de birleşme ve devralmalara ilgisi önemli ölçüde artmıştır. 2002, 2003 ve 2004 yıllarında yabancı şirketlerce gerçekleştirilen işlem sayısı sırasıyla 19, 20, 18 iken bu sayı 2005’te 61’e çıkmıştır. Bu dönemde Türkiye’de yerleşik şirketlerce gerçekleştirilen işlem sayıları da önemli ölçüde yükselmiş, geleneksel büyüme yöntemi olan organik büyümenin yanı sıra birleşme ve satın almalar yoluyla da faaliyetlerin geliştirilmesi ve çeşitlendirilmesine yönelik girişimler artmıştır. 2005 yılında, Türkiye’ye yatırım yapan yurt dışında yerleşik şirketlerin menşesinde çeşitliliğin arttığı gözlenmiş, Avrupa ve ABD kökenli şirketlerin yanı sıra Uzakdoğu ve Rusya kökenli şirketler tarafından da Türkiye’de şirket satın almaları gerçekleştirilmiştir. Özellikle Körfez ülkelerinden Türkiye’ye yönelik işlemler kayda değer düzeyde artmıştır.

²⁹³ Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2005 Raporu.

²⁹⁴ 2005 yılında Türk Telekom, Tüpraş ve Erdemir sermayesindeki kamu paylarının kısmen veya tamamen devri blok satış yoluyla gerçekleştirilmiştir.

Birleşme ve devralmalar açısından çok hareketli bir yıl olan 2006 yılında gerçekleşen 154 adet işlemden, değeri kamuya açıklanan 96'sının toplam işlem değeri 18,3 milyar \$ düzeyinde oluşmuştur.²⁹⁵ 2006 yılında özellikle yabancı bankalar tarafından bankacılık sektöründe gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar ön plana çıkmıştır. Yurt dışında yerleşik yatırımcı ve şirketlerin alıcı konumunda bulunduğu 83 adet işlemde 16,7 milyar \$ düzeyinde birleşme ve devralma yapılmış, yurt içinde yerleşik şirket ve yatırımcılarca gerçekleştirilen 71 adet işlemin toplam işlem hacmi 1,7 milyar \$ düzeyinde kalmıştır. 2006 yılı işlemlerinin sektörel dağılımı incelendiğinde göze çarpan bir diğer önemli unsur ise, işlemlerin önceki yıllara göre daha fazla sektöre yayılmasıdır.

Birleşme ve devralmalar açısından 2005 yılında başlayan canlılık 2007 yılında da devam etmiş, gerek yerli gerek yabancı yatırımcıların ilgisi artarak devam etmiştir.²⁹⁶ Gerçekleşen 182 adet işlemden, değeri kamuya açıklanan 135 adedinin toplam işlem değeri 25,5 milyar \$ düzeyinde oluşmuştur. 2007 yılında yurtiçi şirket ve yatırımcıların payında bir önceki yıla göre artış gözlenmiş, yurtiçinde yerleşik yatırımcılar tarafından 90 adet işlemde 8,6 milyar \$ tutarında işlem gerçekleştirilmiştir.

2008 yılında, yurtiçi ve yurtdışındaki olumsuz etkenlerden ötürü Türkiye'de birleşme ve devralmalar bir önceki yıla göre adet ve tutar olarak kısmen azalmakla birlikte, yatırımcıların birleşme ve satın alma konusundaki ilgileri devam etmiştir. Yıl içinde çok sayıda birleşme ve satın almanın başarıyla tamamlanması, yerli ve yabancı yatırımcıların ülkemizin potansiyeline olan güveninin bir göstergesi olarak da algılanmıştır. Ernst & Young tarafından derlenen bilgilere göre, 2008 yılında ülkemizde toplam 171 adet birleşme ve satın alma gerçekleştirilmiş olup değeri açıklanan 92 adet işlemde, toplam değer 16,3 milyar \$'a ulaşmıştır.

2008 yılında çok büyük boyutlu işlem sayıları azalmış, bir milyar dolar sınırının üzerinde sadece 4 işlem gerçekleşirken, satın almalar küçük ve orta boyutlu şirketler üzerinde yoğunlaşmıştır. 2008 yılında birleşme ve satın almalarda enerji

²⁹⁵ Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu.

²⁹⁶ Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu.

sektörü ön plana çıkmıştır.²⁹⁷ Öte yandan, 2007 yılında en fazla faaliyetin gerçekleştiği finans sektöründe bazı işlemlerin iptali ya da ertelenmesi bu sektördeki hareketliliği 2008 yılında sınırlandırmıştır. 2007 yılında yabancı yatırımcıların toplam işlem hacminde değer itibariyle % 66 olan oranı 2008 yılında % 73'e yükselmiştir. Söz konusu artış temel olarak yerli yatırımcıların payındaki düşüş ile yüksek montanlı işlemlerin önemli bir kısmının yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmesinden kaynaklanmıştır.

2007 yılında işlem hacminde havalimanı işletmeciliği, işlem adedinde ise finansal hizmetler ilk sırada yer almıştır. 2008 yılında ise, Türkiye'nin artan enerji talebi doğrultusunda yerli ve yabancı yatırımcıların bu pazarda yer alabilme stratejisi çerçevesinde işlem hacmi bakımından enerji sektörü ilk sırada yer almış, en büyük ölçekli 10 işlemin 4'ü enerji sektöründe yapılmıştır. Yılın ikinci yarısındaki olumsuz gelişmelere rağmen, birleşme ve devralmalar açısından, 2008 yılı canlı bir yıl olmuştur. 2002-2008 döneminde ülkemizde gerçekleşen ve Ernst & Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri yıllık raporlarında yer alan toplam 896 adet birleşme ve satın almanın işlem değeri kamuya açıklanan 571'inin toplam değeri 95 milyar \$ düzeyindedir.

Tablo 18
Türkiye'de 2002-2008 Döneminde Birleşme ve Devralmalar²⁹⁸

| Yıllar | İşlem Adedi | İşlem Hacmi (Milyar \$) | GSYİH'ya Oranı (%) |
|--------|-------------|-------------------------|--------------------|
| 2002 | 54 | 0,6 | 0,3 |
| 2003 | 80 | 1,4 | 0,4 |
| 2004 | 91 | 2,5 | 0,6 |
| 2005 | 164 | 30,4 | 6,3 |
| 2006 | 154 | 18,3 | 3,5 |
| 2007 | 182 | 25,5 | 3,9 |
| 2008 | 171 | 16,3 | 2,2 |
| Toplam | 896 | 95,0 | |

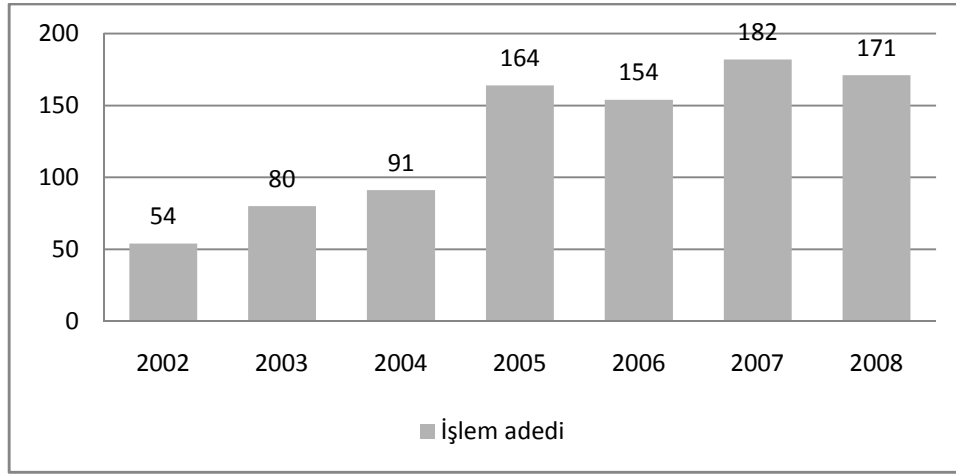
Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Raporları.

²⁹⁷ Elektrik dağıtım bölgelerinin yanı sıra iki önemli doğalgaz dağıtım şirketinin belediyeler tarafından satışı ve Akpet'in devri işlem hacmi içinde enerji sektörünün ağırlığını arttırmıştır.

²⁹⁸ Ernst&Young yıllık raporlarında yer verilen toplam işlem hacminin GSYİH (\$) düzeyine oranlanmasıyla hesaplanmıştır. GSYİH (\$) verileri, İş Yatırım Menkul Değerler Aylık Bültenleri ile <http://www.hazine.gov.tr> adresinden sağlanmıştır.

18 no.lu tablodan da görüldüğü gibi Türkiye’de birleşme ve devralmalar işlem hacminin GSYİH’ya oranı 2002 yılından itibaren güçlü bir artış eğilimine girmiştir. 2002 yılında % 0,3 düzeyinde olan toplam işlem hacminin GSYİH’ya oranı 2005 yılında % 6,3 düzeyine yükselmiş, 2006-2008 döneminde de 2005 öncesi döneme göre yüksek düzeyde seyretmeye devam etmiştir.

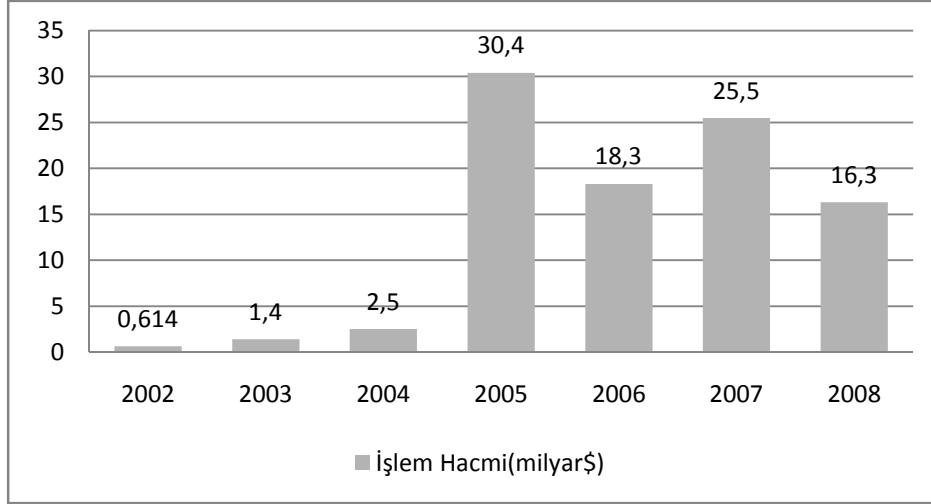
Ülkemizde birleşme ve devralmalar; 2005 yılında toplam işlem değeri, 2007 yılında ise toplam işlem adedi açısından rekor düzeye ulaşmıştır. Yabancı sermayenin özellikle bankacılık gibi belirli sektörlerde yoğun ilgisi, görece istikrar ortamı, özelleştirme ve TMSF işlemleri, özel sektörde büyük grupların portföy yapılandırma çalışmaları ile yurtiçi ve yurtdışı kaynaklardan finansman olanaklarının artması, özellikle 2005 yılından itibaren yaşanan hızlı gelişmenin arkasındaki itici gücü oluşturmuştur. 2005-2008 döneminde, küresel eğilimlere paralel olarak girişim sermayesi fonlarının işlemler içinde hem adet hem de hacimsel olarak paylarını arttırdıkları gözlenmiştir.²⁹⁹



Grafik 3
2002- 2008 Döneminde Türkiye’de Birleşme ve Devralma İşlem Sayıları
Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Raporları

²⁹⁹ Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu.

2002 ile 2008 döneminde birleşme ve devralmalarda artış eğilimi 4 no.lu grafikten de görüleceği gibi parasal işlem hacmi açısından daha da belirgin olup, bu durum yıllar itibariyle ortalama işlem büyüklüğünün büyümesinden kaynaklanmıştır.



Grafik 4
2002-2008 Döneminde Türkiye'de Birleşme ve Devralmaların İşlem Değeri

Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Raporları

Özellikle 2005 yılında işlem hacimlerinin rekor seviyeye ulaşmasını sağlayan büyük ölçekli, Türk Telekom, Tüpraş ve Erdemir gibi özelleştirmelerde parasal büyüklüklerin çok yüksek düzeyde oluşması, ortalama işlem büyüklüğünü yükseltmiştir.

Gerçekleşen birleşme ve satın almalarda, adetsel bazda işlemlerin % 51'lik kısmında şirket sermayesinin % 50'sinden daha fazla oranda devri söz konusu olmuştur.³⁰⁰ İşlemlerin % 7'lik kısmında ortaklık yapısı % 50 - % 50 oranında oluşmuş olup, birleşme veya satın alma işlemine konu şirket ya da işletmenin ortaklar arasında birlikte kontrolünden söz etmek mümkündür. İşlemlerin % 22'lik kısmında ise devre konu ortaklık payının % 50 oranının altında oluşması dolayısıyla azınlık payları edinimi söz konusu olmuş, % 20'lik kısmında ise pay devri oranı kamuya açıklanmamıştır.

³⁰⁰ Dolayısıyla söz konusu işlemler çerçevesinde ortaklık yapısının değişmesi sonucunda şirket yönetiminde kontrolün el değiştirdiğini varsaymak yanlış olmayacaktır.

2002-2008 döneminde, yerli yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen birleşme ve devralmalar düzenli olarak artış göstermiştir. Yabancı şirket ve yatırımcıların en büyük bölümünü oluşturan Avrupa kökenli şirketlerin Türkiye'ye olan ilgileri de dönem içinde sürekli artmıştır. Öte yandan, özellikle 2005 yılında, Körfez Ülkelerinden Türkiye'ye birleşme ve satın almalar konusunda yoğun bir fon girişi olmuştur. (Ek:4)

Tablo 19
Türkiye’de Birleşme ve Devralmaların Sektörel Dağılımı (2002-2008)

| Yıl | Sektör | İşlem Adedi | İşlem Değeri (Milyon \$) |
|------|--------------------|-------------|-----------------------------|
| 2002 | Finansal Hizmetler | 17 | 108,3 |
| | Gıda | 7 | 198,5 |
| | Bilişim | 6 | 5,6 |
| 2003 | Gıda ve İçecek | 11 | 387 |
| | Finansal Hizmetler | 8 | 30 |
| | Tekstil | 8 | 21 |
| 2004 | Madencilik | 14 | 266 |
| | Turizm | 12 | 367 |
| | Finansal Hizmetler | 11 | 232 |
| 2005 | Finansal Hizmetler | 18 | 4,822 |
| | Turizm | 11 | 642 |
| | Tekstil | 11 | 7 |
| 2006 | Finansal Hizmetler | 25 | 11,448 |
| | Enerji | 12 | 1,187 |
| | Hizmetler | 12 | 77 |
| 2007 | Finansal Hizmetler | 31 | 6,331 |
| | Enerji | 20 | 682 |
| | Gıda ve İçecek | 16 | 765 |
| 2008 | Üretim | 22 | 1,954 |
| | Finansal Hizmetler | 17 | 2,394 |
| | Enerji | 16 | 5,718 |

Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Raporları

2005 yılından itibaren yüksek düzeyde seyreden işlem hacmi, derinleşen küresel finansal kriz ile daralan finansman olanaklarının etkisiyle 2008 yılından itibaren azalma eğilimi göstermiştir.

7 yıllık dönem incelendiğinde işlem hacimlerinin parasal boyutu itibariyle her yıl en yüksek işlem hacmine sahip ilk 3 sektör arasına giren Finansal Hizmetler sektörü, 2005-2008 döneminde ise en yüksek toplam işlem hacminin gerçekleştiği sektördür.

Tablo 20
Türkiye’de Birleşme ve Devralmalarda Öne Çıkan Sektörler (2002-2008)

| Sektör | İşlem Adedi | İşlem Hacmi (Milyar \$) |
|---------------------------|-------------|-------------------------|
| Finansal Hizmetler | 127 | 25,3 |
| Enerji | 74 | 13,4 |
| Telekomünikasyon | 9 | 13,3 |
| Hava Limanı İşletmeciliği | 6 | 6,7 |
| Taşımacılık&Lojistik | 27 | 3,5 |
| Medya & Eğlence | 50 | 3,4 |
| Çimento | 26 | 3,3 |
| Perakende | 36 | 3,1 |
| Demir-Çelik | 5 | 3,1 |
| Üretim | 36 | 2,6 |

Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Yıllık Raporları

*: En yüksek parasal işlem hacminin olduğu ilk sekiz sektöre ilişkin değerlere yer verilmiştir.

2002-2008 döneminde, Türkiye’de şirket birleşme ve devralmalarında;

- İşlem adedi ve parasal işlem hacmi itibariyle en yüksek paya Finansal Hizmetler sektörünün sahip olduğu,
- Telekomünikasyon sektörünün 6 adet işlem ile adetsel bazda az sayıda işlem ile ikinci en yüksek parasal işlem hacmine ulaştığı,
- Hava Limanı İşletmeciliği sektöründeki işletme hakkı devri işlemlerinin de adetsel bazda az sayıda olmasına karşın ortalama işlem büyüklüğünün yüksek düzeyde oluşması nedeniyle yüksek düzeyde işlem hacmi yarattığı,

- 58'er adet işlem ile işlem sayıları itibariyle yüksek düzeyde faaliyete konu olan sektörler arasında Enerji ve Gıda & İçecek sektörlerinin yer aldığı,
- Gıda & İçecek sektörünün yukarıdaki tabloda yer verilen 8 sektör arasında en düşük ortalama işlem büyüklüğüne sahip olduğu belirlenmiştir.

2000 yılından itibaren on yıllık dönemde ülkemizde şirket birleşme ve devralmaları sonucunda hisse senetleri borsada işlem gören 20 şirketin hisse senetlerinin İMKB'da işlem sırası kapanmıştır. (Ek:5)

4.2 ARAŞTIRMA

4.2.1 Araştırma Yöntemi

Birleşme ve devralmaların performans ölçümüne ilişkin akademik çalışmalarda kullanılan yöntemler dört grup altında toplanmaktadır. Olay çalışması niteliğindeki çalışmalar genellikle, işlemin açıklanma tarihini esas alarak, açıklamanın, açıklama öncesinde ve sonrasında alıcı ve hedef firma hisse senetlerinin performansına etkisini irdelemektedirler.

İkinci grup çalışmalarda, olay çalışmasına göre daha uzun vadeli bir bakış açısıyla birleşme ve devralma işlemlerinin performansı mali tabloların analizi yoluyla araştırılmaktadır. Üçüncü yöntemde ise örnek olay bazında çok detaylı analizler yapılmaktadır. Bu yöntemin uygulanmasında, ele alınan tek ya da çok az sayıdaki örnek olay derinlemesine incelenerek birleşme ve devralmaya ilişkin detaylı bilgi ve değerlendirmeler yapılabilmektedir. Son olarak anketler ve taraf şirketlerin yöneticileriyle yüz yüze görüşmeler yapılması yoluyla da birleşme ve devralmaların değer yaratıp yaratmadığı sorusuna yanıt aranmaktadır.³⁰¹ Aşağıdaki tabloda söz konusu dört araştırma yöntemi karşılaştırılmaktadır.

³⁰¹ Bruner, a.g.m., s.4.

Tablo 21
Birleşme ve Devralmaların Performans Değerlendirmesinde Kullanılan
Araştırma Yöntemleri

| | Olay Çalışmaları | Mali Tablo Analizleri | Anketler ve Yüzyüze Görüşmeler | Örnek Olayların Detaylı İncelenmesi |
|----------------|---|--|--|--|
| Avantajları | <p>-Olay penceresinde getiriler doğrudan ölçülmektedir.</p> <p>-Hisse senedi fiyatlarının beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini yansıttığı varsayımıyla geleceğe dönük olarak performansa ilişkin ipuçları vermektedir.</p> | <p>-Bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar güvenilir veriler sağlamaktadır.</p> <p>-Yatırımcılarca şirket performansının değerlendirilmesinde kullanılan bu ölçütle değer yaratımı dolaylı olarak irdelenmektedir.</p> | <p>-Birleşme ve devralmanın başarısına ilişkin detaylı bilgiler elde edilmektedir.</p> | <p>-Objektif ve gerçek deneyimlerin çok detaylı incelenmesi söz konusudur.</p> |
| Dezavantajları | <p>-Hisse senedi piyasasının etkinliği varsayımı söz konusudur.</p> <p>-Olay penceresinde birleşme ve devralma dışında hisse senedi fiyatlarını etkileyen diğer olaylar da söz konusudur.</p> | <p>-Raporlama ilkelerinin zaman içinde değişmesi uzun dönemli karşılaştırmaları güçleştirmektedir.</p> <p>-Tarihsel veriler irdelenmektedir.</p> <p>-Enflasyonist ve deflasyonist eğilimler mali tabloları çarpıtabilmektedir.</p> | <p>-Anketlerin yanıtlanma oranı genellikle düşüktür.</p> <p>-Yöneticilerin değerlendirmeleri değer yaratımından çok diğer subjektif unsurlara dayalı olabilir.</p> | <p>-Az sayıda örnek olayın incelenmesi genele yönelik çıkarımların yapılmasına engel olabilir.</p> |

Kaynak: Robert F. Bruner, “Does M&A Pay ? A Survey of Evidence for the Decision-Maker “, s.16’dan uyarlanmıştır.

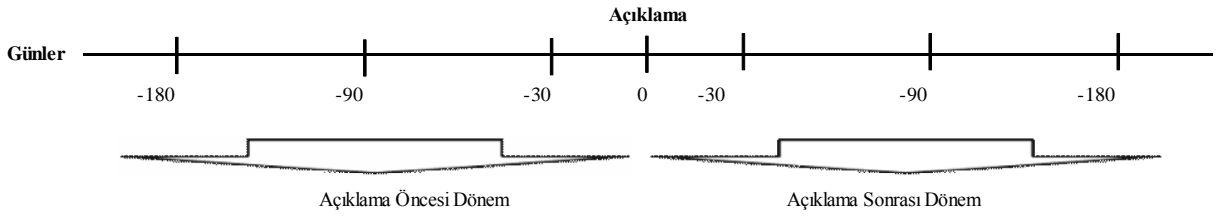
Özellikle 1970’li yıllardan itibaren, birleşme ve devralmanın oluşturduğu olay penceresinde taraf şirket hisse senedi getirilerinin analizi, literatürde birleşme ve devralmaların kısa dönemli getiri etkilerinin incelenmesinde kullanılan temel yöntem olmuştur.³⁰²

4.2.2 Araştırma Kapsamı ve Veriler

Araştırmamızda “olay çalışması” yöntemi kullanılmaktadır. Olay çalışmalarında “olay penceresi”nin doğru belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Birçok

³⁰²Martynova, Renneboog , “A century of corporate takeover s: what have we learned and where do we stand?” , s.2152.

çalışmada tercih edilen uzun dönemli analizlerin uygulamada bazı sakıncalarının olduğu, özellikle istatistiksel testlerin gücünü azaltabileceği belirtilmekte, kısa dönemli çalışmaların olayın anlamlılık etkilerinin ortaya çıkarılmasında daha başarılı sonuçlar verdiği ifade edilmektedir. Bu çerçevede, araştırmaya konu olan şirket hisse senetlerinde, birleşme ve devralma işleminin kamuya açıklandığı gün baz alınarak, açıklama öncesinde ve açıklama sonrasında hisse senedi fiyat hareketleri saptanmıştır.



Şekil 2
Olay Penceresinin Kapsadığı Dönem

Belirlenen olay penceresi süresi açıklama tarihi öncesi ve sonrasında takvim günü olarak 30 gün, 60 gün ve 180 günlük dönemleri kapsamaktadır. Söz konusu olay penceresinde işleme taraf olan alıcı ve hedef şirket hisse senetlerinin İMKB'daki fiyat performansları saptanmıştır.

İkinci aşamada, birleşme ve devralma işlemlerine taraf olan şirket hisse senetlerinin fiyat performansları, aynı döneme karşılık gelen getiri kriterleri Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM) ve İMKB-100 Borsa Endeksi ile karşılaştırılarak aşırı getiri oranları hesaplanmış, birleşme veya devralmanın pay değerine olan etkisi irdelenmiştir. İnceleme konusu her bir hisse senedi için ayrı ayrı yapılan hesaplamalardan sonra, araştırmaya konu hisse senetlerinin tamamı için bir değerlendirme yapılarak genel eğilim hakkında bir kanıya ulaşılmaktadır.

4.2.2.1 *Aşırı Getirilerin Tanımlanması*³⁰³

Birleşme ve devralmalar ile ilgili yapılan akademik çalışmalarda en sık kullanılan yöntemlerden biri, işleme taraf olan alıcı ve hedef şirket hisse senetlerinin fiyat performansının analizidir. “Olay Çalışmaları” olarak adlandırılan bu çalışmalarda, birleşme ve devralmanın (olayın) kamuya açıklanmasının taraf şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde yarattığı etkiler ölçülmekte, sonucunda, olayın açıklanması üzerine hisse senetlerinde negatif ya da pozitif aşırı getirilerin oluşup oluşmadığı araştırılmaktadır.

Olay çalışmalarında kullanılan olay penceresi genellikle günlük veya aylık olarak saptanabilmekte, literatürde genellikle günlük (örneğin 3 gün veya 5 günlük) süreler kullanılmakla birlikte olay penceresinin aylık bazda belirlendiği çalışmalar da bulunmaktadır. Analize konu olan devralmalarda, işleme ilişkin ilk özel durum açıklamasında tipik olarak ortaklık veya devralma konusunda görüşmelere başlandığı veya bu konuda bir danışmanın görevlendirildiği kamuya açıklanmaktadır. Ancak nihai anlaşma ile söz konusu işlemin gerçekleşip gerçekleşmediği ve gerçekleştiyse hangi fiyat üzerinden gerçekleşeceği ilk açıklamayı izleyen dönemlerde yapılan kesin açıklama sonucunda anlaşılmaktadır.

Çalışmada, işlemlere ilişkin ilk özel durum açıklaması değil, işlemin kesinleştiği aşamada yapılan asıl özel durum açıklaması tarihi esas alınmaktadır. Bu çerçevede, olay penceresinin günlük olarak belirlenmesi yerine aylık bazda ele alınmasının söz konusu açıklamaya ilişkin hisse senedi fiyat hareketlerini daha iyi saptayacağı düşünülerek, açıklama öncesinde ve sonrasında 1, 3 ve 6 aylık dönemler yani toplam olarak bir yıllık olay penceresi dönemi baz alınmıştır.

Analize konu hisse senetlerinin günlük getirilerinin hesaplanmasında aşağıdaki (1) numaralı formül kullanılmıştır.

³⁰³ Agrawal ve diğerleri, a.g.m., s.1608.

Hisse Senedinin Günlük Getirisi

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

$R_{i,t}$: i firmasının t zamanındaki günlük verimi

$P_{i,t}$: i firmasına ait hisselerin t zamandaki piyasa fiyatı

$P_{i,t-l}$: i firmasına ait hisselerin $t-l$ zamanındaki piyasa fiyatı

Hisse Senedinin Kümülatif Getirisi

$$CR_{i,n} = \sum_{t=1}^n R_{i,t} \quad (2)$$

$CR_{i,n}$: i firması hisse senetlerinin açıklama tarihi esas alındığında n dönem öncesi veya sonrasına göre kümülatif getirisi

n : Açıklama öncesi veya sonrası dönem sayısı. Bu çalışmada açıklama öncesi ve sonrası 30, 90 ve 180 günlük kümülatif getiriler hesaplanmıştır.

Söz konusu hisse senetlerinin işlem gördüğü İMKB'nin ana hisse senedi fiyat endeksi olan Bileşik Endeks (İMKB-100) günlük kapanış değerleri baz alınarak İMKB-100 endeksinin getiri oranları, aşağıdaki (3) ve (4) numaralı formül kullanılarak hesaplanmıştır.

İMKB 100 Endeksinin günlük getirisi

$$R_{m,t} = \left[\frac{(P_{m,t} - P_{m,t-l})}{(P_{m,t-l})} \right] \times 100 \quad (3)$$

$R_{m,t}$: t günü bileşik endeks günlük verimi

$P_{m,t}$: t günü bileşik endeks kapanış değeri

$P_{m,t-l}$: $t-l$ günü bileşik endeks kapanış değeri

İMKB 100 Endeksinin kümülatif getirisi

$$CR_{m,n} = \sum_{t=1}^n R_{m,t} \quad (4)$$

$CR_{m,n}$: İMKB100 endeksinin açıklama tarihi esas alındığında “n” dönem öncesi veya sonrasına göre kümülatif getirisi

n: dönem sayısı

Gerek hisse senedi getirilerinin hesaplanmasında, gerekse İMKB-100 endeks getirilerinin hesaplanmasında temettüler dikkate alınmamıştır. Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarına göre düzeltilmiş hisse senedi fiyat serileri kullanılmıştır.

FVFM’ne Göre Hisse Senedinin Beklenen Günlük Getirisi

Getiri kriteri olarak sıklıkla kullanılan bir ölçüt teorik varlık fiyatlama modelleri olup bu tür modellerin en iyi bilinen örneği Finansal Varlık Fiyatlama Modelidir (Capital Asset Pricing Model –CAPM). FVFM, bir menkul kıymetin beklenen getirisinin üç değişkene bağlı olarak açıklanabileceğini öngörmektedir.

Bu değişkenler, söz konusu menkul kıymetin Beta’sı (β), Risksiz Getiri Oranı (R_f) ve Pazar Portföyünün Getiri Oranıdır $E(R_m)$. Bu çalışma için belirlenen tahmin dönemi boyunca, OLS (Ordinary Least Squares Method – En Küçük Ortanca Kareler Yöntemi) yöntemi kullanılarak piyasa modeli parametreleri, olay penceresi içerisinde, regresyon yöntemi ile tahmin edilmiştir.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$R_{i,t}$: i hissesinin t günü için getirisi

$R_{m,t}$: t döneminde piyasadaki tüm senetlerin getirisi (piyasa endeksi)

$\varepsilon_{i,t}$: t günü i hisse senedinin hata terimi;

$$E(\varepsilon_{i,t})=0 \text{ ve } var(\varepsilon_{i,t})=\sigma^2 \varepsilon_{i,t}$$

β_i : Hisse senedinin piyasa riski

Daha sonra, regresyon sonucunda elde edilen ve hisse senedinin riskini ölçen beta katsayı tahminleri kullanılarak olay penceresi içerisinde beklenen getiriler elde edilmiştir. Yukarıda belirtildiği gibi, regresyon sonucu parametrelerin belirlenmesinin ardından, olay penceresi için beklenen getiriler hesaplanmıştır.

Aşağıda (6) ve (7) numaralı formüllerde FVFM'ne göre beklenen getiri hesaplaması gösterilmiştir.

$$E(R_{i,t}) = R_f + \hat{\beta}_i(R_{m,t} - R_f) \quad (6)$$

$E(R_{i,t})$: i hisse senedinin sermaye varlıkları fiyatlama modeline göre t günündeki beklenen getirisi

$\hat{\beta}_i$: Tahmin dönemi içerisinde OLS kullanılarak tahmin edilen piyasa modeli parametreleri

$R_{m,t}$: t dönemindeki piyasa endeksi getirisi

R_f : Risksiz getiri oranı ³⁰⁴

FVFM'ne Göre Hisse Senedinin Beklenen Kümülatif Getirisi

$$CE(R_{i,n}) = \sum_{t=1}^n E(R_{i,t}) \quad (7)$$

$CE(R_{i,n})$: FVFM'ne göre n dönem önce veya sonrasında beklenen kümülatif getiri.

³⁰⁴ TCMB veri tabanından sağlanan, Türk Banka sistemi ortalama 3 aylık vadeli mevduat faiz oranları aylık verileri risksiz getiri oranı olarak kullanılmıştır.

Kümülatif Aşırı Getirilerin Tanımlanması

Kümülatif Olağanüstü Getiri ölçütü, hisse senetleri Borsa’da işlem gören şirketlerce yapılan özel durum açıklamaları ile yayımlanan diğer haberlere, söz konusu şirket tarafından ihraç edilmiş menkul kıymet fiyatlarının gösterdiği tepkilerin analizinde sıklıkla başvurulan bir ölçütdür.³⁰⁵

Bir menkul kıymetin ikincil piyasadaki işlem fiyatında gözlemlenen Olağanüstü Getiri; gerçekleşen getiri ile normal veya olağan kabul edilen getiri arasındaki fark olmaktadır. Gerçekleşen getiri ile beklenen getiriler arasındaki fark alınarak olay penceresi kapsamındaki aşırı getirilere (Abnormal Return –AR; Aşırı Getiri) (8) ve (9) no.lu formüllerle ulaşılmaktadır:

$$CAR_{i,n}^{IMKB} = CR_{i,n} - CR_{m,n} \quad (8)$$

$$CAR_{i,n}^{SVFM} = R_{i,t} - CE(R_{i,n}) \quad (9)$$

Burada;

$CAR_{i,n}^{IMKB}$: Hisse Senedinin İMKB100’e göre, “n” dönem önceki veya sonraki kümülatif aşırı getirisi, $CAR_{i,n}^{SVFM}$: ise hisse senedinin FVFM’ye göre, “n” dönem önceki veya sonraki kümülatif aşırı getirisidir.

Bulunan ortalama aşırı getiriler toplanarak, olay penceresi için kümülatif ortalama aşırı getirilere (Cumulative Average Abnormal Return – CAR) ulaşılmıştır.

$$CAR_i = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t \quad (10)$$

³⁰⁵ George Foster, Financial Statement Analysis, 2nd. Ed., Prentice-Hall International, 1986, s.403.

Kümülatif Olağanüstü Getiri (CAR) ölçütünün kullanılması durumunda dört ayrı sonuç söz konusudur.³⁰⁶

- i) *Kamuya yapılan açıklamanın, söz konusu menkul kıymetin getiri dağılımını etkilemesi ve CAR ölçütünün bu etkiyi belirlemesi*
- ii) *Kamuya yapılan açıklamanın, söz konusu menkul kıymetin getiri dağılımını etkilememesi ve CAR ölçütünün herhangi bir etkiye işaret etmemesi*
- iii) *Kamuya yapılan açıklamanın, söz konusu menkul kıymetin getiri dağılımını etkilemesi ve CAR ölçütünün bu farklılığı belirleyememesi*
- iv) *Kamuya yapılan açıklamanın, söz konusu menkul kıymetin getiri dağılımını etkilememesine rağmen CAR ölçütünün bir farklılığa işaret etmesi*

4.2.2.2 Hipotezler ve Test Yöntemi

Bu aşamada, önceki bölümde gerçekleştirilen hesaplamalar sonucunda ortaya çıkan verilerin analizi yapılmaktadır. Bu anlamda çalışmada kullanılan olay çalışması yöntemi ile elde edilen sonuçların değerlendirilmesi ve bulguların analizi ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

Araştırmanın hipotezleri, halka açık şirketlerin taraf olduğu birleşme ve devralmalarda, işlemin açıklanmasına dayalı olarak gerek hedef gerek alıcı firma hisse senetlerinden aşırı getiri sağlanmasının mümkün olup olmadığı esası üzerine kurulmaktadır. Buna göre öncelikle araştırma konusunu oluşturan örnek kütlede yer alan her bir olayda, olay penceresinde aşırı getiri sağlanıp sağlanmadığı üzerinde durulmaktadır.

³⁰⁶ Gözlem sayısının yeterli olması durumunda ilk iki durumun gerçekleşme olasılığı yükselmektedir.

i) Hipotezler

Örnek kütlenin tamamı ile hedef ve alıcı şeklinde 2 alt grubu için söz konusu hipotezler oluşturulmaktadır.

Örnek kütlenin tamamı için :

$$H_0: KAG = 0$$

Hisse senetlerinden T_{-1} döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri ile T_1 döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri (KAG) arasındaki fark sıfıra eşittir.

$$H_1: KAG \neq 0$$

Hisse senetlerinden T_{-1} döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri ile T_1 döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri (KAG) arasındaki fark sıfıra eşit değildir.

Hedef firmalar için;

$$H_0: KAG_h = 0$$

Hedef firma hisse senetlerinden T_{-1} döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri ile T_1 döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri (KAG) arasındaki fark sıfıra eşittir.

$$H_1: KAG_h \neq 0$$

Hedef firma hisse senetlerinden T_{-1} döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri ile T_1 döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri (KAG) arasındaki fark sıfırdan farklıdır.

Alıcı firmalar için;

$$H_0: KAG_a = 0$$

Alıcı firma hisse senetlerinden T_{-1} döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri ile T_1 döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri (KAG) arasındaki fark sifıra eşittir.

$$H_1: KAG_a \neq 0$$

Alıcı firma hisse senetlerinden T_{-1} döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri ile T_1 döneminde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiri (KAG) arasındaki fark sifıra eşit değildir.

Hipotezler test edilerek alıcı ve hedef firma hisse senetlerinden açıklama öncesindeki 1 ay, 3 ay ve 6 aylık dönemde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiriler ile açıklama sonrasındaki dönemde sağlanan ortalama kümülatif aşırı getiriler arasında anlamlı fark olup olmadığı dolayısıyla taraf firma pay sahiplerince birleşme ve devralma duyurusu çerçevesinde duyuru öncesinde ve sonrasında sağlanan ortalama getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı fark olup olmadığı araştırılmaktadır.

ii) Test Yöntemi

Yukarıda belirtilen hipotezler t testi kullanılarak analiz edilmekte, örnek kütleli oluşturan hisse senetlerinin tamamı ile alıcı ve hedef şirket hisselerinde açıklama öncesi dönemler ile açıklama sonrasındaki dönemler arasında getiri açısından istatistiksel olarak anlamlı fark olup olmadığı irdelenmektedir.

Normal dağılım gösteren kütlelerden alınan örneklerde;

- Örnek birim sayılarının az olduğu ($n < 30$),
- Örneğin alındığı kütlelerin standart sapmasının bilinmediği büyük hacimli örneklerde ($n > 30$) ve

- Örnek standart sapmasının kullanılmasının yeğlendiği durumlarda kütle parametrelerine dayalı tek örnek ve iki örnek hipotezlerini test etmek için t testi kullanılmaktadır.³⁰⁷

t testi; tek örnek, bağımlı iki örnek ve bağımsız iki örnek testi olmak üzere üç farklı tipte uygulanmaktadır. Çalışmada bağımlı iki örnek t testi uygulanmıştır. Aynı örneklem grubu üzerinde analiz yapıldığından bağımlı iki örnek t-testi uygulanmış, farklı zaman dilimleri arasında aşırı getiri oranları açısından fark oluşup oluşmadığı irdelenmiştir.

Araştırmada çift yönlü test kullanılmaktadır. Araştırma kapsamında yer alan tüm hisse senetleri için günlük aşırı getirilerin, normal dağılım gösterdiği varsayılmaktadır. Dolayısıyla anlamlılık testi normal dağılım ile yapılacaktır.

$$i = \frac{AR_t}{\bar{S}(AR)} \quad (11)$$

AR_t : Ortalama Aşırı Getiri

$\bar{S}(AR)$: Tahmini Standart Sapma

$$i = \frac{CAR}{\sqrt{T} \times \bar{S}(AR)} \quad (12)$$

CAR: Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri

T: Olay Penceresindeki Gün Sayısı

Yukarıda gösterilen onbir numaralı formül, değerlendirme kapsamında ele alınan hisse senetleri için günlük ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını belirlemede kullanılan t-testi değerini, oniki numaralı formül ise çeşitli olay pencereleri dahilindeki kümülatif ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını belirlemede kullanılmaktadır.

³⁰⁷ Kazım Özdamar, Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi, 5. Baskı, Kaan Kitabevi, 2004, s.316.

T değerinin %1'de anlamlı olması için elde edilen değerin 2,58'den; %5 düzeyinde anlamlı olması için 1,96'dan ve %10'da anlamlı olması için 1,65'ten büyük olması gerekmektedir.

Ayrıca parametrik olmayan bir test yöntemi olan ki-kare testi ile hisse senetlerinde oluşan aşırı getirilerin dönemlere göre değişip değişmediği irdelenmiştir.

Son olarak açıklama öncesi ve sonrası dönemde oluşan aşırı getirilerin birbirleriyle negatif ya da pozitif doğrusal ilişkisi (korelasyon) olup olmadığı incelenmiştir.

4.3 BULGULAR

İnceleme konusu işlemlerde olay penceresi çerçevesinde gerçekleşen getiriler ile analize aşağıda yer verilmiştir.

İstatistiksel analiz SPSS Statistics 17.0 programı kullanılarak yapılmıştır.

4.3.1 Örnek Kütleli Oluşturan Hisse Senetlerinin Getirileri

Örnek kütleli oluşturan 51 adet hisse senedinde birleşme ve devralma açıklaması çerçevesinde olay penceresinde oluşan aşırı getirilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıdadır.

Tablo 22
Hisse Senetlerinde Ortalama Aşırı Getiri Oranları

| Aşırı Getiriler (%) | 1 ay | | 3 ay | | 6 ay | |
|---------------------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| | Önce | Sonra | Önce | Sonra | Önce | Sonra |
| İMKB-100'e göre | | | | | | |
| -Ortalama getiri | 3,78 | 1,07 | 2,19 | -0,85 | 10,59 | 0,26 |
| Standart sapma | 11,3 | 9,2 | 22,1 | 20,4 | 32,3 | 30,0 |
| FVFM'ne göre | | | | | | |
| -Ortalama getiri | 4,43 | 0,29 | 4,01 | -0,54 | 14,25 | 2,03 |
| Standart sapma | 10,1 | 8,7 | 21,6 | 19,2 | 33,1 | 29,2 |

Tablo 23'ten de görüldüğü gibi örnek kütleli oluşturulan işlemlerde, ortalama olarak hem İMKB-100 endeksine hem de FVFM'ne göre her üç dönemde açıklama öncesinde açıklama sonrasına göre daha yüksek düzeyde aşırı getiri oluşmuştur. Açıklama öncesi dönem aşırı getirilerine ilişkin standart sapma değerleri açıklama öncesi dönemde açıklama sonrası döneme göre daha yüksek olmuştur. Bir başka deyişle, açıklama öncesi dönemde hisse senedi fiyat hareketliliği açıklamayı izleyen döneme göre daha fazladır.

Örnek kütleli oluşturulan hisse senetlerinin olay penceresindeki aşırı getirilerinin ortalamasına ilişkin t-istatistik değerleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 23
Hisse Senedi Getiri Oranlarına İlişkin
t İstatistik Değerleri

| Dönem | t-istatistiği | Anlamlılık* (p) Değeri |
|----------------------|----------------------|-----------------------------------|
| 1 ay önce/1 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | 1,441 | 0,156 |
| - FVFM'ne göre | 2,372 | 0,022 |
| 3 ay önce/3 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | 0,754 | 0,455 |
| - FVFM'ne göre | 1,163 | 0,250 |
| 6 ay önce/6 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | 1,572 | 0,122 |
| - FVFM'ne göre | 1,836 | 0,072 |

*:% 5 anlamlılık düzeyinde.

FVFM'na göre hisse senetlerinde oluşan ortalama aşırı getirilerde 1 ve 6 aylık dönemlerde, açıklama öncesi ile sonrasında oluşan getiriler arasındaki farklılık istatistiksel olarak anlamlıdır.

4.3.2 Hedef Şirketlerde Hisse Senedi Getirileri

Hedef konumundaki 32 şirketin hisse senetlerinde açıklama çerçevesinde olay penceresinde oluşan aşırı getirilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıdadır.

Tablo 24
Hedef Şirket Hisse Senetlerinde Ortalama Aşırı Getiriler

| Aşırı Getiriler (%) | 1 ay | | 3 ay | | 6 ay | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Önce | Sonra | Önce | Sonra | Önce | Sonra |
| İMKB-100'e göre | | | | | | |
| - Ortalama getiri | 4,48 | 1,14 | 4,59 | -1,92 | 15,44 | -3,41 |
| - Standart sapma | 12,14 | 8,51 | 20,84 | 20,64 | 34,42 | 23,30 |
| FVFM'ne göre | | | | | | |
| - Ortalama getiri | 5,63 | -0,13 | 6,46 | -1,89 | 18,81 | -0,94 |
| - Standart sapma | 10,28 | 7,35 | 19,63 | 19,80 | 34,84 | 23,85 |

Tablo 24'ten de görüldüğü gibi hedef şirket hisse senetlerinde, ortalama olarak hem İMKB-100 endeksine hem de FVFM'ne göre her üç dönemde açıklama öncesinde daha yüksek düzeyde aşırı getiri oluşmuştur. Standart sapma değerlerinden de görüldüğü gibi açıklama öncesi dönemde hisse senedi fiyat hareketliliği daha fazladır. Hedef konumundaki 32 hisse senedinin olay penceresindeki getirilerinin ortalamasına ilişkin *t*-istatistik değerleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 25
Hedef Şirket Hisse Senetlerinde Aşırı Getirilerin
***t* İstatistik Değerleri**

| Dönem | <i>t</i> -istatistiği | Anlamlılık* (<i>p</i>) Değeri |
|----------------------|-----------------------|------------------------------------|
| 1 ay önce/1 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | 1,383 | 0,176 |
| - FVFM'ne göre | 2,638 | 0,013 |
| 3 ay önce/3 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | 1,268 | 0,214 |
| - FVFM'ne göre | 1,667 | 0,106 |
| 6 ay önce/6 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | 2,301 | 0,028 |
| - FVFM'ne göre | 2,324 | 0,027 |

*:% 5 anlamlılık düzeyinde.

Hem İMKB-100'e göre hem de FVFM'na göre hedef şirket hisse senetlerinde açıklamanın 6 ay öncesi ve sonrasında oluşan ortalama aşırı getirilerde farklılık istatistiksel olarak anlamlıdır.

4.3.3 Alıcı Şirketlerde Hisse Senedi Getirileri

Alıcı konumundaki 19 şirket hisse senedinde açıklama çerçevesinde oluşan aşırı getirilere ilişkin tanımlayıcı istatistikler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 26
Alıcı Şirket Hisse Senetlerinde Ortalama Aşırı Getiriler

| Aşırı Getiriler | 1 ay | | 3 ay | | 6 ay | |
|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Önce | Sonra | Önce | Sonra | Önce | Sonra |
| İMKB-100'e göre | | | | | | |
| -Ortalama getiri % | 2,56 | 0,94 | -1,84 | 0,96 | 2,41 | 6,45 |
| -Standart sapma | 9,86 | 10,45 | 24,10 | 20,51 | 27,15 | 38,76 |
| FVFM'ne göre | | | | | | |
| -Ortalama getiri % | 2,41 | 1,0 | -0,12 | 1,73 | 6,56 | 7,00 |
| -Standart sapma | 9,72 | 10,86 | 24,52 | 18,57 | 29,11 | 36,76 |

Tablo 27'ten de görüldüğü gibi alıcı şirket hisse senetlerinde ortalama olarak hem İMKB-100 endeksine hem de FVFM'ne göre her üç dönemde açıklama öncesinde daha yüksek düzeyde aşırı getiri oluşmuştur. Standart sapma değerlerinden de görüldüğü gibi açıklama öncesi dönemde hisse senedi fiyat hareketliliği daha fazladır.

Alıcı şirket hisse senetlerinin olay penceresindeki getirilerinin ortalamasına ilişkin t-istatistik değerleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 27
Alıcı Şirket Hisse Senetlerinde Aşırı Getirilerin
***t* İstatistik Değerleri**

| Dönem | <i>t</i>-istatistiği | Anlamlılık* (<i>p</i>) Değeri |
|----------------------|-----------------------------|--|
| 1 ay önce/1 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | 0,535 | 0,599 |
| - FVFM'ne göre | 0,491 | 0,630 |
| 3 ay önce/3 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | -0,432 | 0,671 |
| - FVFM'ne göre | -0,299 | 0,768 |
| 6 ay önce/6 ay sonra | | |
| - İMKB-100'e göre | -0,387 | 0,703 |
| - FVFM'ne göre | -0,044 | 0,966 |

*:% 5 anlamlılık düzeyinde.

Alıcı şirket hisse senetlerinde, hem İMKB-100'e göre hem de FVFM'na göre ortalama aşırı getirilerde açıklama öncesi ve sonrasında oluşan farklılıklar istatistiksel olarak anlamlı değildir.

4.3.4 Bağımlı İki Örnek *t* Testi Hipotez Testleri

Hipotez test sonuçları toplu olarak aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 28
Bağımlı İki Örnek *t* Testi Hipotez Test Sonuçları

| AYLAR | DÖNEMLER | | |
|--|---|---|---|
| | -1, 1 | -3,3 | -6,6 |
| Tüm Hisseler-İMKB 100'e Göre $H_0: KAG = 0$ $H_1: KAG \neq 0$ | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0: Kabul H_1 : Red |
| Tüm Hisseler-FVFM'ne Göre $H_0: KAG = 0$ $H_1: KAG \neq 0$ | H_0 : Red H_1: Kabul | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0 : Red H_1: Kabul |
| Hedef Şirketler - İMKB 100'e Göre $H_0: KAG_h = 0$ $H_1: KAG_h \neq 0$ | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0 : Red H_1: Kabul |
| Hedef Şirketler-FVFM'ne Göre $H_0: KAG_h = 0$ $H_1: KAG_h \neq 0$ | H_0 : Red H_1: Kabul | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0 : Red H_1: Kabul |
| Alıcı Şirketler - İMKB 100'e Göre $H_0: KAG_a = 0$ $H_1: KAG_a \neq 0$ | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0: Kabul H_1 : Red |
| Alıcı Şirketler - İMKB 100'e Göre $H_0: KAG_a = 0$ $H_1: KAG_a \neq 0$ | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0: Kabul H_1 : Red | H_0: Kabul H_1 : Red |

Örnek kütleli oluşturulan hisse senetlerinde FVFM'ne göre hesaplanan aşırı getiri oranları arasında 1 ve 6 aylık dönemlerde açıklama öncesi ve sonrasında farklılıklar anlamlıdır. Hedef şirket hisse senetlerinde İMKB'e göre açıklama öncesi ile sonrasında 6 aylık dönemler arasında, FVFM'ne göre ise 1 ve 6 aylık dönemler arasında aşırı getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık vardır. Alıcı şirket hisse senetlerinde ise açıklama öncesi ve sonrası dönemler arasındaki farklılık anlamlı değildir.

Sonuç olarak bağımlı iki örnek t testi hipotez test sonuçları açıklama öncesi ve sonrası dönemler arasında önemli düzeyde anlamlı getiri farklarına işaret etmektedir. Örnek kütleli oluşturulan işlemlerde, açıklama öncesi getiriler, hedef şirketlerde 1 ve 6 aylık dönemde yüksek gerçekleşmiş olup, getiri farklılıkları istatistiksel olarak anlamlıdır.

4.3.5 Ki-Kare Uygunluk Testi

Non-Parametrik testler içinde en çok kullanılan testlerden biri olan ki-kare, örneklem grubundaki değerlerin dağılımının, hipotezle ileri sürülen ana kitle dağılımıyla uyumlu olup olmadığını ölçmektedir. Beklenen değerle, elde edilen değerler arasındaki uygunluk araştırıldığı için "uygunluk testi" olarak da adlandırılan test, beklenen frekans değeri ile gözlenen frekans değerinin karşılaştırılmasında kullanılmaktadır. Beklenen değer ile gözlenen değerler arasında uyum varsa sıfır hipotez benimsenmekte, uyum yoksa, sıfır hipotez reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmektedir.³⁰⁸

³⁰⁸ Şeref Kalaycı, SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayın Dağıtım, 2006.

Tablo 29
Ki-Kare Testi

| | Dönemler (Ay) | | |
|---|---------------|-------|-------|
| | 1 | 3 | 6 |
| Açıklama Öncesi Dönemde İMKB-100 Endeksine Göre Aşırı Getiri Oranları | | | |
| - Ki-Kare Değeri | 75,59 | 83,28 | 83,28 |
| - Anlamlılık (p) değeri* | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Açıklama Öncesi Dönemde FVFM'ne Göre Aşırı Getiri Oranları | | | |
| - Ki-Kare Değeri | 75,59 | 83,28 | 83,28 |
| - Anlamlılık (p) değeri | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Açıklama Sonrası Dönemde FVFM'ne Göre Aşırı Getiri Oranları | | | |
| - Ki-Kare Değeri | 83,28 | 83,28 | 83,28 |
| - Anlamlılık (p) değeri | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Açıklama Sonrası Dönemde FVFM'ne Göre Aşırı Getiri Oranları | | | |
| - Ki-Kare Değeri | 83,28 | 83,28 | 83,28 |
| - Anlamlılık (p) değeri | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

*:0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Ki-kare bağımsızlık testi ile getirilerin dönemler itibariyle farklılaşp farklılaşmadığı irdelenmiş, aşırı getirilerin 1, 3 ve 6 aylık dönemler itibariyle farklılaşp farklılaşmadığı test edilmiştir.³⁰⁹ Testlere ilişkin hipotezler ve sonuçları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 30
Ki-Kare Hipotez Test Sonuçları

| Hipotezler | Sonuçlar |
|---|----------------------------|
| Açıklama Öncesi 1,3 ve 6 Aylık Dönemlerde İMKB-100'e Göre Aşırı Getiri Oranları $H_0: KAGaylar = 0$ $H_1: KAGaylar \neq 0$ | $H_0: Red$ $H_1: Kabul$ |
| Açıklama Öncesi Dönemde 1,3 ve 6 Aylık Dönemlerde FVFM'ne Göre Aşırı Getiri Oranları $H_0: KAGaylar = 0$ $H_1: KAGaylar \neq 0$ | $H_0: Red$ $H_1: Kabul$ |
| Açıklama Sonrası Dönemde İMKB-100'e Göre Aşırı Getiri Oranları $H_0: KAGaylar = 0$ $H_1: KAGaylar \neq 0$ | $H_0: Red$ $H_1: Kabul$ |
| Açıklama Sonrası Dönemde FVFM'ne Göre Aşırı Getiri Oranları $H_0: KAGaylar = 0$ $H_1: KAGaylar \neq 0$ | $H_0: Red$ $H_1: Kabul$ |

³⁰⁹ Hesaplanan test istatistiği ilgili anlamlılık düzeyinde ki-kare tablosundan bulunan kritik değer olan 0,05'ten yüksek ise H_0 hipotezinin reddi söz konusudur.

Sonuç olarak, ki-kare testi sonucunda, H_0 hipotezi tüm durumlarda reddedilmiştir. Açıklama öncesi dönemde hem İMKB-100'e göre hem de FVFM'ne göre hesaplanan aşırı getirilerin; 1,3 ve 6 aylık dönemler itibariyle farklılaştığı anlaşılmıştır. Aynı şekilde, açıklama sonrası dönemde hem İMKB-100'e göre hem de FVFM'ne göre hesaplanan aşırı getiriler de dönemler itibariyle farklıdır.

4.3.6 Korelasyon Analizi

Hedef şirket hisse senetlerinde olay penceresindeki ortalama aşırı getiri oranlarının korelasyonu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 31
Hedef Şirketler-Aşırı Getirilerin Korelasyonu

| | Açıklama Öncesi Dönem | | | Açıklama Sonrası Dönem | | |
|-----------------|-----------------------|---------------|---------------|------------------------|--------|----------------|
| | 1 Ay | 3 Ay | 6 Ay | 1 Ay | 3 Ay | 6 Ay |
| İMKB-100 | | | | | | |
| 1 ay önce | 1 | 0,445* | 0,257 | 0,159 | -0,189 | -0,058 |
| 3 ay önce | | 1 | 0,62* | -0,188 | -0,019 | 0,121 |
| 6 ay önce | | | 1 | 0,054 | -0,247 | -0,263 |
| 1 ay sonra | | | | 1 | 0,004 | -0,047 |
| 3 ay sonra | | | | | 1 | 0,581* |
| 6 ay sonra | | | | | | 1 |
| FVFM | | | | | | |
| 1 ay önce | 1 | 0,395* | 0,237 | 0,046 | -0,313 | -0,221 |
| 3 ay önce | | 1 | 0,608* | -0,416* | -0,033 | -0,040 |
| 6 ay önce | | | 1 | -0,117 | -0,273 | -0,317 |
| 1 ay sonra | | | | 1 | -0,073 | -0,039 |
| 3 ay sonra | | | | | 1 | 0,544** |
| 6 ay sonra | | | | | | 1 |

*: % 5 anlamlılık düzeyi nde korelasyon söz konusudur.

** : % 1 anlamlılık düzeyinde korelasyon söz konusudur.

İMKB-100'e göre hesaplanan aşırı getirilerin korelasyon katsayısı değerleri incelendiğinde açıklama öncesi 1 ve 3 aylık dönem aşırı getirileri arasında orta düzeyde doğrusal ilişki olduğu görülmektedir. Açıklama öncesinde 3 ve 6 aylık dönemlerde aşırı getiriler arasındaki ilişki ise görece olarak biraz daha güçlüdür.

Benzeri şekilde, açıklama sonrası dönemde 3 ve 6 aylık aşırı getiriler arasında da orta düzeyde doğrusal ilişki vardır.

FVFM'ne göre hesaplanan aşırı getirilerin korelasyon katsayıları incelendiğinde, açıklama öncesi 1 ve 3 aylık dönem aşırı getirileri arasında zayıf da olsa istatistiksel olarak anlamlı doğrusal ilişki olduğu görülmektedir. Açıklama öncesinde 3 ve 6 aylık dönemsel aşırı getiriler arasında ise orta derecede pozitif doğrusal ilişki vardır. Açıklama öncesindeki 3 aylık aşırı getiri oranı ile açıklama sonrası 1 aylık dönem aşırı getiri oranı arasında da zayıf da olsa negatif korelasyon bulunmaktadır. Ayrıca, açıklama sonrasında 3 ve 6 aylık dönemde aşırı getiri oranları arasında 0,01 anlamlılık düzeyinde pozitif doğrusal ilişki vardır.

Alıcı şirket hisse senetlerinde olay penceresindeki ortalama aşırı getiri oranlarının korelasyonu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 32
Alıcı Şirketler-Aşırı Getirilerin Korelasyonu

| | Açıklama Öncesi Dönem | | | Açıklama Sonrası Dönem | | |
|-----------------|-----------------------|--------|----------------|------------------------|---------------|----------------|
| | 1 Ay | 3 Ay | 6 Ay | 1 Ay | 3 Ay | 6 Ay |
| İMKB-100 | | | | | | |
| 1 ay önce | 1 | -0,137 | -0,091 | 0,161 | 0,008 | 0,451 |
| 3 ay önce | | 1 | 0,882** | -0,138 | 0,207 | 0,029 |
| 6 ay önce | | | 1 | -0,161 | 0,082 | 0,082 |
| 1 ay sonra | | | | 1 | 0,559* | 0,317 |
| 3 ay sonra | | | | | 1 | 0,616** |
| 6 ay sonra | | | | | | 1 |
| FVFM | | | | | | |
| 1 ay önce | 1 | -0,072 | 0,013 | 0,268 | 0,205 | 0,477* |
| 3 ay önce | | 1 | 0,895** | -0,151 | 0,249 | 0,046 |
| 6 ay önce | | | 1 | -0,148 | 0,135 | 0,080 |
| 1 ay sonra | | | | 1 | 0,467* | 0,240 |
| 3 ay sonra | | | | | 1 | 0,688** |
| 6 ay sonra | | | | | | 1 |

*: % 5 anlamlılık düzeyinde korelasyon söz konusudur.

** : % 1 anlamlılık düzeyinde korelasyon söz konusudur.

Alıcı hisse senetlerinde İMKB-100 endeksine göre hesaplanan aşırı getiri oranlarının korelasyon katsayıları incelendiğinde açıklama öncesinde 3 ve 6 aylık dönemlerde aşırı getiriler arasında güçlü pozitif doğrusal ilişki görülmektedir. Açıklama sonrasında ise; 1 ve 3 aylık dönem ile 3 ve 6 aylık dönem aşırı getiri oranları arasında da pozitif doğrusal ilişki vardır.

Alıcı hisse senetlerinde FVFM'ne göre hesaplanan aşırı getiri oranlarının korelasyon katsayıları incelendiğinde açıklama öncesinde 3 ve 6 aylık dönemlerde aşırı getiriler arasında güçlü pozitif doğrusal ilişki görülmektedir. Açıklama sonrasında ise; 1 ve 3 aylık dönem aşırı getiri oranı arasında pozitif doğrusal ilişki saptanmıştır.

Korelasyon analizi sonucunda;

- Genellikle katsayılarının işaretinin pozitif olduğu, bununla birlikte az sayıda negatif değere de rastlandığı,
- Açıklama öncesi ve sonrası dönemsel getirilerin genellikle kendi içinde daha yüksek korelasyonu olduğu, öte yandan önceki ve sonraki dönemler arasındaki korelasyon düzeyinin genellikle anlamlı olmadığı,
- Hedef şirket hisse senetlerinde; açıklama öncesi dönemde 1 ve 3 aylık dönem getirileri ile 3 ve 6 aylık dönem getirileri arasında genellikle korelasyon olduğu, açıklama sonrası dönemde ise genellikle 3 ve 6 aylık dönem getirileri arasında anlamlı düzeyde doğrusal bağıntı olduğu,
- Alıcı şirket hisse senetlerinde; açıklama öncesi dönemde 3 ve 6 aylık dönem getirileri arasında genellikle korelasyon olduğu, açıklama sonrası dönemde ise 1 ve 3 aylık dönem getirileri ve 3 ile 6 aylık dönem getirileri arasında anlamlı düzeyde doğrusal bağıntı belirlenmiştir.

Sonuç olarak araştırmamızın bulguları, 2002-2008 döneminde hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin alıcı veya hedef konumunda tarafı olduğu 51 adet birleşme ve devralma işleminde, hedef şirket hisse senetlerinde ortalama olarak işlemin açıklanmasından önce istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler olduğu saptanmıştır.

Bulgular literatürdeki bulgularla da uyumludur. Örneğin, Campa ve Hernando (2006) tarafından, Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde finans sektörüne yönelik olarak yapılan, 1998-2002 döneminde açıklanan 172 adet birleşme ve devralmanın getirisinin incelendiği çalışmada, açıklama tarihinden itibaren 1 yıllık olay penceresinde aşırı getiriler hesaplanmıştır. Farklı olay pencereleri çerçevesindeki hesaplamalarda genel olarak açıklama öncesi dönemde hedef şirket hisselerinde pozitif aşırı getiri (run-up effect), alıcı firma hisse senetlerinde ise açıklama öncesinde 3 aydan başlayarak açıklama sonrasında 1 yıla kadar uzanan tüm dönemlerde negatif aşırı getiri olduğu saptanmıştır. Çalışmanın sonucunda, İMKB'da birleşme ve devralmalarda hedef şirket hisse senetlerinden genellikle pozitif aşırı getiri elde edildiği belirlenmiştir.

Araştırmaya konu olan 51 olay Türkiye koşullarında geniş bir örnek kütle oluşturmuş olsa da, önümüzdeki dönemlerde daha geniş örnek kütlelerle yapılabilecek çalışmalar konuya ilişkin yerli literatürü zenginleştirecek, önemli ek bilgiler sağlayacaktır.

Örnek kütleinin olay adedi bakımından zenginleştirilmesi, örnek kütleinin alt gruplara ayrılarak incelenbilmesini olanaklı hale getirecek, bu çerçevede örneğin finans ya da sınai sektörde yapılan veya yerli ya da yabancı yatırımcılarca gerçekleştirilen birleşme ve devralmaların değer yaratma özellikleri daha detaylı olarak irdelenebilecektir. yrica, örnek kütleiyi oluşturan işlemlerin işlem türü itibariyle (örneğin özelleştirme, devralma vb.) ya da yatırımcı niteliği itibariyle (yerli ya da yabancı yatırımcı, finansal veya finansal olmayan yatırımcı gibi) ayrıştırılarak birleşme ve devralmaların değer yaratma özelliklerinin incelenmesi bu konudaki yerli literatürün gelişmesine önemli katkıda bulunacaktır.

SONUÇ

Çalışmada, 2002-2008 döneminde ülkemizde gerçekleşen ve taraf şirketlerden en az birinin hisse senetlerinin İMKB’da işlem gördüğü birleşme ve devralmaların hisse senedi getirisine etkileri araştırılmıştır. Uluslar arası literatürde yoğun bir şekilde incelenen konu, gerek örnek kütleinin genişliği ve çeşitliliği, gerekse ülkemizde tarihsel olarak ilk kez bir birleşme dalgasının gerçekleştiği 2005-2008 dönemine ilişkin verileri de içeriyor olması nedenleriyle bu çalışmada en kapsamlı şekilde ele alınmıştır.

Birleşme ve devralmalar, ilk birleşme dalgasının oluştuğu 1890’lı yıllardan itibaren piyasa ekonomilerinde şirketlerin gelişmesi ve büyümesi ile faaliyetlerinin yeniden yapılanmasında önemli rol oynamıştır.

Birleşme ve devralmaların belirli dönemlerde yoğunlaşması, söz konusu yoğunlaşma dönemlerinin birleşme dalgası olarak tanımlanmasına neden olmuştur. İlk iki birleşme dalgası büyük ölçüde ABD’de gerçekleşmiştir. İlk birleşme dalgasının oluşmasında, ABD’de 19. Yüzyılın sonlarında ekonomik faaliyetlerde yaşanan daralma etkili olmuş, bu dönemde firmalarca genellikle yatay birleşmelere gidilmiştir. İlk dalga sonunda otoritelerce anti-tröst düzenlemelere gidilmesi, şirketlerin 1920’li yıllarda oluşan ikinci dalga sırasında ağırlıklı olarak ölçek ekonomilerinden yararlanma amacıyla dikey birleşmelere yönelmesinde etkili olmuştur. ABD’de 1960’lı yıllarda gerçekleşen üçüncü birleşme dalgasında şirketlerce holdingleşme ve faaliyet konularının çeşitlendirilmesine ağırlık verilmiş, 1980’li yıllarda oluşan dördüncü dalga sürecinde ise yeniden esas faaliyetlere odaklanma hedefi ön plana çıkmıştır.

1960’lı yıllarda yatay birleşmeler ile üçüncü birleşme dalgasına kısmen katılan İngiltere’de, birleşme ve devralmalar dördüncü dalga döneminde yoğun bir şekilde gerçekleştirilmiştir. Kıta Avrupa’sında ise şirket birleşme ve devralmaları özellikle 1980’li yıllardan itibaren gelişmeye başlamış; tarihsel, kültürel ve hukuk sisteminden kaynaklanan nedenler ile sermaye piyasalarının görece geç gelişmesinin de etkisiyle Anglo Saxon ülkeleri kadar yaygınlaşamamıştır.

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren Avrupa Birliği'nde temel hizmet sektörlerinde konsolidasyon sürecinin hızlanması ve ortak para birimine geçiş Birliğe üye ülkelerde birleşme ve devralmaları büyük ölçüde arttırmıştır. 1990'lı yıllarda Asya ülkelerinin de katılımıyla ilk defa beşinci dalga döneminde küresel düzeyde bir birleşme dalgası yaşanmıştır.

Beşinci dalga sonrasında, 2001-2002 yıllarında önemli ölçüde azalan birleşme ve devralmalarda işlem hacmi, 2003 yılından itibaren tekrar artış eğilimine girmiş, 2005-2007 yıllarında küresel ölçekte en yüksek işlem hacimlerine ulaşılmıştır. 2007 yılının ikinci yarısında ABD'de baş gösteren ve 2008 yılında derinleşerek küresel ölçüde yaygınlaşan finansal kriz nedeniyle birleşme ve devralmalar tekrar düşüş eğilimine girmiştir. Literatürde bu döneme ilişkin olarak henüz yeterince çalışma yayımlanmamış olmakla birlikte, 2003-2008 döneminin altıncı birleşme dalgası olarak tanımlandığı çalışmalara rastlanılmakta, öte yandan, 2003-2008 döneminin yeni bir dalga olarak tanımlanmaksızın, 1990'lı yılların başında başlayan beşinci dalganın devamı olarak değerlendirildiği de görülmektedir.

Beşinci dalga döneminde gerçekleşen işlemlerde çok önemli payı bulunan sınır ötesi işlemlerin birleşme ve devralmalarda önemli rolü devam etmektedir. 2000'li yıllardan itibaren girişim sermayesi şirketleri ile kaldıraçlı fonlar gibi finansal yatırımcıların birleşme ve devralmalara ilgisi önemli ölçüde artmıştır. Öte yandan, 2007 sonunda başlayan finansal krizde bu tür finansal yatırımcıların finansal kaynaklara erişim olanakları kısmen de olsa sınırlanmıştır.

Dalgaların oluşması, ekonomik faaliyet düzeyi ile yakından ilişkili olup, birleşme ve devralmalar nominal milli gelir düzeyine bağlı olarak artmakta, ekonomik büyüme dönemlerinde bu tür işlemler hızla artmaktadır. Finans literatüründe, birleşme ve devralmalara ilişkin işlem hacmindeki dalgalanmanın milli gelir düzeyine göre çok daha şiddetli olduğu, bu tür işlemlerin milli gelir düzeyindeki değişimlere duyarlılığının yüksek olduğu belirtilmektedir.

Birleşme dalgalarının oluşmasını destekleyen en önemli unsurlardan biri finansman olanaklarıdır. Ekonomik büyüme dönemlerinde finansman olanaklarındaki hızlı genişleme genellikle dalgalara eşlik etmekte ve birleşme ve devralmaların finansmanını kolaylaştırmaktadır. Dalgaların oluşumunda çok önemli etkisi olan diğer hususlar ise yasal düzenlemelerdeki köklü değişiklikler ile sınai ve teknolojik gelişmelerden kaynaklanan dışsal şoklardır.

Özelleştirme uygulamaları da dördüncü dalga döneminden itibaren küresel düzeyde birleşme ve devralmaların en önemli kaynakları arasında yer almıştır. Bu dönemde öncelikle İngiltere, daha sonra kıta Avrupa'sında gerçekleştirilen özelleştirmeler birleşme ve devralmaların artışında önemli rol oynamıştır. Birleşme dalgalarının sona ermesi sürecine genellikle hisse senedi borsalarında düşüşler eşlik etmektedir.

1990'lı yıllarda başlayan beşinci dalga dönemi ile izleyen yıllarda büyük ölçekli işlemlerin sayısı hızla artmış, ortalama işlem büyüklükleri önemli ölçüde yükselmiştir. Beşinci birleşme dalgasında, küresel düzeyde finansal hizmetler, telekomünikasyon ve ilaç sektörleri ön plana çıkmıştır. Ülkemizde de 2002-2008 döneminde sektörel bazda sırasıyla finansal hizmetler, enerji ve telekomünikasyon hizmetleri işlem hacmi açısından ilk üç sırada yer almıştır.

Firma bazında birleşme ve devralma kararının ardında yatan başlıca nedenler arasında; büyüme, sinerjiler, çeşitlendirme, düşük değerlendirilmiş varlıklar, yasal düzenlemelerdeki değişiklikler ve temsil sorunları yer almaktadır.

Literatürde, araştırmacılar tarafından farklı ülkeler, farklı dönemler ve çeşitli sektörlerden şirketlerin tarafı olduğu birleşme ve devralma işlemlerinde, işlemin açıklanması üzerine hedef ve alıcı şirket ortaklarınca sağlanan getirilerin olay analizi yöntemiyle irdelenmesi sonucunda ortaya çıkan bulgular aşağıda özetlenmiştir.

- Farklı ülkelerde yapılan çalışmalar genel olarak birleşme ve devralmalarda hedef firma hissedarlarınca alıcı firmaya göre çoğunlukla daha yüksek getiri sağlandığına işaret etmektedir.
- Genellikle hedef firma hisse senetlerinden olay penceresinde açıklamaya bağlı olarak pozitif aşırı getiri elde edildiği belirlenmiştir. Öte yandan alıcı firma hissedarlarınca aşırı getiri sağlanıp sağlanmadığı konusundaki bulgular çelişkili olup, bulgular genel olarak sağlanmadığı yönündedir.
- Ödemenin nakden yapıldığı birleşme ve devralmalarda, hedef şirket hisselerinde, hisse senedi değişimi ile ödeme yönteminin yeğlendiği işlemlere göre olay penceresinde daha yüksek düzeyde pozitif aşırı getiri sağlanmaktadır.
- Ana faaliyet konusuyla ilgili birleşme ve devralmaların değer yaratma olasılığı daha güçlüdür.
- Halka açık hedef şirketlerde, pay alım teklifi şeklinde yapılandırılan birleşme ve devralmalarda anlaşmalı işlemlere göre genellikle daha yüksek getiri sağlanmaktadır.
- Göreli olarak küçük ölçekli alıcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerde olay penceresinde daha iyi hisse performansı gözlenmektedir.
- Finans sektöründeki birleşme ve devralmalar genellikle hisse senedi performansını olumlu etkilemektedir.
- ABD’de beşinci dalga döneminde yapılan banka birleşmeleri 1980’li yıllarda yapılanlara göre daha iyi performans göstermiştir.
- Avrupa Birliği’ne üye ülkelerde finansal hizmetler sektöründe beşinci dalga döneminde yaşanan konsolidasyon eğilimi sırasında gerçekleşen birleşme ve devralmalarda hedef şirket ortaklarınca pozitif aşırı getiri sağlanmış, aynı ülke sınırları içindeki işlemler sınır ötesi işlemlere göre daha iyi performans sergilemiştir.

Birleşme ve devralmalar ile sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi arasında yakın ilişki bulunmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmesi, özellikle; hedef şirketin saptanması, potansiyel alıcıların güvenilir bilgilere ulaşması olanağı sağlaması, likidite, azınlık haklarının korunmasına yönelik düzenlemeler ve değerlendirme kolaylığı nedenleriyle birleşme ve devralmalar açısından büyük önem taşımaktadır.

Ülkemizde, 1968-1972 dönemini kapsayan İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planında özellikle özel sektör işletmelerinin gelişmesi de hedeflenmiş, bu çerçevede birleşme ve devralmalar yoluyla büyümenin teşviki önem kazanmıştır.

Bununla birlikte, ortaklık kültürünün yeterince gelişmemesi, kurumsallaşma eksiklikleri ve finansman olanaklarının sınırlı olması gibi nedenlerle birleşme ve devralmalar ülkemizde uzun süre beklenen gelişmeyi gösterememiştir. 24 Ocak 1980 kararlarını izleyen dönemde sermaye piyasalarının oluşturulması, yabancı sermayenin önündeki engellerin kaldırılması, kambiyo rejiminin serbestleştirilmesi ve özelleştirme programlarının uygulanmasına başlanmasıyla birlikte bu alandaki gelişmeler hızlanmaya başlamıştır.

1980'li yıllardan itibaren sermaye piyasaları alanında yasal ve kurumsal düzenlemelere ağırlık verilmesi, birleşme ve devralmalarda yeni bir dönemin başlamasına önemli katkıda bulunmuştur. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun Şubat 1982 itibariyle yürürlüğe girmesini izleyen dönemde faaliyete geçirilen Sermaye Piyasası Kurulu tarafından tasarruf sahiplerinin korunmasına, halka açık şirketlerce menkul kıymet ihracına, kamunun aydınlatılmasına ve sermaye piyasaları ile ilgili diğer konulara ilişkin temel düzenlemeler yapılmıştır. 1985 yılı sonunda İMKB'nin yeniden faaliyete geçirilmesi ile ikincil hisse senetleri piyasası organize bir yapıya kavuşturulmuş, İMKB hisse senetleri piyasasında likiditenin zaman içinde artması dolaylı da olsa birleşme ve devralmalar açısından olumlu bir ortam oluşmasına katkıda bulunmuştur.

1980’li yılların sonlarından itibaren özelleştirme uygulamaları ile birleşme ve devralmalar artmaya başlamış, 1990’lı yıllardan itibaren birleşme ve devralmalarda toplam işlem hacminde özelleştirmelerin payı yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. 2002-2008 döneminde özelleştirmeler ikinci, TMSF tarafından gerçekleştirilen işlemler ise üçüncü en yüksek işlem adedini sağlayan işlem türünü oluşturmuştur.

2001 krizi sonrasında alınan ekonomik önlemler ve sağlanan görece istikrar ortamında birleşme ve devralmalar hızlı gelişme göstermiştir. 2002-2008 döneminde ülkemizde gerçekleşen ve Ernst & Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri yıllık raporlarında yer alan toplam 896 adet birleşme ve satın almanın işlem değeri kamuya açıklanan 571’inin toplam değeri 95 milyar \$ düzeyindedir.

Özellikle 2005-2008 dönemi birleşme ve satın almalar açısından oldukça hareketli geçmiştir. Birleşme ve devralma yıllık işlem hacminin GSYİH’ya oranı ülkemizde 2005 yılından başlayarak bir birleşme dalgası oluştuğuna işaret etmektedir. Şöyle ki; 2002 yılında % 0,3 düzeyinde olan birleşme ve devralmaların GSYİH’ya oranı 2005 yılında % 6,3’e yükselmiş, 2008 yılında ise % 2,2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, ülkemizde ilk kez 2005-2008 döneminde bir birleşme dalgası oluştuğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır. Ülkemizdeki bu ilk birleşme dalgasının bir özelliği de küresel düzeydeki birleşme dalgasıyla aynı dönemde oluşmasıdır.

2002-2008 yıllarını kapsayan yedi yıllık dönemde, Türkiye’de gerçekleştirilen, hisse senetlerinin İMKB’de işlem gördüğü, kamuya açıklanmış 51 adet şirket birleşme ve devralma işlemi incelenmiştir. Kullanılan veri setini oluşturan 51 adet örnek olayda, 32 şirket hedef konumunda, 19 firma ise alıcı konumundadır. Söz konusu 51 adet örnek olayda, birleşme veya devralmanın kamuya açıklandığı tarih esas alınarak, açıklama öncesi ve sonrasında 1, 3 ve 6 aylık olay penceresinde kümülatif hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Her bir hisse senedi için ayrı ayrı hesaplanan getiri oranları, her hisse senedinin finansal varlık fiyatlamaya modeline göre olay penceresinde beklenen getirisiyle karşılaştırılarak pozitif veya negatif aşırı getiriler saptanmıştır.

İkinci bir karşılaştırma ölçütü olarak, hesaplanan hisse senedi getirileri aynı döneme denk gelen İMKB-100 endeks getirisi ile karşılaştırılarak aşırı getiri oranları belirlenmiştir.

Hedef şirket hisse senetlerinde 6 aylık olay penceresinde açıklama öncesi ve sonrası dönemde oluşan ortalama aşırı getiriler arasında istatistiksel olarak anlamlı farklar saptanmıştır. Bu durum hem İMKB-100'e göre hem de FVFM'na göre oluşan ortalama aşırı getiriler açısından geçerlidir. Ayrıca, örnek kütleli oluşturulan işlemlerde, açıklama öncesi dönemde hisse senedi fiyat hareketliliği açıklamayı izleyen döneme göre daha fazladır.

Araştırmada ulaşılan sonuçların anlamlı olup olmadığı t testi kullanılarak irdelenmiştir. Sonuç olarak bağımlı iki örnek t testi hipotez test sonuçları açıklama öncesi ve sonrası dönemler arasında önemli düzeyde anlamlı getiri farklarına işaret etmektedir. Örnek kütleli oluşturulan işlemlerde, açıklama öncesi getiriler, hedef şirketlerde 1 ve 6 aylık dönemde, alıcı şirket hisselerinde ise 6 aylık dönemde açıklama sonrası döneme göre yüksek gerçekleşmiş olup, getiri farklılıkları istatistiksel olarak anlamlıdır. Öte yandan, alıcı şirket hisse senetlerinde açıklama öncesi dönem getirileri ile açıklama sonrası dönem getirileri arasında oluşan farklılıklar ise genellikle istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Kısaca, araştırma bulguları 2002-2008 döneminde hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin alıcı veya hedef konumunda tarafı olduğu 51 adet birleşme ve devralma işleminde, hedef şirket hisse senetlerinde ortalama olarak işlemin açıklanmasından önce istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiriler oluştuğunu göstermiştir. Açıklamaya dayalı olarak hedef şirket hisse senetlerinde aşırı getiri sağlandığı yönündeki bulgular bu alandaki uluslararası literatür ile de uyumludur. Bulgular birleşme ve devralmalarda hedef şirket hisse senetlerinde açıklama öncesi dönemde pozitif aşırı getiri sağlanabildiğini göstermiş olup, bu durum hisse senetleri piyasasının finans literatüründe tanımlanan “güçlü formda piyasa etkinliğinin” bulunmadığına işaret etmektedir.

Örnek kütle, hacminden kaynaklanan kısıt nedeniyle alt sektörler itibariyle ayrıştırılarak birleşme ve devralmaların değer yaratma özellikleri irdelenememiştir. Daha geniş örnek kütle ile yapılabilecek analizler, İMKB’de birleşme ve devralmaların değer yaratma özelliklerine ilişkin ek bilgiler sağlayacaktır. Daha geniş bir örnek kütleyle yapılacak çalışmalarda, ülkemizde birleşme ve devralmaların; işlem türleri, işlem büyüklüğü, sektör ve yerli ya da yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmesine bağlı olarak değer yaratma özelliklerinin irdelenmesi bu alandaki yurtiçi literatüre önemli katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Akay Hüseyin, İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Yayılım Matbaası, İstanbul, 1997.

Allen Larry, Keseden Bankaya Tezgahtan Borsaya Küresel Finans Sisteminin Öyküsü, Kitap Yayınevi, 2003.

Berk Niyazi, Finansal Yönetim, 7. Baskı, Türkmen Kitabevi, 2003.

Brealey Richard A., Myers Stewart C., "Principles of Corporate Finance, 4th Ed., McGraw-Hill, 1991.

Bruner Robert F., Applied Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, 2004.

Browne Lynn E., Rosengreen Eric. S. (Ed.), The Merger Boom : Proceedings of a Conference Held in October 1987, Conference Series No:31, Federal Reserve Bank of Boston, 1987.

Cooper Cary L., Finkelstein Sydney (ed.), Advances in Mergers and Acquisitions, JAI Press, 2006.

Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack, Valuation: Measuring and Managing the Value of the Companies, John Wiley and Sons, 2nd. Ed., 1995.

Cummins J. David, Weiss Mary A., "Consolidation in the European Insurance Industry:Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders", "Papers on Financial Services" içinde, ed. Robert E. Litan, Richard Herring, Brookings Institution Press, 2004.

Çelik Hayal Şehirali F., Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın no:444, 2008.

Dinçer Ahmet, Bankacılık Sektöründe Konsolidasyon, Ülke Deneyimleri ve Türkiye İçin Öneriler, Uzmanlık Tezi, DPT Yayın No:2697, Ekim 2006.

Dymski Gary A., The Bank Merger Wave: The Economic Causes and Social Consequences of Financial Consolidation, M.E. Sharpe, 1999.

Ertek Tümay, Mikroekonomiye Giriş, 3. Baskı, Beta Yayınları, 2005.

Evenett Simon J, Lehmann Alexander, Steil Benn, (ed.), Antitrust Goes Global, The Brookings Institution, 2000.

- Fertekliçil Azmi, “Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi”, İMKB yayını, Nisan 2000.
- Foster George, Financial Statement Analysis, 2nd. Ed., Prentice-Hall International, 1986.
- Garp P. Jorion, Financial Risk Manager Handbook, 5th ed., Wiley, 2009.
- Gaughan Patrick A., Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, 4th. Ed., Wiley, 2007.
- Huizinga Harry, Jonung Lars, The Internationalization of Asset Ownership in Europe, Cambridge University Press, 2005.
- İçke Başak T., Şirket Birleşmeleri, Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü, Derin Yayınları, İstanbul, 2007.
- Kalaycı Şeref, SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayın Dağıtım, 2006.
- Kavak Ahmet, Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri, Maliye ve Hukuk Yayınları, Yayın No:22, 2005.
- Knee Jonathan A., The Accidental Investment Banker, Wiley, 2007.
- Nazalı Ersin, Kurumlar Vergisi Açısından Anonim Şirketlerde Tasfiye, Devir, Birleşme ve Bölünme İşlemler, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, Kasım 2008.
- Özdamar Kazım, Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi, 5. Baskı, Kaan Kitabevi, 2004.
- Rappaport Alfred, Creating Shareholder Value, The Free Press.
- Reisoğlu Seza, Bankacılık Kanunu Şerhi, Yaklaşım Yayınları, 2007.
- Richter Frank, “Corporate Valuation”, Handbook of International Mergers and Acquisitions, ed. Gerhard Picot, Palgrave, 2002.
- Sarıkamış Cevat, Şirket Birleşmeleri, 2003.
- Sumer Haluk, Pernsteiner Helmut (Ed.), Şirket Birleşmeleri, Alfa Yayınları, 2004.
- Stewart James B., Den of the Thieves, Simon &Schuster, 1991.
- Sudarsanam Sudi, “Creating Value from Mergers and Acquisitions The Challenges”, FT Prentice Hall, 2003.

Tang Roger Y. W., Metwalli Ali M., Mergers and Acquisitions in Asia A Global Perspective, Routledge, 2006.

Tevfik Arman T., Hisse Senedi Değerlemesi, Literatür Yayıncılık, 2005.

Türk Hikmet Sami, Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın no:185, 1986.

Weston J. Fred, Mitchell Mark L., Mulherin J. Harold, "Takeovers, Restructuring and Corporate Governance", 4th ed., Pearson Prentice Hall, 2004.

Yasaman Hamdi, Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1987.

MAKALELER

Agrawal Anup, Jaffe Jeffrey J., Mandelker Gershon N., "The Post Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly", The Journal of Finance, Vol.47 No.4, September 1992.

Alexandrou George, Sudarsanam Sudi, "Shareholder Wealth Effects of Corporate Sellofs: Impact of Growth Opportunities, Economic Cycle and Bargaining Power", European Financial Management, Vol.7, No:2, 2001.

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

Asquith Paul, Kim E. Han, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security holders", The Journal of Finance, Vol.37, No:5, 1982.

Aw M.S.B., Chatterjee R. A., "The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets", Applied Financial Economics, Vol. 14, 2004.

Becher David A., "The valuation effects of bank mergers", Journal of Corporate Finance, 6, 2000.

Bhagat Sanjai, Dong Ming, Hirshleifer David, Noah Robert, "Do Tender Offers Create Value ? New Methods and Evidence", Journal of Financial Economics, Vol. 76, 2005.

Bekler Muhittin, Şirket Değerlemesi Kavramı ve Bu Kavramın Çeşitli Disiplinler Açısından Tanımlanması, Vergi Dünyası, Sayı:326, Ekim 2008.

Bertrand Olivier, Mucchielli Jean-Louis, Zitouna Habib, “Location Choices of Multinational Firms: The Case of Mergers and Acquisitions”, Royal Economic Society, 2004 yılı konferansında sunulan makale.

Black Bernard S., “The First International Merger Wave (And the Fifth and Last U.S. Wave)”, University of Miami Law Review, Vol. 54, no.4, 2000.

Bodnar Gordon M., Dumas Bernard, Marston Richard C., “Cross-Border valuation : The International Cost of Equity capital”, NBER Working Paper Series, No:10115, Nov.2003.

Bruner Robert F., “Does M&A Pay ? A Survey of Evidence for the Decision-Maker”, Darden, Batten Institute, October 2001.

Campa Jose M., Hernando Ignacio, “ M&As Performance in the European Financial Industry”, Journal of Banking and Finance, Vol. 30, 2006.

Chang Saeyoung, Mais Eric, “Managerial Motives and Merger Financing”, The Financial Review, 35, 2000.

Chari Anusha, Ouimet Paige P., Tesar Linda L., “Acquiring Control in Emerging Markets : Evidence From the Stock Market”, Working Paper : 10872, National Bureau of Economic Research, October 2004.

Conn R.L., Connell F., “International mergers : Returns to U.S. and British Firms”, Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 17 (5), Winter 1990.

Cybo-Ottone Alberto, Murgia Maurizio, “Mergers and shareholder wealth in European banking”, Journal of Banking & Finance, 24, 2000.

Çukur Sadık, Eryiğit Resul, “Banka birleşme ve devralma olaylarının borsadaki etkisi”, İktisat, İşletme ve Finans, Yıl.21, sayı 243, Haziran 2006.

De Long Gayle L., “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”, Journal of Financial Economics, 59, 2001.

Demir G. Seyhan, “Sermayenin Yoğunlaşma/Merkezileşmesi: Firma Birleşmeleri”, İktisat İşletme ve Finans, Mayıs 2003.

Eckbo B. Espen, Thorburn Karin S., “Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 35, No:1, 2000.

Faccio Mara, Mc Connell John, Stolin David, “Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No:1, March 2006.

Franks Julian, Harris Robert, Titman Sheridan, “The Post Merger Share Price Performance of Acquiring Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.29, 1991.

Fuller Kathleen, Netter Jeffrey, Stagemoller Mike, “What do Returns to Acquiring Firms Tell Us ? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions”, *The Journal of Finance*, Vol.57, No:4, August 2002.

Harris Robert S., Franks Julian, Mayer Colin, Means of Payment in Takeovers : Results for the U.K. and U.S., NBER Working Paper Series No:2456, 1987.

Harry Huizinga, Lars Jonung, Ed., *The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*, Cambridge University Press, 2005.

Holmstrom Bengt, Kaplan Steven N., NBER Working Paper Series, No:8220, April 2001.

Hosono Kaoru, Sakai Koji, Tusuru Kotaro, Consolidation of Banks in Japan: Causes and Consequences, NBER Working Paper Series No: 13399, 2007.

Houston Joel F., Ryngaert Michael D., “ The overall gains from large bank mergers”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, 1994.

Houston Joel F., James Christopher M., Ryngaert Michael D., “Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsider, *Journal of Financial Economics*, 60, 2001.

İneli Ender, “İştirak Ettiği Şirketi Devralan Kurumlarda Devir Sonrası Bilançoda Özsermayenin Tespitine İlişkin Özellikli Bir Durum”, *Vergi Dünyası*, Sayı:351, Kasım 2010.

Ismail Ahmad, Davidson Ian, “Further Analysis of mergers and shareholder wealth effects in European banking”, *Applied Financial Economics*, Vol. 15, 2005.

Jensen Michael C., Ruback Richard S., “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol.11, April 1983.

Jovanović Boyan, Rousseau Peter L., The q-theory of mergers, NBER Working Paper Series, No:8740, January 2002.

Kaplan Steven, Weisbach Michael S, The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, NBER Working Paper Series No:3484, 1990.

Kıymaz Halil, “Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors”, *Journal of Banking and Finance*, 28, 2004.

Kuşçu Serdar, “Devir Yoluyla Birleşme”, Vergi Raporu, Temmuz 2010.

Lins Karl, Servaes Henri, “International Evidence on the Value of Corporate Diversification”, The Journal of Finance, Vol. LIV, No:6, Dec.1999.

Loughran Tim, Vijh Anand M., “Do Long Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions”, The Journal of Finance, Vol.52 No.5, December 1997.

Magnuson William, “Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach”, yayımlanmamış makale, 2009.

Maksimovic Vojislav, Phillips Gordon, “The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains ?”, The Journal of Finance, Vol. LVI, No:6, Dec.2001.

Martynova Marina, Renneboog Luc, “Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives”, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No: 97, 2005.

Martynova Marina, Renneboog Luc, “Mergers and Acquisitions in Europe”, Finance Working Paper No: 114/2006, European Corporate Governance Institute, 2006.

Martynova Marina, Renneboog Luc, “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, Journal of Banking and Finance, 32, 2008.

Matthew Rhodes- Kropf, David T. Robinson, S. Viswanathan, “Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence”, Journal of Financial Economics’de yayımlanmak üzere sunulan taslak makale, Mayıs 2004.

Meggison William L., Morgan Angela, Nail Lance, “The determinants of positive long-term performance in strategic mergers: Corporate focus and cash”, Journal of Banking and Finance, Vol. 28, 2004.

Moeller Sara B., Schlingemann Frederik P., Stulz Rene M., “Firm Size and the Gains From Acquisitions”, Journal of Financial Economics, ,73, 2004.

Moeller Sara B., Schlingemann Frederik P., Stulz Rene M., “Wealth Destruction on a Massive Scale ? A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave”, Journal of Finance, Vol. LX, No.2, April 2005.

Mulherin J. Harold, Boone Audra L., “Comparing Acquisitions and Divestitures”, Journal of Corporate Finance, 6, 2000.

Pulaşlı Hasan, “Şirket Devralma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi içinde, Aralık 2007, Cilt XXIV, Sayı 2.

Raj Mahendra, Özkan Semih, “An Examination of the Performance of Corporate Combinations by Experienced UK Acquirers”, yayımlanmamış makale, s.1.

Rappaport Alfred, Sirower Mark L., “Stock or Cash ? :The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions, Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, Harvard Business School Press, 2001.

Rezaee Zabihollah, Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions:The Fair Value Approach, John Wiley&Sons, 2nd.ed., 2001.

Rhoades Stephen A., Bank Mergers and Industrywide Structure, 1980-1994, Staff Paper, Federal Reserve Bank, Washington, Jan. 1996.

Rhodes-Kropf Matthew, Robinson David T., Viswanathan S., “Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence”, Journal of Financial Economics’e sunulan tarihli taslak makale, Mayıs 2004.

Rosen Richard J., “Merger momentum and investor sentiment:the stock market reaction to merger announcements, Journal of Business’a sunulan taslak makale, 2003.

Schoenberg Richard, Reeves Richard, “What Determines Acquisition Activity Within An Industry”, European Management Journal, Vol.17, No:1, Feb.1999.

Servaes Henri, “Tobin’s Q and the Gains from Takeovers”, The Journal of Finance, Vol. LXVI, No.1, 1991.

Shleifer Andrei, Vishny Robert W., “Takeovers in the 60s and the 80s: Evidence and Implications”, Strategic Management Journal, Vol.12, 1991.

Steven J. Pilloff, Bank Merger Activity in the United States: 1994-2003, Staff Study:176, Federal Reserve Bank, May 2004.

The Boston Consulting Group, “The Brave New World of M&A: How to Create Value From Mergers and Acquisitions”, July 2007.

Toxvaerd Flavio, “Strategic Merger Waves: A Theory of Musical Chairs”, May 2004.

Travlos Nickolaos G., “Corporate Takeover Bids, Method of Payment and Bidding Firms’ Stock Returns”, The Journal of Finance, Vol.45, No:4, 1987.

White Lawrence J., “Trends in Aggregate Concentration in the United States, Journal of Economic Perspectives, Vol.16, No:4, Fall 2002.

DİĞER

İş Yatırım Menkul Değerler, Aylık Analiz, Temmuz 2010

Mc Kinsey Quarterly Review,

- “ Are Companies Getting Beter at M&A”, December 2006.
- “Deals that create value”, March 2008.
- “The five types of successful acquisitions”, Summer 2010.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri Şirket Değerlemeleri, 2005.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2002 raporu.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2003 raporu.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2004 raporu.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2005 raporu.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2006 raporu.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2007 raporu.

Price Waterhouse Coopers, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2008 raporu.

YASAL DÜZENLEMELER

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

SPK Seri I No:31, Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği

6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu

4054 Sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

İNTERNET VE VERİ SAĞLAYICILAR

[http://ssrn.com/abstract: 766304](http://ssrn.com/abstract:766304), 25.12.2009, Croci Ettore, “Stock Price Performance of Target Firms in Unsuccessful Mergers and Acquisitions”, July 2006.

<http://www.ecgi.org>, Marc Goergen, “Takeover Regulation: Lessons from Europe”, European Corporate Governance Institute.

<http://en.wikipedia.org/>, ”List of Bank Mergers in the US”, 30.12.2009.

<http://www.imag-institute.org/docs>, 28.12.2009., Christopher Kummer, Ulrich Steiger, “Why Merger and Acquisition Waves Reoccur: The Vicious Circle From Pressure to Failure”.

<http://www.apax.com>, 25.12.2009.

<http://ssrn.com/abstract:766304>, 25.12.2009, Ettore Croci, “Stock Price Performance of Target Firms in Unsuccessful Mergers and Acquisitions”, July 2006.

<http://www.imkb.gov.tr/veriler>, 11.12.2009.

<http://www.hazine.gov.tr>, 1.7.2010

Ek: 1/a: 2002-2008 Dönemi İncelenen Birleşme ve Devralmalar Listesi

| Hedef Şirketler | Açıklanma Tarihi | Alicılar | Açıklanma Tarihi |
|-------------------|------------------|---------------------|------------------|
| Kent Gıda | 21.02.2002 | Enka İnşaat | 26.01.2004 |
| POAŞ | 17.07.2002 | Koza davetiye | 01.03.2005 |
| Bosch Profilo | 09.10.2003 | Çimsa | 11.10.2005 |
| TEB | 22.11.2004 | Doğan Holding | 02.09.2005 |
| Koç Holding | 13.09.2005 | Koç Holding | 13.09.2005 |
| Gima | 03.05.2005 | Doğan Yayın Holding | 26.09.2005 |
| Yapı Kredi | 31.01.2005 | Çimentaş | 10.10.2005 |
| Tüpraş | 13.09.2005 | Çimentaş (2) | 03.08.2006 |
| İDÇ | 26.09.2005 | Batıçim | 05.05.2006 |
| Garanti | 25.08.2005 | Akçansa | 10.01.2007 |
| Turkcell | 28.11.2005 | TAV | 31.08.2007 |
| Ereğli | 04.10.2005 | TAV (2) | 08.10.2007 |
| Dışbank | 26.08.2005 | Turcas | 16.10.2007 |
| Migros | 10.11.2005 | Pera GYO | 18.09.2007 |
| Akbank | 17.10.2006 | Sinpaş GYO | 02.12.2008 |
| Denizbank | 30.05.2006 | Acıbadem | 13.12.2008 |
| Tat Konserve | 17.05.2007 | Escort Computer | 07.08.2008 |
| Tire Kutsan | 06.07.2007 | Koza davetiye | 14.05.2008 |
| T. Demirdöküm | 28.05.2007 | İş Girişim | 10.11.2008 |
| AFM | 23.10.2007 | | |
| Boyner | 01.05.2007 | | |
| Doğan Gazetecilik | 27.07.2007 | | |
| Eczacı İlaç | 05.03.2007 | | |
| Klimasan | 27.12.2007 | | |
| Pera | 18.09.2007 | | |
| Petkim | 16.10.2007 | | |
| Acıbadem | 16.08.2007 | | |
| Atakule GYO | 04.06.2008 | | |
| Ak Enerji | 08.10.2008 | | |
| Ege Seramik | 18.01.2008 | | |
| Kerevitaş | 13.06.2008 | | |
| Vakıf Girişim | 28.02.2008 | | |

Ek:1/b İnceleme Konusu Yapılan Birleşme ve Devralmalar (2002-2008 Dönemi)

2002

- *Cadbury Schweppes-Kent Gıda*

Kent Gıda Mad. San. ve Tic. A.Ş.'nin 21.02.2002 tarihli İMKB özel durum açıklamasında; Cadbury Schweppes ile şirket hakim ortakları arasında şirket sermayesinin % 51'i oranında payların satışı konusunda anlaşmaya varıldığı, nihai satış fiyatının, 181,5 milyon \$ olarak saptanan toplam şirket değerinden hisse satış ve devrinin yapılacağı tarih itibariyle hesaplanacak şirket borçlarının düşülmesi yoluyla belirleneceği de açıklanmıştır.

- *İş Doğan – Poaş*

Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİB) portföyünde yer alan Petrol Ofisi A.Ş.'nin (Poaş) % 51 oranındaki kontrol hissesinin Blok satış suretiyle İş Doğan Petrol Yatırımları A.Ş.'ye (İş Doğan) satışı, 2000 yılında gerçekleşmiş ve İş Doğan ile ÖİB arasında 21.07.2000 tarihinde hisse satış sözleşmesi imzalanmıştır. Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun kararı çerçevesinde, özelleştirme sonucunda ÖİB'nin elinde kalan % 42.3 hisseden % 16.5'i Mart 2002 döneminde yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda halka arz edilmiş, ÖİB portföyünde kalan bakiye % 25.8 Poaş hisse senetlerinin ise İş Doğan'a İMKB Toptan Satışlar Pazarı'nda, ÖİB'nin Mart 2002 döneminde Poaş halka arzında uluslararası yatırımcılara uyguladığı 30.000 TL üzerinden satışına karar verildiği Poaş'ın 17.07.2002 tarihli özel durum açıklamasıyla duyurulmuştur.

2003

- *BSH Bosch – BSH Profilo*

BSH Profilo Elektrikli Gereçler Sanayi A.Ş.'nin 09.10.2003 tarihli özel durum açıklamasıyla ; şirket ortaklarınca şirket sermayesinin %11,11' ine tekabül eden hisselerin şirketin çoğunluk hissedarı BSH Bosch und Siemens Hausgerate GmbH'ya 70.850.000 \$ ücret karşılığında, toplam sermayenin % 13.86'sına tekabül eden hisselerin ise toplam 88.350.000 \$ karşılığında Deutsche Bank AG, Frankfurt'a satıldığı açıklanmıştır.

2004

- *Enka İnşaat – İzmir, Adapazarı, Gebze Doğalgaz çevrim santralleri*

26.1.2004 tarihli özel durum açıklamasında söz konusu doğalgaz çevrim santrallerini işleten 3 şirketin hisselerinin % 25'inin 167 milyon \$ bedel karşılığında Intergen'den satın alınması hususunda mutabakat sağlandığı belirtilmiştir. 18.10.2004 tarihli özel durum açıklaması ile ilave % 16 payın 90,8 milyon \$ bedel karşılığında satın alınarak Enka İnşaat'ın sermayedeki pay oranının % 90'a çıkarıldığı, 1.12.2005 tarihli özel

durum açıklaması ile kalan % 10 payın da satın alınarak ortaklık payının her 3 şirket sermayesinde % 100'e çıkarıldığı açıklanmıştır.

- ***BNP Paribas – Türk Ekonomi Bankası (TEB)***

22.11.2004 tarihli özel durum açıklamasında, TEB sermayesinin % 50'sini temsil eden TEB Mali Yatırımlar A.Ş. hissesinin BNP Paribas'a 216,8 milyon \$ bedel karşılığında devri konusunda anlaşmaya varıldığı açıklanmıştır.

2005

- ***Koçbank – Yapı Kredi Bankası***

Yapı Kredi Bankası'nın (YKB) 31.01.2005 tarihli özel durum açıklaması ile; Çukurova Şirketler Grubu'nun YKB'de sahip olduğu hisselerin satışına ilişkin olarak, Koç Finansal Hizmetler A.Ş. (KFS) ile 31 Ocak 2005 tarihinde, Çukurova Holding A.Ş. ve Mehmet Emin Karamehmet ile Koç Finansal Hizmetler A.Ş. ve Koç Bank Netherland N.V. arasında bir Hisse Devir Sözleşmesi imzalandığı, devredilecek YKB hisselerinin bedelinin, 30 Haziran 2004 tarihli mali tablolar bazında YKB'nin tamamı için hesaplanan 2.050.000.000 Euro'nun %57,4'ü olup (1.508 milyon \$) ; bu bedelin inceleme çalışmaları, devir tarihi itibarıyla düzenlenecek mali tablolar ve sair unsurlar esas alınarak revize edileceği belirtilmiştir.

- ***Koza Grubu (Koza Davetiye) – Normandy Madencilik***

Koza Davetiye Mağaza İşletmeleri ve İhracat A.Ş.'nin 01.03.2005 tarihli özel durum açıklaması ile Bergama'da altın işletmeciliği yapan Normandy Madencilik A.Ş. firması ile yapılan görüşmelerin sonuçlandırıldığı ; 40 milyon \$ Normandy Madencilik A.Ş. firması hisseleri, 4,5 milyon \$ Gümüşhane'de altın üretmek amacıyla faaliyette bulunan Dedeman Madencilik A.Ş. ile Normandy Madencilik A.Ş.'nin müşterek ortaklığı Mastra A.Ş. firmasının Normandy Madencilik A.Ş.'ye ait %50 oranındaki hisseleri olmak üzere; anlaşma sağlanan toplam 44,5 milyon \$'ın 20 milyon \$'lık kısmı peşin kalan kısmı vadeli olmak üzere, %60 oranındaki kısmı, sermayesine %99.04 oranında iştirak edilen ATP İnşaat ve Ticaret A.Ş. firması tarafından, %40 oranındaki kısmı Koza/İpek Holding A.Ş. tarafından satın alındığı açıklanmıştır.

- ***CarrefourSA – Gima***

Gima'nın 3.5.2005 tarihli özel durum açıklamasıyla; şirket ortaklarınca şirket sermayesinin % 60'ına tekabül eden hisselerin CarrefourSA'ya 118,8 milyon \$ bedel karşılığında satışı konusunda 3.5.2005 tarihinde taraflar arasında bir hisse satın alım sözleşmesi imzalandığı açıklanmıştır.

- ***GE Capital – Garanti Bankası***

Garanti Bankası tarafından yapılan 25.8.2005 tarihli özel durum açıklamasıyla; birlikte kontrol prensibi çerçevesinde, çıkarılmış sermayenin % 25,5'lik kısmının GE Capital'e 1.555,5 milyon \$ bedel karşılığında, ayrıca bankanın kurucu hisselerinin

yarısının (182 adet) 250 milyon \$ bedel karşılığında devri konusunda 24.8.2005 tarihinde taraflar arasında bir hisse devir sözleşmesi imzalandığı açıklanmıştır.

- ***Doğan Holding – Petrol Ofisi***

Doğan Holding'in 2.9.2005 tarihli özel durum açıklamasıyla; Petrol Ofisi A.Ş. sermayesinin % 44,06'sına tekabül eden hisselerin İş Bankası Grubu şirketlerden toplam 616 milyon \$ bedel karşılığında satın alınması konusunda 2.9.2005 tarihinde taraflar arasında bir hisse satış sözleşmesi imzalandığı açıklanmıştır.

- ***Fortis-Dışbank***

Doğan grubunun 4.7.2005 tarihli özel durum açıklamasıyla, Dışbank sermayesindeki % 89,34 oranında grup payının toplam 985 milyon Euro şirket değeri üzerinden Fortis Bank'a satışına karar verildiği açıklanmıştır.

- ***Koç Holding – Tüpraş***

Koç Holding'in 13.09.2005 tarihli özel durum açıklaması ile; Tüpraş'ın %51'lik hissesinin blok satışı ile ilgili 12.09.2005 tarihinde yapılan özelleştirme ihalesinin, Koç Holding A.Ş., Aygaz A.Ş. ve Opet Petrolcülük A.Ş. (Koç) ile The Shell Group (Shell Grubu) şirketlerinden Shell Overseas Investment B.V. ve The Shell Company of Turkey Limited'den oluşan Koç-Shell Ortak Girişim Grubu tarafından 4.140 Milyon \$ bedelle kazanıldığı açıklanmıştır.

- ***Doğan Yayın Holding (Işıl TV) – Star TV***

Doğan Yayın Holding A.Ş.'nin 26.09.2005 tarihli özel durum açıklaması ile; TMSF tarafından bugün gerçekleştirilen "Star TV Ticari ve İktisadi Bütünlüğü İhalesi" nin 306,5 milyon ABD Doları bedelle Doğan Yayın Holding dolaylı bağlı ortaklığı konumunda bulunan Işıl Televizyon Yayıncılığı Ticaret A.Ş.'de (Işıl TV) kaldığı, yasal prosedürlerin tamamlanmasını takiben ihale bedelinin Işıl TV tarafından nakden ve peşin olarak ödeneceği belirtilmiştir.

- ***Oyak – Ereğli Demir Çelik***

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. (Erdemir)'in 4.10.2005 tarihli özel durum açıklaması ile, aynı gün yapılan, şirket sermayesindeki %46,12 oranındaki ÖİB hissesinin blok satış yoluyla özelleştirilmesi ihalesinde en yüksek teklifi 2.770.000.000 ABD Doları bedelle Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK) Genel Müdürlüğünün verdiği belirtilmiştir.

- ***Şahin Koç Çelik – İzmir Demir Çelik***

T. İş Bankası'nın 26.9.2005 tarihli özel durum açıklaması ile, İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.'nin sermayesindeki %54,68 oranındaki Banka payının 79.050.000 ABD Doları peşin bedelle Şahin/Koç Çelik Sanayi A.Ş.'ye satılmasına ilişkin hisse satış sözleşmesinin 23.9.2005 tarihinde imzalandığı açıklanmıştır.

- ***Çimentaş – Lalapaşa Çimento***

Çimentaş'ın 10.10.2005 tarihli özel durum açıklamasıyla, Tasarruf Mevduatı Sigorta fonu (TMSF) tarafından satışa çıkarılan "Lalapaşa Çimento Ticari ve İktisadi

Bütünlüğü'nün satış işlemine ilişkin bugün yapılan ihalenin 166,5 milyon \$ bedelle kazanıldığı açıklanmıştır.

- ***Çimsa – Standard Çimento***

Çimsa'nın 11.10.2005 tarihli özel durum açıklamasıyla, TMSF tarafından satışa çıkarılan Standart Çimento Ticari ve İktisadi Bütünlüğü'nün satış işleminin 1. aşamasını teşkil eden ihalenin bugün yapıldığı ve Çimsa'nın 175.500.000 \$ bedelle ihaleyi kazandığı açıklanmıştır.

- ***Migros – Tansaş***

Migros'un 10.11.2005 tarihli özel durum açıklaması ile, Tansaş ile ilgili olarak, Doğu Holding A.Ş. grup şirketleri ile şirket sermayesinin % 78,10'unun 427.212.270 ABD Doları bedel üzerinden devralınması işlemlerinin 10.11.2005 tarihi itibarıyla tamamlandığı belirtilmiştir.

- ***Turkcell – Alfa***

Turkcell'in 28.11.2005 tarihli özel durum açıklaması ile, Çukurova Telecom Holdings tarafından Alfa Telecom Turkey Ltd.e (Alfa) ihraç edilen hisse senedine dönüştürülebilir 1.593 milyon \$ tutarındaki tahvillere ilişkin dönüşüm hakkının Alfa tarafından kullanılması sonucunda Alfa'nın Turkcell sermayesinde % 13,22 oranında dolaylı hisse edinimi işleminin 25.11.2005 tarihinde tamamlandığı açıklanmıştır. Turkcell'in yönetim kontrolünde değişiklik olmamıştır.

2006

- ***Çimentaş – Elazığ Çimento***

Çimentaş'ın 03.08.2006 tarihli özel durum açıklamasıyla, Elazığ Çimento'nun çıkarılmış sermayesinin % 99,992'sinin 110 milyon \$ bedel karşılığında satın alınması hususunda anlaşma sağlandığı açıklanmıştır.

- ***Dexia – Denizbank***

Denizbank 'ın 30.5.2006 tarihli özel durum açıklaması ile, Banka sermayesinin % 74,9965'ini temsil eden Zorlu Holding A.Ş.'ye ait hisselerin Dexia 'ya 2.437.386.290,51 ABD Doları bedel karşılığında satışı hususunda taraflar arasında mutabakata varıldığı açıklanmıştır.

- ***Citigroup – Akbank***

H.Ö. Sabancı Holding A.Ş. (Sabancı Holding) 'in 17.10.2006 tarihli özel durum açıklaması ile Sabancı Holding'in ilgili şirketleri ve aile fertleri ile Citigroup Inc. ve Citibank Overseas Investment Corporation (birlikte Citibank) arasında, 17 Ekim 2006 tarihinde, Akbank T.A.Ş. (Akbank) hisselerinin %20'sinin Citibank tarafından devralınmasına ilişkin olarak bir sözleşme imzalandığı kamuya açıklanmıştır. Satın alım bedeli 3,1 milyar ABD Dolarıdır.

- **Batiçim – Limaş Liman**

Batiçim'in 5.5.2006 tarihli özel durum açıklaması ile, İzmir Aliğa ilçesi Nemrut Bölgesi'nde bulunan "Limaş Ticari ve İktisadi Bütünlüğü" için TMSF tarafından bugün açık artırma suretiyle yapılan ihalede 45.250.000 USD bedelle en yüksek teklifi verildiği açıklanmıştır.

2007

- **Acıbadem – Abraaj**

Acıbadem Sağlık Hiz.ve Tic. A.Ş. 16.8.2007 tarihli özel durum açıklaması ile, şirket sermayesinin % 21,66'sına karşılık gelen hisselerinin Abraaj grubuna bağlı Almond Holding'ce 162,5 milyon \$ bedel karşılığında satın alınması hususunda anlaşma sağlanarak hisse devrine ilişkin anlaşmanın imzalandığı açıklanmıştır.

- **AFM – Velios**

AFM'nin 23.10.2007 tarihli özel durum açıklaması ile, şirket sermayesinin % 51.9'unu temsil eden hisselerin şirket ortaklarınca A1 Group şirketlerinden Velios Ltd.'e 28,5 milyon \$ bedel karşılığında satışına ilişkin olarak taraflar arasında 22 Ekim 2007 tarihli bir Hisse Alım Anlaşması imzalandığı açıklanmıştır.

- **TAV- Muhtelif İşlemler**

- TAV'ın 31.8.2007 tarihli özel durum açıklaması ile, Devlet Hava Meydanları İşletmesi (DHMİ) Genel Müdürlüğü tarafından açılan Antalya-Gazipaşa Havaalanı'nın 25 yıllık süre ile kiralanmak suretiyle işletme hakkının verilmesine ilişkin ihaleyi kazandığı, işletme süresinin sonuna kadar yıllık 50.000 USD+KDV sabit kira ödemesi yapılacağı, ayrıca her işletme yılının sonunda da net işletme karının % 65'ini DHMİ'ye kar payı olarak ödeneceği açıklanmıştır. (DHMİ tahmini toplam geliri 70 milyon ABD Dolarıdır.)

- TAV'ın 8.10. 2007 tarihli özel durum açıklaması ile, TAV'ın sermayesine %60 oranında iştirak ettiği Havaalanları Yer Hizmetleri A.Ş. (HAVAŞ) sermayesinin %40'ına tekabül eden hisselerin Park Yatırım Holding A.Ş.'den 115 milyon ABD Doları bedelle satın alınması üzerinde anlaşıldığı açıklanmıştır.

- 12.11.2007 tarihli özel durum açıklaması ile, Goldman Sachs International (GSI) nın ,TAV Havalimanları Holding A.Ş.'nin tedavülde olmayan ve şirket sermayesinin toplam % 10.1'ine tekabül eden hisselerini toplam 184,8 milyon Euro (277,8 milyon ABD Doları) karşılığında stratejik yatırımcı Meinel Airports International Ltd.'ye (MAI) 09.11.2007 tarihinde satılması konusunda anlaşmaya vardığı açıklanmıştır.

- **Boyner – Citigroup Venture Capital**

1.5.2007 tarihli özel durum açıklaması ile Boyner Holding A.Ş. ile Citigroup Venture Capital International (CVCİ) arasındaki görüşmelerin tamamlandığı ve CVCİ tarafından Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.'nin toplam şirket değeri 153,8 milyon ABD Doları üzerinden %30'unun satın alınması hususunda anlaşmaya varıldığı açıklanmıştır.

- **Demirdöküm – Vaillant**
28 Mayıs 2007 tarihli özel durum açıklaması ile Türk Demir Döküm Fabrikaları A.Ş.'nde (Demirdöküm) Koç Grubu tarafından sahip olunan ve şirket sermayesinin yaklaşık %72,56'sına tekabül eden hisselerin Vaillant grubunca toplam 211.073.898 Euro (299,8 milyon ABD Doları) bedel karşılığında satın alınması konusunda anlaşmaya varıldığı açıklanmıştır.
- **Doğan Gazetecilik – Deutsche Bank**
27 Temmuz 2007 tarihli özel durum açıklaması ile şirket sermayesinin % 22'sine karşılık gelen bölümünün Deutsche Bank'a toplam 88 milyon ABD Doları bedel karşılığında satışı konusunda şirket yönetim kurulu tarafından karar alındığı açıklanmıştır.
- **Eczacıbaşı İlaç – Muhtelif İşlemler**
 - 5 Mart 2007 tarihli özel durum açıklaması ile EİS Eczacıbaşı İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin bağlı ortaklıkları olan Eczacıbaşı Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve EÖS Eczacıbaşı Özgün Kimyasal Ürünler Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin her birisinde sahibi bulunduğu hisselerin % 75'inin **Zentiva** N.V. şirketine toplam 459.750.000 Euro bedelle (601,8 milyon \$) devredilmesine karar verildiği açıklanmıştır.
 - 31 Mayıs 2007 tarihli özel durum açıklaması ile İş Yatırım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Kanyon Ofis bloğunda sahip olduğu ½'lik payın 67.500.000 USD artı KDV bedelle satın alınmasına ilişkin tapu işlemleri tamamlandığı bildirilmiştir.
- **Pera GYO – Kentsel Gayrimenkul**
18 Eylül 2007 tarihli özel durum açıklaması ile, Denizli Merkez'de üzerinde gayrimenkul geliştirme projesi planlanan 148.957 metrekare büyüklüğündeki arazinin maliki bulunan Kentsel Gayrimenkul Yatırım Danışmanlık Planlama A.Ş.'nin (Kentsel) sermayesinin % 50'sine sahip olan Şirketin, Kentsel'in diğer % 50 hissesinin 33.360.000 YTL (26,8 milyon \$) bedel üzerinden devralınmasına yönelik olarak Hisse Alım ve Satım Protokolü imzaladığı açıklanmıştır.
- **Akçansa – Ladik Çimento**
10 Ocak 2007 tarihli özel durum açıklaması ile, Türkerler İnşaat Turizm Madencilik A.Ş.'ne ait Ladik Çimento iktisadi bütünlüğünün satın alınması amacıyla mal varlığı devri protokolu imzalanmıştır. (satın alım bedeli 158 milyon \$)
- **Petkim – Turcas/Socar ortak girişim grubu**
16.10.2007 tarihli özel durum açıklamasıyla, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın **Petkim Petrokimya Holding A.Ş.**'nin % 51 'inin satışına ilişkin ihalede 2,05 milyar dolar ile en yüksek teklifi veren TransCentral-Asia Grubu'nun devre dışı bırakılarak ihalede en yüksek ikinci teklifi veren ve Socar-Turcas İnjaz Ortak Girişim Grubunun Rekabet Kurumuna bildirildiği belirtilmiştir.

- ***Klimasan – Metal Frio***
27 Aralık 2007 tarihli özel durum açıklaması ile, Klimasan sermayesinin % 71'ini temsil eden hisselerin 32.660.000 Euro bedel karşılığında (47,8 milyon \$) Metalprio'ya satışına ilişkin sözleşmenin taraflarca imzalandığı açıklanmıştır.
- ***Tat Konserve – Templeton***
17 Mayıs 2007 tarihli özel durum açıklaması ile, Templeton Asset Management Ltd. Şirketine , Tat Konserve Sanayi A.Ş. sermayesinin % 10,34'üne karşılık gelen bölümünün beher 1 YKr nominal hisse için 2,65 YKr bedel karşılığı olmak üzere toplam 23.587.650,00 YTL bedel (17,8 milyon \$) karşılığında satışı konusunda anlaşmaya varıldığı açıklanmıştır.
- ***Tire Kutsan – Mondi Packaging***
6 Temmuz 2007 tarihli özel durum açıklaması ile, Şirket ödenmiş sermayesinin % 53,56'sına karşılık gelen toplam 21.179.156,91 YTL nominal bedelli hisse senedinin 106.042.492,73 \$ net değerle Mondi Packaging firmasına devri ile ilgili Hisse Devir Anlaşması imzalandığı açıklanmıştır.

2008

- ***Ak Enerji – CEZ***
8 Ekim 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Şirket ödenmiş sermayesinin % 37,4'ına karşılık gelen hisse senedinin mevcut ortaklar tarafından 302,6 milyon \$ bedel karşılığında Çek Cumhuriyetinden CEZ şirketine devri ile anlaşmanın imzalandığı açıklanmıştır.
- ***Atakule GYO – Manag Gayrimenkul Ltd.Şti.***
4 Haziran 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Şirket ödenmiş sermayesinin % 51'ine karşılık gelen hisse senedinin mevcut ortaklar tarafından 76,8 milyon \$ bedel karşılığında devrine ilişkin sözleşmenin imzalandığı açıklanmıştır. Kalan % 49 oranındaki hisseler ile ilgili olarak da çağrıda bulunulmasının planlandığı belirtilmiştir.
- ***Ege Seramik – Morgan Stanley***
18 Ocak 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Şirket ödenmiş sermayesinin arttırılması çerçevesinde ihraç edilen sermayenin % 17,15'ine karşılık gelen payların 27,4 milyon \$ bedel karşılığında Morgan Stanley&Co International Plc. ye devrine karar verildiği açıklanmıştır. Devir işlemi, devre konu payların 11.3.2008'de İMKB Toptan Satışlar Pazarı'nda alıcıya tahsisli olarak satışı yoluyla gerçekleştirilmiştir.
- ***İş Girişim –Frik İlaç***
10 Kasım 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Frik İlaç'ın çıkarılmış sermayesinin % 17'sine karşılık gelen sermaye payının mevcut ortaklardan devralınmasına ilişkin olarak 7.11.2008 tarihinde sözleşme imzalandığı açıklanmıştır. 3.12.2008 tarihli özel durum açıklaması ile alım bedeli 21,4 milyon TL olarak duyurulmuştur.

- ***Acıbadem –International Hospital***
13 Ekim 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, International Hospital İstanbul A.Ş.’nin sermayesinin Hospimed Health Corporation’a ait % 49,99’luk bölümünün 56 milyon \$ bedel karşılığında devralınmasına karar verildiği açıklanmıştır. 17.12.2008 tarihli özel durum açıklamasıyla, değişen piyasa koşulları çerçevesinde alım koşullarında revizyona gidildiği; sermayenin % 40’ının 32.436.750 \$ bedel karşılığında devralınması, % 9,99 oranındaki payların devri konusunda ise 15 milyon \$ bedel karşılığında 2012 sonuna kadar alım konusunda Acıbadem’e alım opsiyonu tanındığı belirtilmiştir.
- ***Koza Davetiye –Kanaltürk***
14 Mayıs 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Koza Davetiye bağlı ortaklığı ATP tarafından Kanaltürk TV, Radyo ve internet sitesini bünyesinde bulunduran Yaşam TV’nin % 99,99’unun 30 milyon \$ bedel karşılığında satın alındığı duyurulmuştur.
- ***Kerevitaş –Yıldız Holding***
13 Haziran 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, şirket sermayesinin % 51’ine karşılık gelen sermaye payının Yıldız Holding tarafından satın alındığı bildirilmiştir.
- ***Migros –Moonlight Capital (BC Partners)***
14 Şubat 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Koç Holding A.Ş.’nin Migros sermayesindeki % 50,8 oranındaki payının 1.977.365.405 TL (1.650 milyon \$) bedel üzerinden Moonlight Capital S.A.’ne satışına karar verildiği duyurulmuştur.
- ***Sinpaş GYO –Saf Gayrimenkul***
2 Aralık 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Saf Gayrimenkul A.Ş. sermayesinin % 7,4’üne karşılık gelen sermaye paylarının 41.551.000 \$ bedel karşılığında Tivnikli grubundan satın alındığı bildirilmiştir.
- ***Vakıf GSYO –Multinet***
28 Şubat 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, Vakıfbank’a ait % 31 oranındaki Vakıf GSYO hissesinin 3,1 milyon TL bedel üzerinden Multinet Kurumsal Hizmetler A.Ş.’ne satışına, % 0,15 oranındaki hissenin ise CFK A.Ş.’ne satışına karar verildiği açıklanmıştır. Borsa’da işlem gören B grubu hisseler için çağrıda bulunulması konusunda SPK’na başvuruda bulunulacaktır.
- ***Escort Bilgisayar–TNB Bilgisayar***
7 Ağustos 2008 tarihli özel durum açıklaması ile, TNB Bilgisayar A.Ş.’nin % 16,48 oranında hissesinin 10,6 milyon \$ bedel karşılığında satın alınmasına karar verildiği duyurulmuştur.

Ek: 2 Sermaye Piyasası Mevzuatı Uyarınca Birleşme Sözleşmesinde Bulunması Gereken Bilgiler

- 1- Birleşmeye katılacak tarafları tanıtıcı genel bilgiler,
- 2- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde karşılıklı ve birbirine uygun devrolma ve devralma iradeleri ile devrolan ortaklığın malvarlığının tasfiyesiz ve bir bütün halinde devralan ortaklığa geçeceğini belirten hüküm, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise infisah edecek ortaklıkların malvarlıklarının tasfiyesiz ve bir bütün halinde yeni kurulacak ortaklığa geçeceğini belirten hüküm,
- 3- Birleşme işlemine esas teşkil eden bilirkişi raporunun, uzman kurulunun birleşmeye ilişkin raporunun ve Kurul'dan alınan onayın tarih ve sayısı,
- 4- Birleşme işleminin hangi tarihli mali tablolar üzerinden gerçekleştirileceği,
- 5- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemlerinde, devralan ortaklığın artırılacak sermaye tutarı veya yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde yeni kurulacak ortaklığın sermaye tutarı ile her iki halde de değiştirme oranı, infisah eden ortaklığın pay sahiplerine verilecek hisse senetlerinin nevi ve nominal değeri,
- 6- Hisse senetlerinin değişimi sonucu küsurat kalması halinde ortaklara kesir makbuzu verileceğini belirten hüküm,
- 7- Birleşme işlemine taraf ortaklıklarda imtiyazlı paylar, intifa senetleri ile tahvil ve benzeri borçlanma senetlerinin varlığı halinde birleşme sonrasında ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemlerinde devralan, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde ise yeni kurulacak ortaklık bünyesinde söz konusu senetlere ilişkin hakların devam edip etmeyeceği,
- 8- Varsa oydan yoksun hisse senetlerine ilişkin olarak uygulanacak esaslar,
- 9- Vergi borçlarının ödeneceğini ve diğer yükümlülüklerin yerine getirileceğinin bir taahhütname ile vergi dairesine yasal süresi içerisinde bildirilmesine ilişkin hüküm,
- 10- Devralma yoluyla birleşme işleminde devrolan ortaklıkların, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise infisah edecek ortaklıkların üçüncü şahıslara olan borçlarının vadelerinde devralan veya yeni kurulacak ortaklık tarafından tam ve eksiksiz olarak ödeneceğini belirten hüküm,
- 11- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemlerinde devrolan, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde ise infisah edecek ortaklıkların vadesi geldiği halde alacaklıların müracaat etmemesi nedeniyle ödenmemiş olan borçları ile vadesi gelmemiş ve/veya ihtilafli bulunan borçlarına ilişkin olarak TTK'nın 445. maddesi çerçevesinde hareket edileceğini belirten hüküm,
- 12- Birleşme işleminin taraflara yüklediği diğer borç ve yükümlülükler,
- 13- Tarafların birleşme sözleşmesinden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda tarafların katlanacağı sonuçları belirten hüküm,

- 14- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde devralan ortaklığın esas sözleşmesinde yapılacak değişiklikler ile yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde yeni kurulacak ortaklığın esas sözleşme taslağı,
- 15- Tarafların yönetim kurulları tarafından genel kurulların toplantıya çağrılacağı azami süre, bu süre içerisinde genel kurulların toplanamaması halinde birleşme sözleşmesinin geçersiz sayılacağına ilişkin hüküm,
- 16- Hisse senetlerinin teslim esasları,
- 17- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemlerinde devrolan, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde ise infisah edecek ortaklıkların hangi tarih itibarıyla infisah edeceğine ilişkin açıklama,
- 18- Birleşme işleminin hangi tarihten itibaren geçerli olacağı ve hisse senedi sahiplerinin hangi tarihten itibaren kar payı alma hakkına sahip olacağı,
- 19- Varsa birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim ve denetim organları, bilirkişiler ile birleşmeye ilişkin raporu hazırlayan uzman kuruluşa sağlanan özel menfaatler.

Ek:3 Birleşme Genel Kurulu Öncesinde Sermaye Piyasası Kurulu Başvurusunda Sunulması Gerekli Bilgi ve Belgeler

- 1- Birleşmeye ilişkin yetkili organ kararları,
- 2- Birleşmeye taraf ortaklıkların her birinin tek bir metin haline getirilmiş esas sözleşmeleri,
- 3- Birleşme sözleşmesi taslağı,
- 4- Mahkemece tayin edilecek bilirkişilerce hazırlanacak rapor,
- 5- Uzman kuruluşun birleşmeye ilişkin raporu,
- 6- Özkaynakların rayiç bedel üzerinden değerlendirilmesi halinde ekspertiz raporları,
- 7- Özel bağımsız denetim raporları,
- 8- Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde devralan ortaklığın varsa esas sözleşmesinde yapılacak değişikliklere ilişkin esas sözleşme tadil metinleri ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin yönetim kurulu kararı ile yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde yeni kurulacak ortaklığın esas sözleşme taslağı,
- 9- Ortaklık devralma yoluyla birleşmede, devrolan; yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşmede, infisah edecek ortaklıkların ortaklarına verilecek hisselerin miktar ve oranı ile hisselerin niteliğine ilişkin bilgi,
- 10- Rekabet Kurumu'ndan birleşmeye ilişkin olarak alınan izin belgesi,
- 11- Birleşmeye taraf ortaklıkların tabi oldukları özel mevzuat hükümleri uyarınca diğer resmi kurumlardan alınacak onaylar,
- 12- Birleşmeye taraf ortaklıkların sermayelerinin ödendiğini gösteren mali müşavir raporları,
- 13- Birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan ayrıntılı yönetim kurulu raporu,
- 14- Devir veya birleşmeden itibaren 3 yıllık hedeflerin ortaya konulduğu tahmini mali tablolar ile birleşme sonrası tahmini açılış bilançosu,
- 15- Birleşme gerekçesi,
- 16- Kurul'ca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

Ek: 4 Birleşme ve Devralmalarda Alıcıların Ülkeler İtibariyle Dağılımı

| Yıl | Ülke | İşlem Adedi | İşlem Değeri (Milyon \$) |
|-------------|---------------------------|-------------|--------------------------|
| 2002 | Türkiye | 35 | 367,5 |
| | ABD, Kanada | 5 | 89,9 |
| | Avrupa Ülkeleri | 13 | 119,1 |
| | Asya Ülkeleri | 1 | 37 |
| 2003 | Türkiye | 60 | 887,4 |
| | ABD, Kanada | 1 | 0 |
| | Avrupa Ülkeleri | 17 | 484,2 |
| | Asya Ülkeleri | 1 | 22 |
| 2004 | Türkiye | 73 | 2,2 |
| | ABD, Kanada | 4 | 82,3 |
| | Avrupa Ülkeleri | 13 | 273,7 |
| 2005 | Türkiye | 103 | 13.114 |
| | ABD, Kanada | 11 | 1.876 |
| | Avrupa Ülkeleri | 35 | 6.080 |
| | Asya Ülkeleri | 6 | 875,7 |
| | Körfez Ülkeleri, Ortadoğu | 5 | 6.850 |
| | Diğer | 4 | 1.625 |
| 2006 | Türkiye | 71 | 1.696 |
| | ABD, Kanada | 22 | 4.765 |
| | Avrupa Ülkeleri | 44 | 11.091 |
| | Asya Ülkeleri | 4 | 316 |
| | Körfez Ülkeleri, Ortadoğu | 10 | 272 |
| | Diğer | 3 | 163,3 |
| 2007 | Türkiye | 90 | 8.627 |
| | ABD, Kanada | 14 | 1.636 |
| | Avrupa Ülkeleri | 60 | 7.742 |
| | Asya Ülkeleri | 4 | 5.465 |
| | Körfez Ülkeleri, Ortadoğu | 7 | 2.040 |
| | Diğer | 7 | 453,5 |
| 2008 | Türkiye | 74 | 4.332 |
| | Avrupa Ülkeleri | 68 | 8.672 |
| | Asya Ülkeleri | 6 | 0,693 |
| | Körfez Ülkeleri, Ortadoğu | 12 | 1.041 |
| | Diğer | 11 | 1.599 |

Ek: 5 İMKB’da Birleşme ve Devralmalar Nedeniyle İşlem Sırası Kapanan Şirketler (2000-2009)

| İşlem Sırası Kapanan Şirketler | Açıklama | Kapanma Tarihi |
|---|---|-----------------------|
| Grundig Elektronik | Arçelik tarafından devralınmıştır. | 10.07.2009 |
| Yatırım Fin.Yat. Ortaklığı | TSKB Yat. Ortaklığı tarafından devralınmıştır. | 10.07.2009 |
| Ceytaş Madencilik | Park Elek. Madencilik tarafından devralınmıştır. | 22.05.2009 |
| Kav Dan. Paz. Tic. | Koç Holding tarafından devralınmıştır. | 28.07.2008 |
| Oysa Çimento | Çimsa tarafından devralınmıştır. | 09.11.2007 |
| Camiş Lojistik | Trakya Cam tarafından devralınmıştır. | 03.09.2007 |
| Efes Holding | Coca Cola tarafından devralınmıştır. | 27.12.2006 |
| Toprak Fin. Kiralama | Fon Finansal Kiralama tarafından devralınmıştır. | 09.11.2006 |
| Gima | Carrefoursa tarafından devralınmıştır. | 22.08.2006 |
| Tansaş | Migros tarafından devralınmıştır. | 03.08.2006 |
| Anadolu Gıda | Ülker Gıda tarafından devralınmıştır. | 23.02.2004 |
| Maret ve Pastavilla | Tat Konserve tarafından devralınmıştır. | 11.08.2003 |
| Enka Holding | Enka İnşaat tarafından devralınmıştır. | 22.07.2002 |
| Bayraklı Boya | Yasaş (Dyo Boya) tarafından devralınmıştır. | 10.06.2002 |
| Sınai Yatırım Bankası | TSKB tarafından devralınmıştır. | 26.04.2002 |
| Tofaş Oto Ticaret | Tofaş Oto Fabrika tarafından devralınmıştır. | 11.06.2001 |
| Pınar Un | Pınar Et tarafından devralınmış, şirket unvanı “Pınar Et ve Un” olarak değiştirilmiştir. | 11.08.2000 |
| Anadolu Biracılık Ege Biracılık Güney Biracılık | Erciyas Biracılık tarafından devralınmış, birleşme sonrasında şirket unvanı “Anadolu Efes” olarak değiştirilmiştir. | 24.07.2000 |

Kaynak : www.imkb.gov.tr/data/stockdata, “Şirket Haberleri”, 29.12.2009.