

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR YOLUYLA DEĞER YARATIMI

Doktora Tezi

Aydın ÖZTUNALI

Ankara-2008

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR YOLUYLA DEĞER YARATIMI

Doktora Tezi

Aydın ÖZTUNALI

Tez Danışmanı
Doç Dr. Güven SAYILGAN

Ankara-2008

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
KISALTMALAR	v
TABLolar	vi
GRAfİKLER	vii
SEKİLLER	viii
ÖZET	1
ABSTRACT	3
1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR	11
1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN ÇEŞİTLERİ	11
1.1.1. YATAY BİRLEŞMELER	11
1.1.2. DİKEY BİRLEŞMELER	13
1.1.3. AYKIRI BİRLEŞMELER	14
1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN GEREKÇELERİ	15
1.2.1. SİNERJİ	17
1.2.1.1. Faaliyet Sinerjisi	19
1.2.1.2. Finansal Sinerjiler	26
1.2.2. BÜYÜME	27
1.2.2.1. İçsel Büyüme	29
1.2.2.2. Dışsal Büyüme	30
1.2.3. YATAY BÜTÜNLEŞME (PAZAR GÜCÜ)	31
1.2.3.1. Tam Rekabetçi Pazar Yapıları	33
1.2.3.2. Tekelci Pazar Yapıları	34
1.2.4. DİKEY BÜTÜNLEŞME	40
1.2.5. ÇEŞİTLENDİRME	42
1.2.6. VERGİ AVANTAJI	45
1.2.7. YÖNETİMDE ETKİNSİZLİĞİN GİDERİLMESİ	46
1.2.8. SERBEST NAKİT AKIŞLARI TEORİSİ	47
1.2.9. DÜŞÜK DEĞERLENMİŞ VARLIKLAR	50
1.2.10. YÖNETİCİLERİN RASYONEL OLMAYAN DAVRANIŞLARI	50
2. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE TÜRKİYE'DE BİRLEŞMELERİN HUKUKİ YAPISI	52

2.1. DÜNYA’DA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	52
2.1.1. BİRİNCİ DALGA (1895-1904)	53
2.1.2. İKİNCİ DALGA (1925-1929)	53
2.1.3. ÜÇÜNCÜ DALGA (1965-1970)	54
2.1.4. DÖRDÜNCÜ DALGA (1981-1987)	55
2.1.5. BEŞİNCİ DALGA (1992-2000)	55
2.2. TÜRKİYE’DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	59
2.3. TÜRKİYE’DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN HUKUKİ YAPISI	66
2.3.1. TÜRK TİCARET KANUNU’NDAKİ DÜZENLEMELER	66
2.3.1.1. Birleşmenin Tanımı	67
2.3.1.2. Birleşmenin Esasları	68
2.3.1.3. Birleşmeye İlişkin Hukuki İlkeler	69
2.3.1.4. Birleşme Türleri	70
2.3.2. REKABETİN KORUNMASI HAKKINDA KANUN’DAKİ DÜZENLEMELER	71
2.3.2.1. Birleşme Sayılan Haller	73
2.3.2.2. İlgili Pazarların Tanımlanması	74
2.3.3. SERMAYE PİYASASI KANUNU’NDAKİ DÜZENLEMELER	76
2.3.4. VERGİ KANUNLARINDAKİ DÜZENLEMELER	83
2.3.4.1. Kurumlar Vergisi Kanunu Açısından Şirket Birleşmeleri	84
2.3.4.1.1. Birleşme	84
2.3.4.1.2. Devir	87
3. DEĞERLEME VE HİSSEDAR DEĞERİ	90
3.1. DEĞER KAVRAMI	90
3.1.1. DEFTER DEĞERİ	91
3.1.2. PAZAR DEĞERİ	92
3.1.3. TASFİYE DEĞERİ	93
3.1.4. İŞLEYEN TEŞEBBÜS DEĞERİ	94
3.1.5. GERÇEK DEĞER	95
3.1.6. MAKUL PAZAR DEĞERİ	96
3.1.7. STRATEJİK DEĞER	97
3.1.8. HURDA DEĞERİ	97
3.2. DEĞERLEME	98
3.2.1. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	98
3.2.1.2. İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	103
3.2.1.2.1. Nakit Akışlarının Hesaplanması	106
3.2.1.2.2. Büyüme Oranının Hesaplanması	108
3.2.1.3. Bütünün Parçalarının Değerlemesi	110
3.2.1.4. Düzeltilmiş Bugünkü Değer Modeli	111
3.2.1.5. Göreceli Değerleme Yöntemi	113
3.2.1.5.1. Çarpanların Belirlenmesi	115
3.2.1.5.2. Referans Şirketlerin Belirlenmesi	120
3.2.1.6. Diğer Değerleme Yöntemleri	122
3.2. HİSSEDAR DEĞERİ VE DEĞERE DAYALI YÖNETİM	122
3.3. TÜRKİYE’DE HİSSEDAR DEĞERİ	126
3.4. HİSSEDAR DEĞERİNİN ÖLÇÜLMESİ	129
3.4.1. PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ (PD/DD)	130

3.4.2. TOPLAM HİSSEDAR GETİRİSİ	130
3.4.3. HİSSEDAR PERFORMANS ENDEKSİ	131
3.4.4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞLARI	132
3.4.5. YATIRIMDAN SAĞLANAN NAKİT GETİRİ ORANI	133
3.4.6. EKONOMİK KATMA DEĞER (EVA)	133
3.4.7. ÖZKAYNAK KÂRLİLİĞİ	135
3.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ YOLUYLA DEĞER YARATIMI	135
3.5.1. OLAY ÇALIŞMALARI	139
3.5.2. MUHASEBE VERİLERİNE DAYALI ÇALIŞMALAR	142
3.5.3. YÖNETİCİ ANKETLERİ	142
3.5.4. LABORATUAR ÇALIŞMALARI	143
<u>4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN GELİR ETKİSİ VE GELİRE ETKİ EDEN</u>	<u>145</u>
<u>UNSURLARA İLİŞKİN ÇALIŞMALAR</u>	
4.1. OLAY ÇALIŞMALARINA DAYALI ARAŞTIRMALAR	147
4.1.1. HEDEF ŞİRKET HİSSEDARLARI AÇISINDAN	148
4.1.2. SATIN ALAN ŞİRKET HİSSEDARLARINI İNCELEYEN ÇALIŞMALAR	154
4.2. MUHASEBE VERİLERİNE DAYALI ARAŞTIRMALAR	161
4.3. BİRLEŞMELERE ETKİ EDEN UNSURLARIN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ÇALIŞMALAR	163
4.4. TÜRKİYE'YE YÖNELİK ÇALIŞMALAR	170
<u>5. İMKB'YE KOTE ŞİRKETLERİN GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ BİRLEŞME VE</u>	<u>174</u>
<u>SATIN ALMALAR YOLUYLA DEĞER YARATILMASI VE BUNA ETKİ EDEN</u>	<u>FAKTÖRLERİN TESPİTİ</u>
5.1. İNCELEMENİN KAPSAMI	174
5.2. VERİ SETİNİN OLUŞTURULMASI	175
5.3. OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMİYLE BİRLEŞMELER YOLUYLA DEĞER YARATILMASININ	176
TEST EDİLMESİ	
5.3.1. DUYURU GÜNÜNÜN VE OLAY PENCERESİNİN TESPİTİ	177
5.3.2. ANORMAL GETİRİLERİN HESAPLANMASI	180
5.3.3. BEKLENEN GETİRİLERİN HESAPLANMASI	180
5.3.3.1. Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	181
5.3.3.2. Piyasa Modeli Yöntemi	182
5.3.3.3. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	183
5.3.4. HİPOTEZLER	184
5.3.5. OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMİYLE BİRLEŞMELERİN DEĞER ETKİSİNE İLİŞKİN BULGULAR	187
5.4. BİRLEŞME İŞLEMİNDE DEĞERE ETKİ EDEN FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ	203
5.4.1. ÇOKLU REGRESYON YÖNTEMİ	203
5.4.2. İNCELENEN FAKTÖRLERİN (BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLERİN) TESPİTİ	204
5.4.3. HİPOTEZLER VE YÖNTEM	206
5.4.4. BULGULAR	208
<u>SONUÇ</u>	<u>211</u>

<u>KAYNAKÇA</u>	<u>218</u>
<u>EK-1: SATIN ALAN ŞİRKETLER</u>	<u>236</u>
<u>EK-2: HEDEF ŞİRKETLER</u>	<u>237</u>
<u>EK-3: KAG VE OKAG DEĞERLERİ (%)</u>	<u>239</u>

KISALTMALAR

AAR	Average Abnormal Return – Ortalama Anormal Getiri
AB	Abnormal Return – Anormal Getiri
AG	Anormal Getiri
AMEX	American Stock Exchange
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BORYAD	Borsa Yatırımcıları Derneği
CAPM	Capital Assets Pricing Model-Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
CAR	Cumulative Abnormal Return – Kümülatif Anormal Getiri
CFROI	Cash Flow Return on Investment – Yatırımdan Sağlanan Nakit Getiri Oranı
DD	Defter Değeri
DYS	Doğrudan Yabancı Sermaye
EBIT	Earnings Before Interest and Tax – Faiz Vergi Öncesi Kâr
EBITDA	Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization – Borç Ödemeli Faaliyet Nakit Akımı
EVA	Economic Value Added – Ekonomik Katma Değer
FCFE	Free Cash Flow to Equity – Özkaynağa Yönelik Serbest Nakit Akışı
FCFF	Free Cash Flow to Firm – Şirkete Yönelik Serbest Nakit Akışı
FTC	Federal Trade Commission
FVÖK	Faiz Vergi Öncesi Kâr
GVK	Gelir Vergisi Kanunu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAG	Kümülatif Anormal Getiri
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
MC	Marginal Cost – Marjinal Maliyet
MR	Marginal Revenue – Marjinal Gelir
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NAV	Net Acquisition Value – Net Satın Alma Değeri
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development – Avrupa İşbirliği ve Kalkınma Organizasyonu
ÖİB	Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
OKAG	Ortalama Kümülatif Anormal Getiri
PD	Piyasa Değeri
PEG	Price Earnings Growth
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
RKHK	Rekabetin Korunması Hakkında Kanun
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TTK	Türk Ticaret Kanunu
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development - Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı

TABLÖLAR

Tablo 1: Sınır Ötesi Birleşmeler	59
Tablo 2: 1999-2006 Döneminde Rekabet Kurulu'nda Sonuçlandırılan Birleşmeler	61
Tablo 3: SPK Mevzuatı Açısından Gerçekleşen Birleşmeler	62
Tablo 4: 2003-2007 Döneminde Türkiye'de Gerçekleşen Önemli Şirket Birleşmeleri ...	65
Tablo 5 Değerleme Yöntemleri Kullanım Oranları	103
Tablo 6 Serbest Nakit Akışlarının Unsurları ve Buna Etki Eden Hususlar	108
Tablo 7 Değerlemede Kullanılan Çarpanlar ve Belirleyici Unsurları.....	115
Tablo 8 Hissedar Değeri Ölçmede Kullanılan Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri.....	144
Tablo 9: Birleşmeler Yoluyla Hedef Şirket Hissedarlarının Değer Yaratımına İlişkin Çalışmalar	151
Tablo 10 Birleşmeler Yoluyla Alıcı Şirket Hissedarlarının Değer Yaratımına İlişkin Çalışmalar	158
Tablo 11 1973-1998 Döneminde On Yıllık Dönemler Bazında Duyuru Günü Etrafındaki Anormal Getiriler	160
Tablo 12 Hisse Fiyatına Etki Eden Faktörler	169
Tablo 13 Satın Alan Şirketler İçin Ortalama Anormal Getiriler.....	188
Tablo 14 Satın Alan Şirketler İçin Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler	190
Tablo 15 Hedef Şirketler İçin Ortalama Anormal Getiriler	194
Tablo 16 Hedef Şirketler İçin Kümülatif Anormal Getiriler	195
Tablo 17 Çeşitli Olay Pencerlerinde Kümülatif Anormal Getiriler	201
Tablo 18 Modelin Regresyon Analizi Sonuçları (Hedef Şirketler)	209
Tablo 19 Modelin Regresyon Analizi Sonuçları (Tüm Şirketler).....	210

GRAFİKLER

Grafik 1: Dünya’da Değer ve Sayı Olarak Gerçekleştirilen Şirket Birleşmeleri	57
Grafik 2: 2006 Yılında Gerçekleşen Birleşmelerin Coğrafi Dağılımı	58
Grafik 3: 2000-2006 Döneminde Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme İşlemlerinin Toplam Değerleri.....	64
Grafik 4: 1999-2006 Döneminde Rekabet Kurulu’nun Yaptığı Birleşme İncelemelerinin Sonuçları	76
Grafik 5: Satın Alan Şirketler İçin Anormal Getiriler (-40, +40)	189
Grafik 6: Satın Alan Şirketler İçin Kümülatif Anormal Getiriler (-40, +40).....	192
Grafik 7: Hedef Şirketler İçin Ortalama Anormal Getiriler (-40, +40)	195
Grafik 8: Hedef Şirketlerin Kümülatif Anormal Getirileri (-40, +40)	196
Grafik 9: Hedef ve Satın Alan Şirketlerin Kümülatif Anormal Getirileri	198
Grafik 10: Kümülatif Anormal Getiriler ve Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler	200

ŞEKİLLER

Şekil 1:	Ölçek ve Ölçek Eksi Ekonomileri.....	21
Şekil 2:	L Şeklindeki Maliyet Eğrisi.....	23
Şekil 3:	Tam Rekabette Piyasa Dengesi.....	34
Şekil 4:	Tekel Piyasasında Fiyatın Oluşumu.....	35
Şekil 5:	Şirket Değerleme Modelleri.....	100

ÖZET

Küresel iş ortamının en önemli konularından birisi haline gelen şirket birleşmeleri, son yıllarda Türk iş dünyasının da gündemine oturmuştur. Özelleştirmelerin hız kazanması, nispeten düzelen ekonomik ortam, gelişmiş piyasalardaki likidite fazlalığı, düşük seyreden faizler gibi unsurlar, son yıllarda Türkiye’de gerçekleşen şirket birleşmelerindeki kayda değer artışın nedenlerinden birkaçıdır. Son yıllarda gerçekleşen işlemler içerisinde önemli bir bölüm, doğrudan yabancı sermaye akımı şeklinde olmuştur. Bu durum küresel ölçekteki doğrudan yabancı sermaye hareketlerindeki artışla paraleldir.

Şirket birleşmeleri, esas itibarıyla ekonomik ve finansal fayda sağlanması amacıyla gerçekleştirilir. Maliyet avantajı sağlanması, yeni ürün pazarlarına ve coğrafi pazarlara girilmesi, borçlanma kapasitesinin artırılması gibi gerekçeler piyasa tarafından da pozitif şekilde değerlendirilen rasyonel gerekçelerdendir. Bunun yanı sıra, ekonomik gerekçesi bulunmayan ve sadece şirket yöneticilerinin egolarını tatmine yönelik işlemlere de rastlanmaktadır. Birleşmeler çalışanlardan hissedarlara, sosyal çevreden rakiplere kadar çok çeşitli kesimleri etkiler. Bu etkinin finansal boyutları (servette azalma) olabileceği gibi, sosyal boyutları da (birleşme sonrası işsiz kalma) olabilir. Diğer taraftan birleşmeler, yeni iş imkanları yaratılması, birleşen şirketlerin sinerji elde etmesi, yeni pazarlara girişte kolaylık gibi olumlu etkiler de doğurabilir.

Türkiye’de şirket birleşmelerinin son yıllara kadar az sayıda gerçekleşmesi ve veri teminindeki sıkıntılar, bu alandaki akademik çalışmaların sınırlı sayıda kalmasına neden olmuştur. Bu çalışmayla, bu alandaki literatüre bir ölçü de olsa katkıda bulunulması amaçlanmaktadır. Çalışmada, 2000 – 2007 döneminde Türkiye’deki şirket birleşmelerinin gelir etkisi ve buna etki eden unsurlar incelenmiştir. Çalışma 116 birleşme işlemini kapsamakta olup, araştırılan konular hedef şirket hissedarları ve satın alan şirket hissedarları açısından ayrı ayrı ele alınmıştır. Sonuçta birleşme duyuruları ile işlemin kamuoyuna duyurulduğu tarih öncesinde, hedef şirket hissedarlarının servetlerinde önemli pozitif kümülatif anormal getiriler tespit edilmiştir. Satın alan şirketler için ulaşılan bulguların istatistiksel anlamlılığı yoktur. Çalışmada ayrıca, birleşme işlemlerine ilişkin iki unsurun (işlemin uluslararası olması ve tarafların ilgili pazarlarda faaliyet göstermesi) değere etkisi değerlendirilmiştir. Buna göre hedef şirketler bakımından, satın alan şirketlerin yatay ya da dikey boyutta ilgili pazarlarda faaliyet göstermesinin değere pozitif etki ettiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Küreselleşme ve rekabetin de etkisiyle, önümüzdeki yıllarda Türkiye’de gerek doğrudan yabancı sermaye ile gerekse yerli şirketler arasında gerçekleşecek birleşmelerin yüksek seviyelerde olması öngörülmektedir. Bu çerçevede, çalışmada ulaşılan sonuçların ileride Türkiye pazarına yönelik birleşme işlemi planlayan şirketlere ve akademik çalışma yapacak araştırmacılara ışık tutması ümit edilmektedir.

ABSTRACT

Corporate mergers, which have been one the most important topics of the global business, has become very popular in Turkey in recent years. The increased pace of privatization, relatively stabilized economy, liquidity surpluses in developed markets, relatively low level of interest rates are among the reasons of augmented merger activity in Turkey. The majority of the deals realized in the last years have been as foreign direct investments. This occurrence is parallel with the global merger activity.

The main reason of corporate mergers is getting some economic and financial benefits from the deal. Realizing cost advantages, entering into new geographic or product markets, rising debt capacity are among the reasons of mergers, which are accepted by the markets in a positive manner. Apart from that, some deals are done solely on the basis of managers hubris. From employees to shareholders, from social environment to competitors, mergers have effects on so many sides. Those effects can be seen not only on financial context (such as shareholder value destruction) but also on social context (employee firings after mergers).

Academic studies on mergers have been relatively few in Turkey, mainly because of limited number of deals and problems in data collection. With this study, it is aimed to make some contributions to academic literature in this topic. In the study, wealth effect of mergers and the effects of that have been investigated for the deals announced in between 2000-2007. 116 deals are covered and target firms and acquiring firms are

treated separately. The results of the study are mainly parallel with other researchers findings. It is found that before the announcement date (for some event windows), target firms shareholders gain positive cumulative abnormal returns, on the other hand the outcomes of acquiring firms shareholders' are found statistically insignificant. In addition to that, two features of the deals (being an international merger and being a related merger) have been investigated to find out whether they have an effect on wealth created. For that part of the research, it is found that being in related markets affects the wealth positively.

Because of the globalization and competition, to have high volumes of merger activity (in international level or in between local firms) in Turkey is expected in coming years. So, it is hoped that the results of this study would help prospective merger parties in Turkey.

GİRİŞ

Günümüz şirket modelinin temellerini, 17. yüzyıl İngiltere'sinde esas olarak sömürge ülkelerle ticaret amacıyla kurulan işletmeler (chartered companies) oluşturmaktadır. Ticari faaliyetlerin boyutlarının büyümesi büyük miktarda sermayelerin bir araya getirilmesini zorunlu kılmış, bu durum ise çok ortaklı işletmelerin kurulmasına yol açmıştır (Micklethwait ve Wooldridge, 2003). Modern şirket yapısının en temel iki özelliğini, şirket sahipliğinin çok ortaklı olması ve şirket sahipleriyle şirket yöneticilerinin ayrışması oluşturmaktadır. İlk özellik, şahıs şirketlerinde ulaşılması pek mümkün olmayan büyük sermayelerin aynı çatı altında biraraya getirilmesini sağlarken, ikinci özellik şirket yönetiminin profesyonel yöneticilere bırakılması sonucunu doğurmaktadır. Profesyonel yöneticilerin, şirket sahipleri adına şirketi yönetmekle görevlendirilmiş vekiller olarak tanımlanması mümkündür. Dolayısıyla bu yöneticilerin şirket faaliyetlerine ilişkin kararlar alırken, öncelikle şirket sahiplerinin çıkarlarını gözetmesi gerekir. Şirket sahiplerinin, yani ortakların pay değerlerinin maksimize edilmesi kurumsal finansman teorisinde şirketlerin asıl amacı olarak belirtilmektedir (Damadoran, 2002).

Hisseleri menkul kıymet borsalarında işlem gören halka açık şirketler için şirket amacının hisse senedi fiyatının en çoklaştırılması olarak tanımlanması da mümkündür.¹

Bunun yanı sıra, şirket kârının artırılması, pazar payının ve satışların yükseltilmesi gibi

¹ Mikroekonomi teorisinde şirketlerin esas amacı, kârın en çoklaştırılması olarak belirtilir ve bu amaca yönelik olarak marjinal getirinin marjinal maliyete eşit olduğu seviyeye ($MR=MC$) karşılık gelen düzeyde üretim yapılır.

hedefler de şirketin amaçları arasında sayılmaktadır. Ancak bu amaçlar zaman zaman birbiriyle çelişir nitelikte olabilmektedir. Diğer taraftan, şirket değerinin en çoklaştırılması her zaman ortakların şirketteki paylarının en çoklaştırılması anlamına gelmeyebilir. Şirket varlıkları üzerinde iki esas hak sahibi grup bulunmaktadır. Bunlar; şirketi dışarıdan finanse eden borç verenler ile şirket hissedarlarıdır. Şirket değeri ise bu iki grubun şirket üzerindeki haklarının toplamından oluşur (Şirket Değeri = Borç + Özkaynak). Ancak bazı durumlarda şirket değeri yükselmesine rağmen hissedar değeri azalabilmektedir. Bu durum şirketin borç alarak, değer yaratmayan projelere yatırım yapması sonucu ortaya çıkabilir. Bu itibarla şirket değerinin en çoklaştırılması, her zaman hisse değerinin en çoklaştırılması anlamını taşımamaktadır (Brealey ve Myers, 2000).

“Temsil sorunu (agency problem) temel olarak, işletme yöneticileri ile işletmenin ortakları arasında ortaya çıkan çıkar (menfaat) çatışmasıdır. Böyle bir sorunun ortaya çıkmasının nedeni, işletme yönetiminin ortaklar tarafından yöneticilere bırakılmış olmasıdır. Ortaklar adına karar alan yöneticilerin, kararlarında ortakların menfaatini gözetmemesi temsil sorununa yol açar. Temsil sorunu, işletmenin ortaklarının yönetim hakkını yöneticilere devrettiği kurumsal işletmelerde ortaya çıktığı için, bazı Türkçe kaynaklarda “kurumsallaşma sorunu” olarak ifade edilmektedir. Temsil sorunu; ortaklar ile yöneticiler arasında ve ortaklar ile işletmeye borç verenler arasında olmak üzere iki şekilde karşımıza çıkmaktadır” (Sayılğan, 2003: 14-15).

Temsil sorunuyla ilgili bir başka boyut şirketin büyümesiyle ilgilidir. Kapitalist pazar teorisinin temelinde, şirketlerin daha büyük olma isteği yatar. Bu davranış modeli, düzenleyici yasa ve kurumların olmadığı ekonomilerde çok ciddi sorunlara yol açabilir. Şirketler içsel (organik büyüme) ve dışsal (satın almalarla büyüme) olmak üzere iki yöntemle büyüme sağlayabilir. Satın almalar yoluyla büyüme özellikle şirket yöneticileri açısından rasyonel nedenlerin ötesinde prestij unsuru haline gelebilir. Özellikle son yıllarda gerçekleştirilen pek çok şirket birleşmesinin esas nedenlerinden birisinin bu istek olduğu söylenebilir.²

Şirket birleşmeleri son yıllarda gerek Dünya ölçeğinde gerekse Türkiye’de daha önce görülmemiş büyüklüklere ulaşmıştır. Nispeten düşük seyreden faiz oranları, likidite bolluğu, artan rekabetin yol açtığı konsolidasyon gerekliliği, yüksek seyreden hisse senedi fiyatları şirket birleşmelerinin rekor düzeylere ulaşmasının nedenlerinden bazılarıdır. Dünya’da 2000 yılında sona erdiği varsayılan 5. birleşme dalgası sonrasında, 2003 yılı ile başlayan satın alma aktivitelerinde yaşanan artış, 2006’da yaklaşık 2,85 trilyon \$ ile tüm zamanların en yüksek değerine ulaşmıştır. 6. dalga olarak da sayılabilecek bu son dönemde özellikle reel sektör şirketlerinin gerçekleştirdiği işlemler öne çıkmaktadır. Bu dönem ayrıca, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) menşeli şirketlerin küresel ölçeğe şirket birleşmelerindeki ağırlığının azaldığı bir dönemdir. Türkiye’de ise son yıllarda nispeten düzelen ekonomik durum, Avrupa Birliği (AB) ile müzakerelerin başlaması, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (ÖİB) ve Tasarruf Mevduatı

² Çalışmada her türden dışsal büyüme kavramına karşılık olarak “şirket birleşmeleri” veya “şirket birleşmesi” kullanılmaktadır.

Sigorta Fonu (TMSF) satışlarının yoğunluk kazanması gibi nedenler şirket birleşmelerinin kayda değer noktalara gelmesini sağlamıştır. Türkiye’deki işlemler özellikle bankacılık, demir-çelik, petrokimya, telekomünikasyon gibi sektörlerde yoğunlaşmıştır.

Başta ABD olmak üzere, batılı ülkelerde gerçekleşen şirket birleşmelerine ilişkin olarak çok sayıda araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalar işlemlerin taraf hissedarlar için sağladığı faydadan toplumsal getirilere, işlem sonrası entegrasyondan başarıya etki eden faktörlere kadar çok geniş alanları kapsamaktadır. Ancak Türkiye’ye yönelik çalışmaların sayısı oldukça azdır. Bu durumun, şirket birleşmelerinin son birkaç yıldır kayda değer seviyelere gelmesi ve işlemlere ilişkin verilere ulaşmadaki güçlükten kaynaklandığı söylenebilir. Bu çalışmada, Türkiye’de 2000 - 2007 arasında kamuoyuna duyurulan 116 şirket birleşmesi, hedef ve alıcı şirket hissedarlarının kazanç-kayıp durumları ve bunlara etki eden faktörler açısından analiz edilmektedir.

Çalışma toplam beş bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde, şirket birleşmelerine ilişkin temel kavramlar açıklanmakta ve şirketlerin bu tür işlemleri gerçekleştirme gerekçeleri üzerinde durulmaktadır. Şirket birleşmelerinin temelinde “ekonomik fayda” yaratılması vardır. Buna ilişkin görüşler; sinerji, pazar gücü, çeşitlendirme gibi başlıklar altında değerlendirilir. Ancak bazı işlemler ekonomik gerekçelerden uzak, şirket yöneticilerinin bazı psikolojik özellikleri (büyüklük, hırs, vs.) nedeniyle de gerçekleştirilebilmektedir.

Küresel bazda şirket birleşmelerinin gelişimi incelendiğinde 5 ayrı dönemden söz edildiği görülmektedir. 19. yüzyılın sonlarından başlayan bu dönemlerin her birisi farklı özelliklere sahiptir. Çalışmanın ikinci bölümünde Dünya’da şirket birleşmelerine ilişkin bilgiler verilmektedir. Tarihsel ve güncel bilgilerden oluşan bu bölümdeki veriler Türkiye’de gerçekleşen işlemlere de ışık tutacak niteliktedir. Bu bölümde ayrıca Türkiye’deki şirket birleşmeleri de değerlendirilmektedir. İkinci bölümde son olarak, birleşme işlemleri Türk Ticaret Kanunu, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunları açısından irdelenmektedir.

Şirket birleşmeleri yoluyla hissedarlar açısından değer yaratılması konusunun analizi, ölçülebilir bazı unsurların ortaya konulmasını gerektirir. Çalışmanın üçüncü bölümünde değer kavramı ve çeşitli değer tanımları açıklanmaktadır. Ayrıca indirgenmiş nakit akışları ve göreceli değerlendirme başta olmak üzere bazı değerlendirme yöntemleri hakkında bilgiler sunulmaktadır. İlk olarak 80’li yıllarda gündeme gelen “hissedar değeri”, “değere dayalı yönetim” gibi kavramlar da bu bölümde ele alınan konular arasındadır. Üçüncü bölümün son başlıklarını, genel olarak hissedar değerinin ölçülmesi ve şirket birleşmeleri yoluyla yaratılan (ya da tahrip edilen) değer ölçülmesine yönelik yaklaşımlar oluşturmaktadır.

Dördüncü bölümde, şirket birleşmelerinin gelir etkisi ve buna etki eden unsurlar üzerine yapılan çalışmalar hakkında bilgiler sunulmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar, genel olarak birleşme işlemlerinde hedef şirket hissedarlarının kazanan taraf olduğunu göstermektedir. Satın alan taraf hissedarları için net bir sonuca varılamamaktadır.

Birleşme işlemlerinde değere etki eden unsurların tespitine yönelik çalışmalarda ise, özellikle ödeme şeklinin (nakit ödeme), tarafların ilgili pazarda yer almasının (pazar gücü hipotezi) ve tarafların faaliyet gösterdiği sektörlerde devlet kontrolü bulunmamasının, pozitif anormal getiriler üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmanın beşinci bölümünde, Türkiye’de gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemleri değerlendirilmektedir. Birleşme işlemlerinin kamuoyuna duyurulmasının hisse fiyatlarına etkisi olay çalışması yöntemi kullanılarak, hedef şirketler ve satın alan şirketler açısından ayrı ayrı araştırılmaktadır. Çalışmada ayrıca, işlemin uluslararası olması ve tarafların ilgili pazarlarda faaliyet göstermesi hususlarının, birleşmeler yoluyla yaratılan hissedar değerine (ya da tahribatına) etkileri analiz edilmektedir.

I. BÖLÜM

1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

1.1. Şirket Birleşmelerinin Çeşitleri

Şirket birleşmeleri yatay, dikey ve aykırı birleşmeler olmak üzere üç ana başlık altında incelenebilir.

1.1.1. Yatay Birleşmeler

Üretim zincirinin aynı seviyesinde faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleşen birleşme işlemleri yatay birleşmeler olarak adlandırılır. Bu türden işlemler, rakipler arasında gerçekleştiğinden pazarda yoğunlaşmanın artmasıyla sonuçlanır (Öztunalı, 2003).

Yatay birleşmeler, pazar payı ve buna bağlı olarak daha fazla pazar gücü elde etmek, ölçek ekonomilerine ulaşmak, atıl kapasitenin ortadan kaldırılması, ürün çeşitlendirmesine gidilmesi gibi nedenlerle gerçekleştirilebilir. Bu çerçevede elde edilmesi muhtemel faaliyet sinerjileri, yatay birleşmelerin piyasa tarafından olumlu algılanmasını sağlayabilecek en önemli unsurlardandır. Ancak elbette burada önemli olan satış fiyatının hangi seviyede belirlendiğidir.

“Yatay birleşmelerin, işleme taraf şirketlere sağlayacağı faydalar şu şekilde özetlenebilir:

- **Üretim Araçlarında Uzmanlaşma:** Böylece bir araç ya da makinenin tüm zamanı ve gücü belirli bir ürüne ayrılabilir. Bu şekilde belli bir ürünün daha büyük ölçekte üretilmesinden kaynaklanan maliyet tasarrufları da elde edilebilir.

- **Şirketlerin Pazarlama Fonksiyonunda Ek Tasarruflar Sağlanması:** Bu şekilde ürünler en yakın üretim birimlerinden teslim edilebilir. Böylece taşıma maliyetlerinden tasarruflar sağlanabilir. Bunun yanında reklâm ve satış çabaları birleştirilerek etkinlik daha da artırılabilir.

- **Üretim veya Pazarlama Faaliyetinde Etkinlik Sağlanması:** Bir şirketteki ileri üretim teknolojisinin veya pazarlama faaliyetlerindeki verimliliğin diğer şirkete transferi kolaylıkla sağlanabilir.

- **Rekabetin Azaltılması:** Yatay birleşmelerde, birleşmeden önce şirketler aynı faaliyet alanında faaliyet gösterdikleri için birbiriyle rakip şirketlerdir. Dolayısıyla bu şirketlerin birleşmeye gitmesi pazarda rekabet derecesini azaltacaktır. Rekabetin azaltılması veya ortadan kaldırılması durumunda ise şirketlerin ek kazanç sağlayacakları açıktır. Rekabetin ortadan kaldırılması için şirketlerin birleşmesi dünyada sık başvurulmuş bir yol olmaktadır. Her ne kadar birçok ülkede rekabeti ortadan kaldırmak için yapılan

birleşmelere izin verilme de özellikle uluslararası pazarda bunun her zaman sağlandığını söylemek fazla iyimserlik olur” (Çelik, 1999: 20).

20. yüzyılın başlarında görülen işlemlerin büyük bölümü yatay satın almalar şeklinde gerçekleşmiştir (Brealey ve Myers, 2000).

1.1.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşmeler kavramı; geriye, hammadde kaynaklarına veya ileriye, dağıtım faaliyetlerine doğru satın alma işlemleri için kullanılmaktadır. Bu tür birleşmelerde birleşen şirketler arasında alıcı satıcı ilişkisi ya da aynı ürünlerin farklı aşamalarında faaliyette bulunma ilişkisi söz konusudur (Aydın, 1990). Geriye doğru şirket birleşmeleri özellikle kalite ve fiyat açısından girdi temininin güvence altına alınması nedeniyle gerçekleştirilebilir. Pazarlama fonksiyonlarının etkinliğe kavuşturulması amacı ise ileriye doğru işlemlerin en önemli nedenlerinden birisidir. Alt ve/veya üst pazarlarda etkin rekabetin olması durumunda dikey bütünleşmeye gidilmesi pek de rasyonel sayılmamaktadır. Genel anlamda, herhangi bir pazardaki fiili ve/veya potansiyel rekabet baskısı fiyatların düşmesine yol açarken ürün veya hizmet kalitesinin de artmasına neden olur. Bu itibarla dikey bütünleşmenin söz konusu olduğu durumlarda, alt veya üst pazardaki rekabet durumu önem kazanmaktadır. Çünkü eğer bu pazarlarda rekabet yeterli seviyede ise bütünleştirilmesi düşünülen faaliyetlerin, daha ucuza ve rasyonel biçimde diğer şirketlerden temini mümkündür. Teorik olarak dikey nitelikli işlemlerin değer yaratması, alt veya üst pazarların etkin biçimde çalışmıyor olması durumunda söz konusu olabilir.

Girdi kaynaklarının sınırlı olması ve bu kaynakların geriye doğru birleşmelerle içselleştirilmesi, pazarda faaliyet gösteren diğer şirketlerin bu kaynaklara erişiminde sıkıntı yaratabileceği gibi pazara olası yeni girişleri de olumsuz etkileyerek rekabeti azaltabilir. Benzer durum ileriye doğru örneğin dağıtım kanallarının dikey bütünleşmeler yoluyla kapatılması durumunda da söz konusudur. Bu ve benzeri durumlar satın alan şirket için büyük faydalar sağlarken, fiili ve potansiyel rakipler için önemli dezavantajlar oluşturabilir.

1.1.3. Aykırı Birleşmeler

Karma birleşmeler olarak da adlandırılan aykırı birleşmeler, birbiriyle ilişkisi olmayan iş kollarında faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleştirilen birleşme işlemleridir. Teorik olarak, bu tür işlemler ile faaliyet etkinliği sağlanması ihtimali pek bulunmamaktadır. Genellikle finansal etkinlik sağlanması (işlem sonrası toplamda özkaynak maliyetinin düşürülmesi) piyasalar tarafından olumlu algılanabilecek en önemli işlem nedenidir. Bu türden birleşmeler çoğunlukla değer tahribine yol açan (value destructive) işlemler olarak bilinir.

Aykırı birleşmelerin birleşen şirketlere getireceği üç esas fayda olduğu ileri sürülmektedir (Mueller, 1986). İlk olarak, “yönetim” işinin sektörden bağımsız olduğu, başarılı bir yöneticinin başka herhangi bir sektörde de aynı şekilde başarılı olacağı düşünülmektedir. Bu düşünce, farklı sektörlerden şirketlerin bir araya getirilerek başarılı

bir yönetim altında faaliyet göstermesini isteyen şirket sahiplerinin aykırı birleşmeler yoluyla holding tipi şirketlerin kurulmasına ön ayak olması sonucunu doğurmaktadır. İkinci fayda finansmanla ilgilidir. Aykırı birleşmeler yoluyla ortaya çıkan dev yapının çok daha büyük nakit akışlarına sahip olacağı ve daha ucuza kaynak temin edebileceği varsayılmaktadır. Farklı iş kollarından şirketlerin birleşmesiyle riskin azaltılacağı varsayımı ise aykırı birleşmelerin sağlayacağı son tür fayda olarak belirtilmektedir.

“Federal Ticaret Komisyonu’nun (FTC) tahminlerine göre, ABD’de 1965 ile 1975 yılları gerçekleştirilen satın almaların yaklaşık % 80’i bu türden işlemlerdir” (Statistical Reports on Mergers and Acquisitions, Federal Trade Commission, 1977: 106).

1.2. Şirket Birleşmelerinin Gerekçeleri

Şirket birleşmelerinin birden çok gerekçesi olabilmektedir. Bunların bir kısmı görünür gerekçeler iken (kamuoyuna yapılan açıklamalarda belirtilen), bir kısmı da görünmeyen, söylenmeyen ama görünen gerekçelerin arkasında yatan (yöneticilerin egoları gibi) esas gerekçelerdir. Belirli dönemlerde bazı sektörlerde yaşanan temel değişiklikler (örneğin, serbestleşme veya sektörün doygunluk noktasına ulaşması) o sektöre yönelik birleşme işlemlerinin arızı olarak artmasına yol açabileceği gibi, ülkenin rekabet otoritelerinin mevcut kanunları yorumlama ve uygulama biçimleri de birleşmeler üzerinde neden sonuç ilişkisi ortaya çıkarabilmektedir.

Şirket birleşmelerinin nedenleri analiz edilirken, esas itibarıyla şirketlerin veya daha doğru bir ifadeyle şirket yöneticilerinin gerçek amaçlarının doğru analiz edilmesi gerekir. Bir şirketin amacının, kurumsal finansman teorisinde kavramlaştırılan “şirket değerinin maksimize edilmesi” ya da mikroekonomi teorisinde ifade edilen “kâr maksimizasyonu” veya “pazar payının artırılması”, “her yıl satışlarda çift haneli büyüme”, vs. olması şirket birleşmelerinin de nedenlerini ortaya koyabilecek niteliktedir. Diğer taraftan, birleşme nedenlerinin amaca uygun olması, sonuçta gerçekleştirilen işlemle başarılı olma durumunu etkilemektedir. Bir başka anlatımla şirketin veya şirket yönetiminin amacı, birleşmenin nedenini ve sonuçta başarılı olup olmamayı açıklar. Örneğin, şirket yönetiminin amacı şirketi büyütmekse, yöneticiler bu amaca yönelik olarak çok sayıda şirket satın alarak amaçlarını gerçekleştirebilir. Ancak satın almalar yoluyla bir dev haline gelmesine ve amacın başarıyla gerçekleştirilmiş gibi görünmesine rağmen, şirketin kârlılığı ve toplam değeri düşebilir, özkaynak getirisi birleşme öncesi döneme göre azalabilir. Böyle bir durumda amacın gerçekleştirilmesini sağlayan birleşme işleminin başarısından söz edilmez. Farklı bakış açılarının farklı yorum ve sonuçlara yol açabileceği birleşme işlemlerindeki nedenler ve sonuçlar, esas itibarıyla “değer yaratma” temeline dayanmalıdır.

Esasında, herhangi bir birleşme öncesi işlemin kamuya açıklanması sürecinde ortaya koyulan nedenlerin ne ölçüde rasyonel olduğu, piyasaların verdiği tepkiyle ölçülebilir. (Ancak, işlem sonrası ortaya yeni yapının uzun dönemdeki performansı nedenlerin rasyonalitesi hakkında esas belirleyici olmalıdır.) Genel bir ifadeyle, birleşme duyurusunun kısa vadede (duyuru sonrası birkaç gün) hisse fiyatlarını olumsuz

etkilemesi, piyasanın o birleşmenin nedenlerinin rasyonel olmadığını düşündüğünü gösterir. İşlemlerin görünen ve görünmeyen nedenleri hisse fiyatlarındaki hareketin yönünü ve şiddetini belirler

Capron (1999) tarafından Avrupa ve Kuzey Amerika kaynaklı 250 şirket üst düzey yöneticisi ile yapılan anket çalışması sonucunda, birleşmelerin yeni pazarlara girmek, tamamlayıcı ürünlere, markalara ve yeteneklere sahip olmak için çok etkin bir yöntem olduğu ortaya çıkmıştır. Birleşmelerin en önemli nedeni olarak (% 52 ile) yeni marka ve ürünlere erişim gösterilmiş, ölçek ekonomilerine ulaşmak ise daha az önemli bir gerekçe olarak görülmüştür. Katılımcıların % 35' i ise birleşmeleri, AR-GE, lojistik gibi alanlarda etkinlik kazanmak için önemli bir araç olarak gördüğünü belirtmiştir.

Giriş niteliğindeki bu kavramsal tartışma sonrasında şirket birleşmelerindeki belli başlı nedenler aşağıda analiz edilmektedir.

1.2.1. Sinerji

Şirket birleşme işlemlerinde en çok kullanılan gerekçelerden birisi, birleşme işlemi ile sinerji yaratılmasıdır. “Sinerji” kavramının, “ortak bir sonuca katkısı olabilecek birkaç etkenin belirli etkileşim sonucunda, bu etkenlerden her birisinin tek tek sergileyebileceği etkilerin toplamından daha güçlü bir etki üretmeleri durumu” şeklinde tanımlanması mümkündür (Dökmen, 2005: 163). Sinerjinin matematiksel olarak $2 + 2 = 5$ şeklinde ifade edilmesi de mümkündür. Söz konusu kavram, şirketler dünyası açısından ise,

şirketlerin bir arada faaliyet göstermesinin ayrı ayrı faaliyet göstermelerinin toplamından daha fazla çıktı ortaya koymasını ifade eder. Bu çıktı şirket değerlerindeki artış, üretim maliyetlerinde etkinlik gibi alanlarda olabilir.

Şirket birleşmelerindeki sinerji, birleşmeye taraf olan şirketlerin ayrı ayrı toplam kârlarından daha fazla kâr elde edilebilmesi anlamına gelmektedir. Bir birleşme işlemindeki beklenen sinerjiler, satın alma masrafları, ödenecek prim (acquisition premium) gibi harcama toplamaları da göz önüne alınarak, birleşen şirketlerin hissedarları için toplamda değer yaratılmasıyla ortaya çıkar. Pozitif bir net satın alma değerine (net acquisition value: NAV), sahip olunması bir birleşmedeki sinerjinin değerini gösterir.

Bu kapsamda net satın alma değerinin;

$$NAV = V_{ab} - [V_a - V_b] - P - E$$

formülüyle ifade edilmesi mümkündür. Formülde, NAV , net satın alma değerini; V_{ab} , birleşen a ve b şirketlerinin toplam değerini; V_a , A şirketinin hisselerinin pazar değerini; V_b , B şirketinin hisselerinin pazar değerini; P , B şirketi için ödenen primi ve E ise birleşme işleminin masraflarını ifade eder (Gaughan, 2005).

Esas itibarıyla, birleşme işlemlerinde en çok dikkat edilmesi gereken husus, işlem sonrası beklenen sinerji toplamının, özellikle ödenen primden büyük ve bu itibarla

işlemin anlamlı olmasıdır. Eğer bir işlemde, satın alınan konumundaki şirket için bir rekabet söz konusu ise, bu şirketin hissedarlarına ödenecek prim oldukça yüksek seviyelere çıkabilir. Bu durum bir çeşit açık artırmaya benzetilebilir. Artırmaya ne kadar çok taraf katılırsa ve taraflar söz konusu emtiayı ne kadar çok istiyorsa, fiyat da o kadar üst seviyede belirlenir. Bu süreçlerde dikkat edilmesi gereken husus, beklenen sinerji ile ödenecek prim ve hesaplanan şirket değerinin doğru biçimde analiz edilmesidir. Aksi durumda birleşme işlemi ile özellikle satın alan şirket hissedarları açısından değer kaybı söz konusu olabilir. Yapılan çalışmalar (Sirower, 1987; Travlos, 1987), satın alan şirketlerin hedef şirketler için yüksek prim ödemelerinin değer tahribatına yol açtığını ortaya koymaktadır.

Birleşme işlemlerinde iki çeşit sinerjiden söz edilebilir. Bunlar faaliyet sinerjisi ve finansal sinerjidir.

1.2.1.1. Faaliyet Sinerjisi

Faaliyet sinerjisi, şirketlerin bir araya gelmesiyle, çakışan bir takım faaliyetlerin teke indirilmesi ve ekonomik anlamda üretim kapasitesinin ve etkinliğinin artırılması şeklinde tanımlanabilir. Gerçekten de, birleşme işlemiyle örneğin daha önce her bir şirkette ayrı ayrı bulunan yönetim, pazarlama, satın alma gibi bölümlerin işlem sonrasında teke indirilmesi ve bu sayede önemli maliyet tasarrufları sağlanması söz konusu olabilmektedir. Ayrıca birleşme sonucu artan üretim, sabit maliyetlerin daha

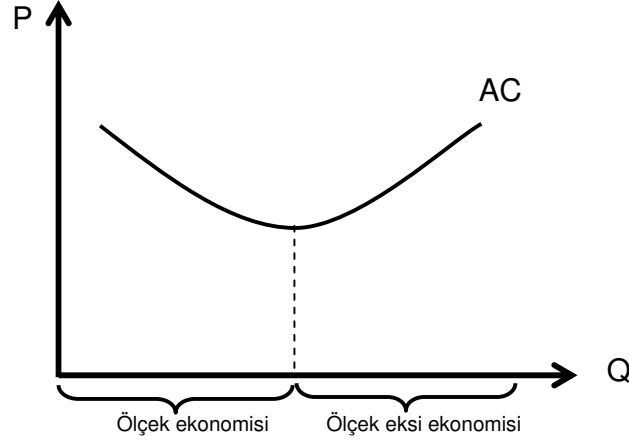
yüksek üretim miktarına dağıtılmasını sağlamakta ve toplamda birim üretim maliyetlerinin azalmasını sağlayabilmektedir.

Faaliyet sinerjisi kapsamında ilk olarak ölçek ekonomileri (economies of scale) kavramı incelenecektir.

Ölçek Ekonomileri: Özellikle imalat sanayinde çalışan şirketler için, hangi miktarda üretim yapılması gerektiği sorusunun cevabının en önemli unsurlarından birisi üretim maliyetleridir. Temel olarak değişken ve sabit maliyetlerden oluşan toplam birim üretim maliyetleri, üretim miktarı arttıkça azalan bir yapı sergilemektedir. Bu durumun sebebi, sabit maliyetlerin daha fazla üretim miktarına dağıtılıyor olmasıdır. Belli bir seviyeye kadar azalan yapı sergileyen birim maliyet değerinin, belli bir üretim miktarından sonra – kapasite kısıtları ve büyüyen, karmaşılaşan yapının idare sorunları gibi nedenlerle – artmaya başladığı söylenebilir. Toplam birim üretim maliyetinin en düşük olduğu noktaya optimum ölçek (minimum efficient scale), maliyetlerin bu noktadan sonra artmaya başlaması durumuna ise tersine ölçek ekonomileri (diseconomies of scale) denir³ (Hirschey ve Pappas, 1993).

³ Maliyetler işletmelerin karar süreçlerinde çok önemli bir rol oynar. Toplam maliyetler genel olarak, üretim miktarıyla artan değişken maliyetler (variable costs) ve belli ölçek içerisinde değişmeyen sabit maliyetten oluşmaktadır. Toplam maliyetin toplam üretim miktarına bölünmesiyle ortalama maliyet bulunur. Üretim miktarı arttıkça ortalama maliyetin azalması, marjinal maliyetin (marginal cost) ortalama maliyetten düşük olması ($MC < AC$) koşuluna bağlıdır. Marjinal maliyetin ortalama maliyetin üzerinde olması ($MC > AC$) ise üretim arttıkça ortalama maliyetlerin artması sonucunu doğurur. Bu ilk durum ölçek ekonomisi, ikinci durum ise tersine ölçek ekonomisi kavramlarıyla açıklanır. Diğer taraftan, marjinal maliyetin ortalama maliyete eşit olması durumunda ise ($MC = AC$) ölçeğe göre sabit getiri durumu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, ortalama maliyetler üretim miktarı ne olursa olsun sabit kalmaktadır.

Şekil 1: Ölçek ve Ölçek Eksi Ekonomileri



Genel anlamda bir iş kolundaki üretim maliyetlerinin, daha detayda ise sabit maliyetlerin yapısı, o iş kolundaki şirketlerin büyüklükleriyle ilgili bilgi verir. Esas itibarıyla maliyet yapısı ile şirket büyüklüğü arasında bir neden – sonuç ilişkisi olduğu söylenebilir. Bazı sektörlerdeki (örneğin demir çelik) şirketlerin ortalamada nispeten büyük yapıda (üretim ölçeği, üretimin toplam talebe oranı, çalışan sayısı, satış miktarları, vs.), bazı sektörlerde ise (örneğin tekstil) küçük yapıda olması esas itibarıyla ölçek ekonomileriyle ilgilidir.

Ölçek ekonomilerinin varlığı, sektördeki özellikle büyük şirketler için önemli rekabet avantajları sağlayabilir. Bu sayede maliyet avantajına sahip büyük ölçekte üretim yapan şirketler küçük şirketleri pazardan dışarı itebilir. DuPont ve General Motors'un küçük rakiplerini pazar dışına çıkarmak için yararlandıkları araç, ölçek ekonomilerinin getirdiği maliyet avantajı ve bunun fiyatlara yansıtılması olmuştur (Chandler, 1990).

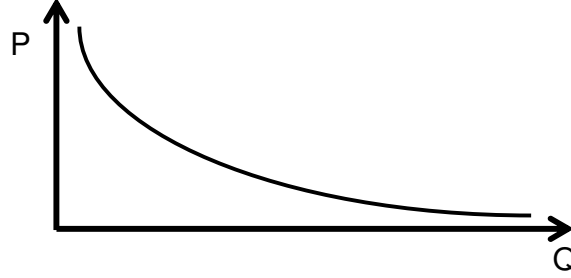
Pazardaki toplam talebin minimum üretim miktarıyla karşılaştırılması rasyonel olarak pazarda faaliyet gösterecek şirket sayısını ortaya koyar. Örneğin pazardaki optimum ölçek 100 birim ve pazardaki toplam talep 1000 birim ise, bu durumda söz konusu ekonomide rasyonel olarak 100 birim üretim kapasitesine sahip 10 şirketin faaliyet gösteriyor olması gerekir. 100 birimden daha düşük üretim yapan şirketlerin, 100 birim üretim yapan şirketlere göre maliyet dezavantajı olacaktır. Böyle bir yapıda, birleşmeler yoluyla üretim kapasitesinin 100 birime yükseltilmesi faaliyet sinerjisi sağlanması adına rasyonel bir davranıştır.⁴

Bu itibarla, U- şeklinde (U - shape) ortalama maliyet eğrisinin bulunduğu sektörlerde, daha düşük maliyet değerlerine ulaşmak amacıyla yapılan birleşmelerin ekonomik olarak anlamlı olduğu düşünülmektedir.

Öte yandan bazı ampirik çalışmalar, fiili durumda, tersine ölçek ekonomilerinin teoride vurgulanan şiddette geçerli olmadığını, kapasite sorunlarının bir biçimde aşılabildiğini, geleneksel U - şeklindeki ortalama maliyet eğrisinin aslında L - şeklinde olduğunu ve minimum ortalama maliyetlere ulaşıldıktan sonra, ortalama maliyetlerin belli ölçüde sabit kaldığını göstermektedir (Johnston, 1960).

⁴ Bu örnekte konunun sadeleştirilmesi amacıyla, optimum ölçeğin bir üretim tesisi veya bir şirketle özdeşleştirilmesi varsayımları yapılmıştır.

Şekil 2: L Şeklindeki Maliyet Eğrisi



Fiili durumda uzun dönem ortalama maliyet davranışının L – şeklinde olması, maliyet avantajından faydalanmak amacıyla yapılan birleşme işlemlerinin rasyonel olduğu sonucunu getirir.

Miktar arttıkça azalan bir yapı sergileyen ortalama maliyet eğrisinin söz konusu olduğu durumlarda, tüm pazarda tek bir şirketin faaliyet göstermesi ekonomik bakımdan anlamlı olacaktır. Bu durum doğal tekellere yol açabilir (Gregory, 2000). Ancak fiili durumda maliyetlerin, üretim miktarından bağımsız biçimde sürekli düşmesi mümkün değildir.

Ölçek ekonomilerinin tek açıklaması sabit maliyetlerin artan üretim miktarına dağıtılması ve bu yolla toplam birim maliyetin azalması değildir. Ölçek ekonomileri aynı zamanda, işgücünün daha uzmanlaşmış fonksiyonlarda kullanılmasıyla da sağlanabilir. Ayrıca imalat sektöründeki işletmelerde, birden fazla üretim hattına sahip olunması farklı ürün gruplarının üretim süreçlerinde maliyet avantajı sağlayabilir. Birleşmelerin getireceği büyüklükle, hacim ve yüzey arasındaki ilişki ve Büyük Sayılar Kanunu gibi çeşitli fizik kuralları da ölçek ekonomilerine yol açabilir (Carlton ve Perloff, 2000).

Birleşmeler yoluyla üretim miktarının artırılması ve ölçek ekonomilerinden yararlanılarak maliyetlerin azaltılması ve bu yolla sinerji elde edilmesi beklentisi, esas itibarıyla yatay birleşmeler için söz konusu olmaktadır. Ancak üretim süreçlerinin benzer olması, uzmanlaşmış işgücü ya da ölçek ekonomilerine yol açabilen diğer unsurların varlığı durumunda, dikey birleşmeler (ve hatta aykırı birleşmeler) için de ölçek ekonomisi gerekçesi geçerli olabilir.

Maliyet avantajı en çok kullanılan birleşme gerekçelerinden birisidir. Ancak, çoğu zaman işlem sonucu elde edilecek sinerjilerin yanlış hesaplandığı görülmektedir. McKinsey danışmanlık firması tarafından yapılan bir araştırmaya göre, birleşmelerin dörtte birinde maliyet sinerjilerinin en az % 25 yüksek hesaplandığı ortaya konulmuştur (The McKinsey Quarterly, “Overestimating Merger Synergies”, 2005).

Kapsam Ekonomileri: Ölçek ekonomisi kavramına benzemekle birlikte, ondan farklı olan ve faaliyetler bakımından sinerji ortaya çıkarabilecek bir başka durum ise kapsam ekonomileridir (economies of scope). Ortak girdilerle daha fazla çeşitte ürün alınabilmesi olarak tanımlanabilecek kapsam ekonomisi, bir grup ürün üretilmesi için katlanılması gereken maliyetlerin, bir şirket veya birden fazla şirket açısından karşılaştırılmasıyla anlam bulmaktadır. Başka bir deyişle, eğer bir grup ürünü üretmek, birden fazla şirket için bir şirkete göre daha maliyetli oluyorsa bu durumda kapsam ekonomisinin varlığından söz edilebilir.

Birleşme işlemiyle şirketlerin çakışan bazı fonksiyonları teke indirilerek, birleşme öncesi duruma göre aynı grup ürün üretilmesi için gerekli maliyetten daha düşük maliyetle üretim yapılabilir. Bu kapsamda örneğin finans kurumlarının birleşmesiyle, işlem sonrasında pek çok girdi bir araya getirilerek, kredi servislerinden ekonomik araştırmalar bölümüne kadar çok geniş yelpazede kullanılabilecektir (Gaughan, 1996).

Birleşme işlemlerinde, ölçek ve/veya kapsam ekonomileri ile elde edilecek sinerjinin önemli derecede olması ve doğru biçimde ortaya konulabilmesi özellikle rekabet hukuku açısından da son derece önemli olabilmektedir. Genel olarak söylemek gerekirse, birleşmeler yoluyla büyük pazar gücü elde edilmesi, serbest rekabet perspektifinden istenilen bir durum değildir. Özellikle yatay birleşmeler, pazardaki rakip sayısının azaltılması, yoğunlaşmanın artırılması bakımından rekabetin olumsuz yönde etkilenmesine ve bu itibarla nihayetinde tüketicilerin refahının olumsuz etkilenmesine yol açabilir. Bu nedenle belli büyüklüğün üzerindeki birleşme işlemleri, gerek ABD ve AB’de, gerekse Türkiye’de rekabet otoritelerinin iznine tabidir. Ülkemiz mevzuatı bakımından, pazardaki rekabeti önemli ölçüde azaltacak şekilde hakim durum yaratan veya var olan bir hakim durumu güçlendiren birleşmeler yasaktır.⁵ Türk rekabet mevzuatı uygulamalarında esas itibarıyla, birleşme ile elde edilecek herhangi bir ekonomik fayda, yukarıdaki kriterin var olması durumunda belirleyici olmamaktadır. Oysa ABD hukukunda, birleşme işlemi ne kadar büyük olursa olsun, işlem neticesinde ölçek veya kapsam ekonomileri dolayısıyla ekonomik etkinliğin önemli derecede

⁵ 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun Md. 7.

artırılacak olması söz konusu ise (efficiency doctrine) işleme izin verilebilmektedir. Bu kapsamda havayolları sektöründe Northwest – Republic, alkolsüz içecekler sektöründe ise Seven Up – Dr Pepper birleşmelerine izin verilmiştir.⁶

1.2.1.2. Finansal Sinerjiler

Kurumsal finansman teorisinde bir şirketin vermesi gereken en önemli kararlarından birisi, şirket varlıklarının nasıl finanse edileceğidir. Bu çerçevede, sermaye maliyetini minimuma indirecek ve dolayısıyla şirket değerinin maksimize edilmesine yardım edecek optimum sermaye yapısına ulaşılması esastır.

Birleşmeler yoluyla finansal sinerji sağlanması şirketin özkaynak maliyetinin düşürülmesi ya da nakit akışlarının daha az riskli hale getirilmesiyle söz konusu olabilmektedir.

Bir şirketin nakit akışları ne kadar tahmin edilebilir ve dengeli ise, riskinin de o ölçüde düşük olduğu kabul edilir. Birleşen iki şirketin nakit akışlarının korelasyonu düşükse, birleşme işlemi ile riskinin azaltılması söz konusu olmaktadır. Bu sayede birleşme işlemi sonrasında yeni yapının nakit akışları daha istikrarlı hale gelecek ve dalgalanma azalacaktır. Bu durum, özellikle borç verenler açısından şirket riskinin düşmesi şeklinde algılanarak, borç maliyetine pozitif katkı sağlar.

⁶ ABD’de rekabet hukukunun uygulanması, Federal Ticaret Komisyonu (Federal Trade Commission) ve Adalet Bakanlığı’nın (Department of Justice) sorumluluğundadır.

Öte yandan şirket büyüdükçe (büyük şirketlerin küçüklere oranla daha az riskli olduğu şeklindeki algıya dayalı olarak), finansal piyasalardan daha uygun şartlarda borçlanabileceği gibi, borçlanma sürecindeki işlem maliyetleri de daha düşük seviyede olacaktır (Gaughan, 1996).

Ayrıca birleşme işlemi ile ortaya çıkması muhtemel nakit fazlasının, getirisi yüksek projelerde kullanılması ihtimali, şirket değerinin artmasına ve böylece finansal sinerjinin ortaya çıkarılmasına yol açabilir. Birleşmeler yoluyla finansal sinerji yaratılmasının bir başka yolu ise, yukarıda nakit akışlarına ilişkin açıklanan durumun bir uzantısı olarak, borçlanma kapasitesinin artırılmasıyla ilgilidir. Nakit akışlarının daha yüksek seviyede ve daha az dalgalı hale gelmesiyle şirketin borçlanma kapasitesi de artacaktır. Bununla birlikte birleşme, işlemi bazı vergi avantajlarının elde edilmesini de sağlayabilir (Damadoran, 2002).

1.2.2. Büyüme

Fortune dergisi tarafından her yıl ABD'nin en büyük 500 şirket listesini yayınlamaktadır. Bu listelerdeki sıralama şirketlerin yıllık satış gelirleri esas alınarak yapılır. 2006 yılı Fortune 500 listesinin ilk sırasında, bir önceki yıla göre satışlarında % 11,2 oranında büyüme sağlayarak 351 milyar \$ ciro yapan perakende devi Wal-Mart bulunmaktadır. İkinci sırada ise 2004'in birincisi Exxon Mobil yer almaktadır. Bu

şirketin satışları 347 milyar \$'dır. Şirketlerin bu tür listelere girmesi satışların artırılması ve daha fazla büyümeyle mümkündür.⁷

Özel olarak belirtilmediği sürece “büyüme” denildiğinde satışların büyümesi anlaşılmaktadır. Şirketin aktiflerindeki artış, bankaların mevduat ya da kredilerindeki artışlar, vs. de, şirketler açısından önem verilen diğer bazı büyüme alanlarıdır. Satışlardaki büyüme pek çok durumda gelişmenin, değer yaratmanın anahtarı olarak düşünülür ve çoğu zaman özellikle şirket yöneticileri tarafından istenilen bir durumdur. Şirket yöneticilerinin performansları genellikle satışlarda sağladıkları büyümeye bağlıdır. Ancak, büyüme her zaman olumlu sonuçlar getirmeyebilir. Bazı durumlarda satışlarda artış olmasına rağmen bu artış ekonomik etkinsizliğe, birim maliyetlerde artışa ve nihai olarak değer tahribatına yol açabilir.

Büyümeyle, şirketin optimum ölçeğin de üzerine çıkarılmasında şirket yöneticilerinin çıkarları bulunabilir. Şirket büyüklüğünün artırılması, yöneticilerin kontrolündeki kaynakların ve bu itibarla güçlerinin artması anlamına gelecektir (Jensen, 1986). Şirketin büyümesi aynı zamanda şirket yöneticilerinin ücret ve primlerinin büyümesi anlamına da gelebilmektedir. Bazı durumlarda yönetici ücret ve primleri şirketin büyüklüğüne ve/veya büyüme hızına bağlı olabilmektedir (Murphy, 1985).

⁷ Fortune, 30 Temmuz 2007, Sayı 13.

Büyüme, faaliyet gösterilen sektörde olabileceği gibi, faaliyet alanı dışında yer alan sektörlerle yönelik de olabilir. Bu kapsamda aynı sektördeki büyüme, kapasite artışı veya yeni pazarlara açılma şeklinde gerçekleşebilir.

Satışların her yıl, bir önceki yıla göre hızla artırılması mikroekonomi teorisi açısından da tam olarak doğru bir yaklaşım değildir. Mikroekonomi teorisinde şirketlerin amacı, gelirlerinin değil kârlarının maksimize edilmesidir. Gelirin maksimize edilmeye çalışılması, bir başka anlatımla sürekli büyüme, belli bir noktadan sonra kârın azalmasına yol açar. Bir şirketin maksimum kârı, marjinal getirisinin marjinal maliyetine eşit olduğu noktadaki ($MR=MC$) üretim seviyesinde gerçekleştirilir.

Şirketler büyümeyi temelde iki yöntemle sağlar. Bunlar içsel büyüme (organik büyüme) ve dışsal büyümedir (birleşmeler yoluyla büyüme).

1.2.2.1. İçsel Büyüme

“Organik büyüme olarak da adlandırılan içsel büyümede, şirketler kendi faaliyetleri sonucunda oluşturdukları kaynaklar veya dışarıdan sağladıkları kaynakları yeni projelere yatırarak büyürler. İçsel büyüme genellikle yavaş ve tedrici yapılıdır. Bu yolla şirkete ve sektöre yönelik yeni kapasite yaratılır. Yeni kapasite yaratımı arzın ve bir biçimde rekabetin artması anlamını taşıyabilir. Öte yandan içsel büyümede, piyasadaki rekabeti

azaltma amacına yönelik klasik tekelci işbirlikleri de önemli bir yer tutmaktadır” (Sayılğan, 2003: 324).

1.2.2.2. Dışsal Büyüme

Dışsal büyümede şirket, başka şirketleri satın alarak veya onlarla birleşmek suretiyle büyür. Pazar ve/veya kapasite satın alınması anlamını taşıyan dışsal büyüme içsel büyümeye göre çok daha hızlı olmaktadır. Bazı pazarlara hızla girilmesi ve oradaki fırsatların değerlendirilmesi gerektiğinde en çabuk yol olarak düşünülür. Ancak birleşme sonrası sağlıklı bütünleşmenin sağlanamaması gibi çeşitli riskleri de beraberinde getirir.

İlgili sektörün veya ürünün, yaşam eğrisinin (life-cycle of a product) hangi safhasında bulunduğu, içsel ya da dışsal büyümeyi etkileyen önemli faktörlerden birisidir. Başlangıç ya da gelişme döneminde sektördeki büyüme hızı yüksektir. Bu safhalarda içsel büyüme ile yeni kapasitelerin ortaya çıkarılması, hızla artan talebin karşılanması için gerekli olmaktadır. Oysa doyumluk safhasına ulaşmış veya düşüş sürecine girmiş sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için, özellikle faaliyet alanı içinde kalınması durumunda içsel büyümeye gidilmesi pek rasyonel değildir. Çünkü bu safhadaki sektörlerde büyüme hızı durağan veya negatif halde bulunmakta, sektörel bazda arz fazlası olabilmektedir. Dolayısıyla içsel büyüme yoluyla yeni kapasite yaratılması pek mantıklı değildir. Diğer yandan, doyumluğa ulaşmış veya düşüş safhasında bulunan sektörlerde birleşmeler sıkça rastlanan faaliyetlerdir. Bu yöntemle fazla kapasiteler belli ölçüde kontrol altına alınarak, talep-kapasite-üretim dengesi daha uygun biçimde

yeniden tesis edilebilir. Birleşmeler yoluyla pazardaki rakip sayısı azaltılır, bu durum, toplam talep daralmasının yol açtığı fiyatlama gücündeki zayıflamanın bir ölçüde giderilmesini sağlayabilir.

Ancak birleşmeler yoluyla pazardaki büyüme hızını artıracak yenilikçi ürünler ortaya çıkarılamıyorsa, sonuçta hiç de çekici olmayan bir sektörde daha fazla pazar payına sahip bir şirkete sahip olunabilir. Pazardaki büyüme hızının tersine döndürülememesi durumunda dahi, yukarıda ifade edildiği gibi, eğer birleşmeler sektördeki rekabetin azaltılması ve şirketlerin fiyatlama gücünün artırılmasına yol açabilirse, bu durum özellikle satın alan taraf için birleşmeyi mantıklı yapar (Gaughan, 2005).

1.2.3. Yatay Bütünleşme (Pazar Gücü)

Yatay bütünleşme, yatay birleşmeler yoluyla pazar payının artırılması, rakip sayısının azaltılması ve buna bağlı olarak sahip olunan pazar gücünün yükseltilmesi anlamına gelir. Esasında, pazar payının artırılması, pazar lideri olunması pek çok şirket için esas amaçlardan birisi olmaktadır.⁸ Bu durum şirketlerin yazılı hedefleri haline bile gelebilir. Örneğin, General Electric şirketi faaliyet gösterdiği iş kollarında ya pazar lideri ya da ikincisi olma hedefindedir. Bu hedefin gerçekleştirilememesi durumunda o iş kolundan çıkılması gündeme gelmektedir (Krames, 2006).

⁸ Bu durum, birleşmeler yoluyla olabileceği gibi içsel büyüme ile de sağlanabilir.

Yatay birleşmeler sonucunda pazardaki rakip sayısı azalırken, yoğunlaşma oranları artmaktadır. Bu durum zaten çok güçlü şirketlerin güçlerini daha da artırması sonucunu doğuruyorsa, pazardaki rekabet azalabilir. Öte yandan, pazardaki nispeten küçük şirketlerin birleşmesi yoğunlaşma, oranlarını artırmasına rağmen, rekabete olumlu katkıda bulunabilir. Örneğin, pazarda faaliyet gösteren toplam 6 şirketin bulunduğunu ve bunların pazar paylarının sırasıyla % 40, % 30, % 20, % 5, % 4 ve % 1 olduğunu varsayarsak; böyle bir yapıda en küçük paya sahip üç şirketin birleşmesi pazardaki rekabet üzerinde olumlu katkı yapabilecekken, % 40 paya sahip şirketin ikinci sıradaki şirketi satın alarak payını % 70'e yükseltmesi pazarın neredeyse tekelleşmesi anlamına gelecektir.

Pazar payının yükseltilmesi ve pazardaki rakip sayısının azaltılması yoluyla pazar gücü elde edilmesi isteği aslında, şirketlerin fiyatlama gücünün artırılması veya tekel gücü elde edilmesi ile ilgili bir durumdur. Fiyatlama gücü yüksek bir şirket, satışlarında önemli bir düşüş yaşamadan fiyatlarını nispeten yüksek seviyelere çekebilir. Bu durum, hem mikroekonomi teorisinde kâr maksimizasyonu şeklinde tanımlanan şirket amacına, hem de kurumsal finansman teorisinde hissedar değeri maksimizasyonu şeklinde tanımlanan amaca hizmet eden bir araç olmaktadır.⁹

⁹ Fiyatlama gücünün yüksekliği, şirket gelirinin artışı vasıtasıyla hissedar değeri artışına yol açabilir. Bu durum, şirket değeri hesaplama yöntemlerinden olan indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile açıklanabilir.

Fiyatlama gücü ya da bir başka deyişle pazar gücü, şirketin fiyatlarını marjinal maliyetlerinin ne kadar üzerinde belirleyebildiğiyle ilgilidir. Bu gücün ölçülmesinde Lerner Endeksi'nden yararlanılabilir. Lerner Endeksi;

$$\text{Lerner Endeksi} = (P - MC) / P$$

formülü ile hesaplanmaktadır. Formülde P, fiyatı ve MC ise marjinal maliyeti temsil etmektedir. Ancak sabit maliyetlerin çok yüksek olması durumunda, formülün açıklama gücü zedelenir.

Bir şirketin fiyatlama gücü, esas itibarıyla faaliyet gösterilen sektörün yapısı ve sahip olunan talep eğrisinin eğimine bağlıdır. Bu çerçevede, pazar yapılarına ilişkin spektrumun bir ucunda tam rekabetçi (perfect competition) pazar yapısı dururken, diğer ucunda tekeller yapı (monopoly) yer almaktadır.

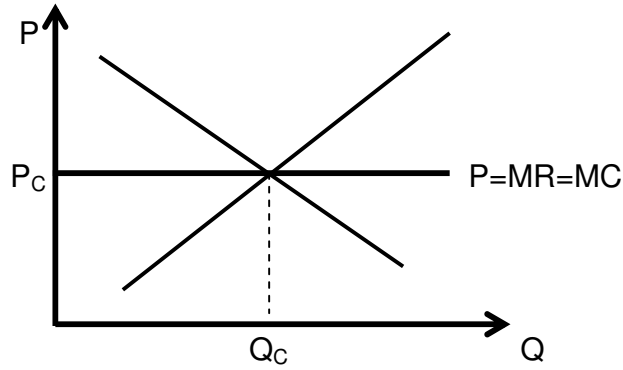
1.2.3.1. Tam Rekabetçi Pazar Yapıları

Tam rekabetçi pazarlar;

- homojen ürün
- fiyat alıcı (price-taker) durumundaki şirketler
- üretim faktörlerinin uzun dönemde tam geçişken olması
- piyasa hakkında tam bilgi (perfect information)

varsayımları altında tanımlanan pazar yapılarıdır (Frank, 1997). Tam rekabetçi pazarlarda şirketlerin fiyatları etkileme gücü yoktur, fiyat piyasada oluşur. Oluşan fiyat ortalama bir şirketin marjinal maliyetini ancak karşılayacak seviyededir ($MC = P$).

Şekil 3: Tam Rekabette Piyasa Dengesi



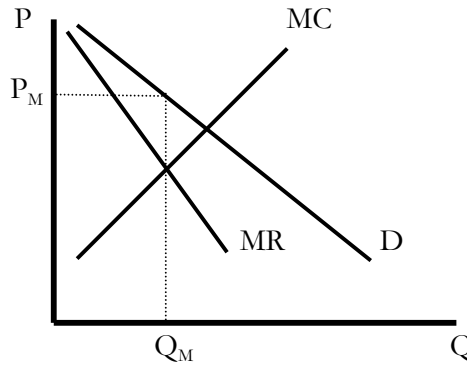
Tam rekabetçi pazarların esasında teorik bir kavram olduğu, gerçekte ise hububat ve döviz piyasalarının bu tür pazarlara en yakın özellikler sergilediği söylenebilir. Tam rekabetçi pazarlar, teorik bir kavram olmakla birlikte, toplumsal refahın maksimize edilmesi hususunun modellenmesi bakımından önemlidir. Tam rekabetçi pazarlar haricindeki tüm pazar yapıları “eksik rekabet” pazarları olarak tanımlanabilir.

1.2.3.2. Tekelci Pazar Yapıları

İlgili pazardaki tüm talebin tek bir şirket tarafından karşılandığı pazar yapıları tek elci yapılar olarak tanımlanır. Tekelci şirketin arz ettiği ürünün yakın ikâmesi yoktur. Tekelci şirket, talep eğrisi ölçüsünde belli oranda fiyatlama gücüne sahiptir. Tekelci pazarlarda şirketler, teorik olarak, kâr maksimizasyonu amacı ile marjinal gelirlerinin marjinal maliyetlerine eşit olduğu noktada üretim yaparlar. Ancak bu noktadaki marjinal

gelir seviyesi tam rekabetçi pazarlardakinin aksine fiyatın altında olmaktadır ($P > MC$). Çünkü bir birim daha fazla ürün satmak isteyen tekелci şirket, talep eğrisinin aşağı doğru eğimli olması nedeniyle, sadece son birim ürünü değil, tüm satışlarını daha düşük fiyattan yapmak durumundadır. Bu durum, marjinal gelir eğrisinin talep eğrisinin altında kalmasına yol açmaktadır (Bishop ve Walker, 1999).

Şekil 4: Tekel Piyasasında Fiyatın Oluşumu



Tekelci pazarlar; belli girdilerin kontrolü, ölçek ekonomileri, patentler ve lisanslar dolayısıyla ortaya çıkabilir (Frank, 1997). Tekelci pazarlardaki tüketiciler, tam rekabetçi pazarlara göre daha yüksek fiyat ödeyip daha az ürün alır.

Gerçek hayatta tam rekabetçi ve tam anlamıyla tekелci özellikler gösteren pazarlara rastlamak zordur. Günümüzde piyasalar çok büyük oranda bu iki uç pazar yapısının arasındadır. Tam rekabetçi ve tekелci pazarlar arasında, tekелci rekabet (monopolistic competition) ve oligopol (oligopoly) bulunmaktadır. Bu kapsamda aşağıda ilk olarak, piyasaların gerçek işleyişlerinin daha doğru biçimde açıklanabilmesi için kavramlaştırılan tekелci rekabetten söz edilecektir.

Tekelci rekabette ürün homojen değildir, şirketler çeşitli yönleriyle (kalite, ürünün fiziksel özellikleri, vs.) farklılaştırılmış ürünler sunar ve piyasada çok sayıda şirket faaliyet gösterir. Ürünlerin farklılaştırılmış olması yapıya tekelci özellikler kazandırır. Tekelci rekabet pazarında faaliyet gösteren her bir şirket, belli oranda farklılaştırılmış ürünler sunduğu için, açısı düşük de olsa (elastik talep) negatif eğimli bir talep eğrisiyle karşı karşıyadır. Dolayısıyla şirketin, fiyatları üzerinde az da olsa kontrolü bulunmaktadır. Ancak piyasada çok sayıda benzer özelliklere sahip ikâme ürünler satılmaktadır. Öte yandan çok sayıda şirketin bulunması, tekelci rekabete rekabetçi özellikler kazandırmaktadır. Burada “çok sayı” nitelendirmesinin yapılabilmesi için, şirketlerin birbirlerinin uygulamalarından etkilenmeyecek durumda olması gerekir (Türkay, 1989).

Oligopol pazarın özellikleri az sayıda satıcı ve homojen ürün olarak sıralanabilir. Pazarda az sayıda satıcı bulunduğu için, bunların pazar payları birbirine yakındır. Pazarda sadece iki şirket faaliyet gösteriyorsa buna “düopol” adı verilir.

“Oligopolde bir şirketin satış fiyatı, üretim hacmi, ürün kalitesi, reklâm harcamaları, vs. ile ilgili kararları rakip firmaları etkilemekte, onların tepkilerine yol açmaktadır. Bu yüzden bir firma, herhangi bir karara varabilmek için rakiplerin beklenebilecek davranışlarını hesaba katmak zorundadır. Bu durum firmanın karşı karşıya bulunduğu taleple ilgili olarak önemli bir belirsizlik unsurunu tahlile getirmektedir” (Türkay, 1989: 225).

Oligopol pazarların açıklanması için çeşitli modeller geliştirilmiştir. Oligopol modellerin en tanınan ve başvurulanları Cournot Modeli ve Bertrand Modeli'dir. Bunların dışında, oligopolistlerin davranışlarını açıklamak için Edgeworth Modeli, Chamberlin Modeli ve Sweezy Modeli gibi yaklaşımlar da kullanılmaktadır. Ayrıca özellikle oligopolistlerin birbirleriyle olan karşılıklı bağımlılıklarından yola çıkılarak "oyun teorisi" geliştirilmiştir.¹⁰

"Diğer yandan Baumol, Willig ve Panzer tarafından teorisi geliştirilen ve "yarışmacı pazarlar" (contestable markets) olarak adlandırılan bir başka pazar çeşidi bulunmaktadır. Yarışmacı pazarlar teorisine göre, bir pazardaki fiyat ve kâr seviyesinin rekabetçi seviyede olması için, pazarda mutlaka çok sayıda şirketin faaliyet göstermesi ya da pazara fiili girişlerin yaşanmasına gerek yoktur. Pazara giriş engellerinin olmaması ya da çok düşük seviyede olması ve mevcut şirketlerin fiyat ve üretim kararlarını alırken potansiyel rekabeti dikkate alması durumunda, potansiyel rakipler de fiili girişler gibi etkili olabilecektir. Yarışmacı pazarlarda, geçici bir ekstra kâr durumu dahi ortaya çıksa, şirketler pazara giriş yapacak ve bu yüksek kâr seviyesinden faydalanmak isteyecektir. Pazara giriş yapanlar, kârın normal seviyelere gerilemesiyle pazardan çıkacaklardır" (Lipsey ve diğerleri 1990: 285).

Birleşmeler yoluyla pazar gücü elde edilmesi daha çok oligopol şirketler için söz konusudur. Pazar gücü elde edilebilmesi, sadece pazar payının artırılması değil, aynı

¹⁰ Oyun Teorisi, stratejik ilişkilerin analiziyle ilgilidir. İki ya da daha fazla sayıda tarafın etkileşim içerisinde olduğu durumlarda, tarafların optimum hareketlerinin belirlenmesinde kullanılan bir modeldir (Varian, 1990).

zamanda pazara giriş engelleri, sağlayıcı gücü, alıcı gücü, potansiyel rekabet gibi unsurlara da bağlıdır (Varona, 2002).

Yoğunlaşma oranları artmış bir pazarda (özellikle 3-4 birbirine yakın güçte şirketin faaliyet göstermesi durumunda), şirketlerin birbirlerinin davranışlarından etkilenme derecesi son derece artacak (oligopolist interdependence) ve bu durum, piyasa oyuncularının rekabet etme yerine uyumlu davranışlarla fiyatları yükselterek tekelleri kâr elde etmelerine yol açabilecektir. Bu yönde düşünen ekonomistler, artan yoğunlaşma oranlarının belli oranda tekelleşmeye yol açacağını savunurken, bazı ekonomistler yoğunlaşma oranlarının artmasının genellikle ciddi bir rekabetin neticesi olduğu görüşündedir (Weston, Chung ve Siu, 1990). Diğer taraftan, birleşmeler yoluyla tekel gücü elde edilmesine ilişkin yapılan ampirik çalışmalarla net bir sonuç ortaya konulamamıştır (Stillman, 1983).

Yoğunlaşma oranlarıyla şirket performansları arasındaki ilişkinin esası Yapı-Davranış-Performans Modeli (Structure-Conduct-Performance Paradigm) ile açıklanmaktadır. Bu modele göre, bir pazarın yapısı ve özellikleri o sektörde faaliyet gösteren şirketlerin davranışlarını belirlemekte ve bu davranışlar da fiyat, üretim miktarı gibi performans kriterlerinin belirleyicisi olmaktadır. 1950'lerin başında ortaya konulan model, 1970'li yıllara kadar endüstri iktisadının hakim düşünce biçimini oluşturmuştur. Modeldeki yapı, pazardaki şirket sayısı, şirketlerin pazar payları ve yoğunlaşma oranları gibi sektörün yapısını ifade etmektedir. Davranış, şirketler arasındaki rekabetçi ya da işbirlikçi tutumlar, teknolojik tercihleri, üretim modelleri, AR-GE ve reklâm harcamaları

gibi şirket uygulamalarını tanımlamaktadır. Performans ise, tüm bunların sonucunda ortaya çıkan pazar gücü, fiyat seviyeleri, sosyal etkinlik gibi unsurları belirtir. Temelde;

Yapı → Davranış → Performans

şeklinde tek yönlü bir ilişkinin öngörüldüğü modelde, yoğunlaşma oranları fiyatlama gücünü belirlemektedir. Dolayısıyla ne kadar büyük pazar payına sahip olunursa, pazar ve fiyatlama gücü de o nispette yüksek olacaktır. Modelde yoğunlaşma oranlarının artması rekabetin azalması anlamına gelmektedir. Şirketlerin yatay birleşmeler yoluyla pazar payı kazanmak istemesinin altında yatan gerekçeler bu model yoluyla açıklanabilmektedir.

Pazar gücü yüksek şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörlerde rekabetin az olması, bu şirketlerin daha az riskli olarak tanımlanmasına yol açabilir. Bu durumda söz konusu şirketlerin hisse getirilerinin nispeten düşük olması beklenir (Vernimmen ve diğerleri, 2005). Hou ve Robinson (2006) tarafından, 1963 ile 2001 yılları arasındaki dönemde önde gelen ABD borsalarına (NYSE, Amex ve Nasdaq) kote şirketler üzerinde yapılan çalışmada, yoğunlaşma oranı düşük sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin hisse getirilerinin, yoğunlaşma oranı yüksek sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere göre yüksek olduğu ortaya konulmuştur.

1.2.4. Dikey Bütünleşme

Birleşmelerin gerekçelerinden birisi de, ileriye ya da geriye doğru dikey bütünleşme yolu ile bazı avantajlar elde edilmesidir. Dikey bütünleşme, bir şirketin üretim zincirindeki her bir faaliyetinin şirket içerisinde gerçekleştirilmesinin derecesini ifade eder. Bir şirket, hammadde temininden nihai ürünün satışına kadar geçen tüm faaliyetleri kendisi gerçekleştiriyorsa dikey olarak tam bütünleşmiş sayılır.

“Dikey boyuttaki faaliyetlerin genel olarak beş seviyede tanımlanması mümkündür. Bunlar: hammadde temini, parçaların üretimi, parçaların sisteme çevrilmesi, montaj (sistemlerin nihai ürüne dönüştürülmesi) ve dağıtımdır. Üretim zincirinin her bir seviyesi aynı zamanda nakliye ve stoklama ile birbiriyle ilişkilidir” (Church ve Ware, 2000: 63).

Şirketlerin verecekleri en önemli kararlardan birisi de, üretim zincirindeki hangi faaliyetlerin şirket içerisinde gerçekleştirileceği, hangilerinin ise dışarıdan temin edileceğiyle ilgilidir. Bir şirket bazı durumlarda geriye, hammadde kaynaklarına veya ileriye, satış fonksiyonlarına doğru birleşmeler gerçekleştirebilir.

Birleşmeler yoluyla dikey bütünleşmeye gidilmesi, bütünleşme ile elde edilmesi düşünülen kazançların olası maliyetlerden daha fazla olması durumunda söz konusu olur.

“Dikey bütünleşmenin olası en az üç maliyeti bulunmaktadır. İlk olarak, hammadde temininin ya da nihai ürünlerin dağıtımının şirket bünyesinde gerçekleştirilmesi, söz konusu işlemlerin rekabetçi pazarlarda diğer şirketlere yaptırılmasından daha maliyetli olabilir. İkinci olarak, dikey birleşmeler yoluyla büyüyen ve daha karmaşık hale gelen şirketi kontrol etmek ve yönetmek zorlaşabilir. Son olarak ise, birleşmeler için ödenecek ücretler çok yüksek boyutlarda olabilir. Bu çerçevede şirketler sadece kazanımlarının maliyetlerinden fazla olması durumunda dikey birleşmeler gerçekleştirir. Dikey birleşmelerin olası kazançları şu şekilde sıralanabilir” (Carlton ve Perlof, 2000: 379).

- İşlem maliyetlerinin azaltılması,
- Hammadde teminin garanti altına alınması (kalite, fiyat ve süreklilik açısından),
- Dışsalılıkların yol açacağı sorunların düzeltilmesi,
- Yasal kısıtlama, düzenleme ve vergilerden kaçınılması,
- Daha fazla pazar gücü elde edilmesi,
- Diğer şirketler tarafından pazar gücü uygulanmasından kaçınılması.

Diğer taraftan Stigler (1951) dikey birleşmeleri, şirketlerin yaşam eğrisi teorisi (theory of the life cycle of firms) kapsamı çerçevesinde açıklamaya çalışmaktadır. Stigler’e göre şirketlerin dikey bütünleşme derecesi, içinde bulunulan döneme göre değişmektedir. Eğer sektör başlangıç evresindeyse, şirketler dikey olarak tam bütünleşmiş olmak durumundadır. Bu evrede talep düşük olduğundan, şirketler nihai üretime ilişkin tüm fonksiyonları kendileri gerçekleştirir. Bu safhada, şirketlerin ve toplamda sektörün üretim miktarı düşük olduğundan, uzmanlaşma ekonomik değildir. Ürünlere olan talep

artıp, büyüme evresine geçildiğinde, bazı şirketler uzmanlaşmaya giderek birtakım parçaları ekonomik olarak üretilip satma olanağına kavuşacaktır. Bu durumda işletmeler negatif dikey bütünleşmeye (vertical disintegration) giderek, üretimleri için gerekli bazı ürün ve hizmetleri sektördeki uzmanlaşmış şirketlerden temin ederler.

Stigler'in bu teorisi, Elberfeld (2002) tarafından yapılan bir çalışmada test edilmiştir. Elberfeld, pazara girişlerin serbest olduğu ve şirketlerin rekabet ettiği durumlarda Stigler'in teorisinin doğru olduğunu göstermiştir. Ancak, ara mamul pazarlarına girişlerin sınırlandırılmış olması veya ara mamul üreticilerinin kartel benzeri davranışlar içerisinde olması durumlarında, sektörün büyümesi dikey bütünleşmeyi artırmaktadır.

1.2.5. Çeşitlendirme

Çeşitlendirme, şirketlerin genel anlamda risklerini azaltmak için farklı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerle birleşmelerini ifade etmektedir. Çeşitlendirme tamamıyla farklı alanlarda olabileceği gibi, faaliyet gösterilen alana yakın konulara yönelik de olabilir. Birleşmeler yoluyla çeşitlendirmede esas gerekçenin risklerin azaltılması olduğu söylenebilir. Bu riskler, faaliyet gösterilen sektörden kaynaklanabileceği gibi şirkete mahsus riskler de olabilmektedir. Bu çerçevede ilk olarak dönemsel faaliyetlerden kaynaklanan risklerin azaltılması konusuna değinilecektir.

“Şirket birleşmelerinin çoğunda çeşitlendirme, kazançlardaki veya satışlardaki istikrarsızlığı azaltmada bir araç olarak kullanılmaktadır. İşletmeler dönemsel

dalgalanmalara karşı aynı derecede duyarlı değildirler. Çeşitli sektörler, hatta aynı sektördeki şirketler arasında bile, dönemsel dalgalanmalara karşı şirketlerin tepkileri farklı farklıdır. Dolayısıyla, dönemsel dalgalanmalardan fazla etkilenen şirketler istikrarlı şirketler ile birleşerek, bir dereceye kadar istikrarı sağlayabilirler” (Çelik, 1999: 41). Bu durum, birleşik garanti etkisi (coinsurance effect) olarak adlandırılan olgudan kaynaklanır. Birleşmeye taraf şirketlerin gelirleri arasındaki korelasyon birden düşük ise, birleşme işlemi ile gelirlerdeki dalgalanmanın etkisi azaltılacaktır.

İkinci olarak, özellikle durgunluk ya da çöküş evresine girmiş ve bu itibarla kâr oranları nispeten gerilemiş sektörlerde faaliyet gösteren şirketler, daha kârlı ve hızla gelişen sektörlerdeki şirketlerle birleşmek isteyebilir. Ancak, bugün kârı yüksek olan sektörlerin rekabetçi baskı dolayısıyla belli bir süre sonra kâr oranlarının hiç de çekici olmayan seviyelere gerilemesi mümkündür. Sektörlerin kârlılıkları ve bunların sürdürülebilirliği, esasında pazara giriş engelleriyle ilgilidir. Uzun dönemde yüksek kârlılıkların sürdürülebilmesi, sektöre giriş engellerinin yüksek olması durumunda mümkündür. Yüksek kârlılıkların korunmasının, sahip olunan rekabetçi avantajların (competitive advantages) korunması anlamına geldiği de söylenebilir. Ancak Porter’a (1998) göre uzun dönemde hiçbir rekabetçi avantaj korunamayacaktır¹¹.

¹¹ “Aynı pazarda faaliyet gösteren iki ya da daha fazla şirketten birisinin, sürekli bir biçimde rakiplerinden daha yüksek kârlılık sağlamasına yol açan unsur “rekabetçi avantaj” olarak tanımlanır. Rekabetçi avantajın sonuçları sadece yüksek kârlılık olarak değil, yüksek pazar payı, teknolojik üstünlük, en iyi müşteri ve/veya çalışan memnuniyeti seviyesi gibi alanlarda da ortaya çıkabilir” (Grant, 2002: 227).

Çeşitlendirme yoluna gidilmek istenmesinin bir başka gerekçesi ise yasal zorunluluklar olabilmektedir. Özellikle rekabet hukuku uygulamaları nedeniyle, rakiplerle ya da ilgili konularda faaliyet gösteren şirketlerle birleşme olanağı azalan şirketler aykırı birleşmelere yönelebilmektedir. 1960'lı yıllarda ABD'de yoğun biçimde görülen aykırı birleşmeler ve bu yolla ortaya çıkan dev holdingler, söz konusu dönemde rekabet kurallarının çok sıkı biçimde uygulanmasından kaynaklanmıştır. Bu dönemde ortaya çıkan holding şirketlerin büyük bölümünün 70'li ve 80'li yıllarda dağılması, holding yapıların veya çeşitlendirmenin değerini sorgular hale getirmiştir. Morck, Shleifer ve Vishny (1990) tarafından 1975 – 1983 yıllarını kapsayan dönemde ABD'de gerçekleşen 327 birleşme üzerinde yapılan çalışma sonucunda, çeşitlendirmenin hissedarlar için değer tahribatına yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Berger ve Ofek (1995) ise 1986 – 1991 döneminde gerçekleştirilen birleşme örneklemiyle yaptıkları çalışmalarında, çeşitlendirmenin hissedar değerinde ortalama % 13 – 15 oranında değer azaltıcı etkisinin olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Öte yandan, çeşitlendirmenin finansal açıdan olumlu kazanımlara yol açtığı yönünde sonuçlara ulaşan çalışmalar da mevcuttur. 1957 – 1975 dönemindeki 337 birleşmenin incelendiği bir araştırmada, aykırı birleşmelerin diğerlerine göre daha fazla getiri sağladığı tespit edilmiştir (Elgers ve Clark, 1980). Aynı çalışmada, birleşmenin her iki tarafının hissedarlarının da (satın alan ve satın alınan taraf) kazançlı çıktığı ortaya konulmuştur.

Çeşitlendirmeye ilgi bir diğer görüş ise, hissedarların istedikleri durumda farklı iş kollarında faaliyet gösteren şirketlerin hisselerine yatırım yaparak çeşitlendirmeyi kendilerinin sağlayabileceği yönündedir. Satın alan şirket hissedarlarının portföylerini çeşitlendirme imkânının olması durumunda, hisse fiyatları çeşitlendirmenin değerini (sistemik olmayan riskin azaltılması şeklinde) yansıtacaktır. Bu noktada önemli olan işlem maliyetleridir. Çeşitlendirme, şirket ya da hissedarlarının hangisi tarafından daha düşük maliyetle gerçekleştiriliyorsa o seviyede yapılmalıdır. Genel olarak, çeşitlendirme hissedarlar tarafından daha düşük maliyetle yapılabilir. Çünkü bireysel olarak hissedarlar, çok daha düşük komisyon, vs. ödeyerek portföylerini çeşitlendirebilirler.¹² Şirketlerin birleşmeler yoluyla çeşitlendirme yapması, genellikle çok yüksek prim ödemelerini (acquisition premiums) gerektirir. “Çeşitlendirmeye konu şirketin halka açık olmaması durumunda¹³, çeşitlendirmenin bireysel olarak şirket sahibi veya şirketçe yapılması hususu tamamıyla hangisinin vergi avantajına sahip olduğuna bağlıdır” (Gilson ve Black, 1995: 317-318).

1.2.6. Vergi Avantajı

“Şirket birleşmelerindeki bir başka gerekçe de vergi avantajıdır. Bu gerekçede yeni bir değer yaratılmayıp, var olan bir değer taraflar arasında (devlet ve birleşen şirketler) yeniden dağıtılması söz konusu olmaktadır.” (Weston, Chung, Siu, 1990: 83)

¹² Kurumsal yatırımcıların çeşitlendirmeye gitmek istemesi durumunda, diğer maliyetlerin yanında, piyasa etkisi maliyetleriyle de (market effect costs) karşılaşılacaktır. Piyasa etkisi maliyetleri, büyük miktarda alım ya da satım yapılması durumunda, hisse senedi fiyatlarının göreceli daha fazla yükselmesi veya düşmesi şeklinde açıklanabilir.

¹³ Bu bölümdeki açıklamalar için halka açık tüm şirketlerin borsada işlem gördüğü varsayımı yapılmıştır.

Bu çerçevede birleşme işlemiyle, vergi öncesi nakit akışlarında (pretax cash flows) bir değişiklik olmadan, vergi sonrası nakit akışlarında (aftertax cash flows) artış sağlanmaktadır. Birleşmedeki hedef şirketin geçmiş yıllar zararının vergiden mahsup edilebilmesi olanağı (net operating loss carryforward), vergi avantajını birleşmelerdeki gerekçelerden birisi yapar. Örneğin bir şirket önemli miktarda zarar etmişse, vergi açısından ileriye taşınabilme dönemi içerisinde şirketin kâr etmesi mümkün görünmeyebilir ya da bu zararın tamamının karşılanmasına yetecek kadar kâr elde edilemeyebilir. Bu risk, kârlı bir işletmeyle birleşerek önemli miktarda değer ortaya çıkarmayı teşvik eden bir faktör olur (Gilson ve Black, 1995: 455- 465).

1.2.7. Yönetimde Etkinsizliğin Giderilmesi

“Şirketlerin, yeniden yapılanmalarını gerektiren pazar koşullarında veya teknolojik değişimlerle karşı karşıya kaldıklarında, durumun gereklerini yerine getirebilecek yönetim kadrosuna sahip olmaları gerekir. Bu sağlanamazsa şirketin değeri düşecektir. Günümüzde bu durumda olan birçok şirket faaliyet göstermektedir. Bu tür şirketler varolan yönetiminde bir değişiklik yaptığında pazar değerini yükseltebilir. Yöneticilerin, bu değişime cevap veremediği durumlarda şirketin pazar değerini artıracak gelişmelere karşı kayıtsız kalan yönetimin değiştirilmesi gerekir” (Çelik, 1999: 54).

Yönetim kadrosu etkin olmayan şirketlerin satın alınarak daha etkin bir yönetimin getirilmesi, birleşme nedenlerinden birisi olarak değerlendirilebilir. Satın alacak şirketin

yönetimi, hedef şirkette böyle bir etkinsizlik tespit ederse, bu etkinsizliğin giderilerek değer yaratılması amacıyla birleşmeye gidebilir.

“Yönetimin etkinleştirilmesi konusu, özellikle büyük şirketlerin küçük ve gelişmekte olan şirketleri satın almaları durumunda geçerlidir. Küçük şirketler genellikle girişimciler tarafından yönetilen, pazara çok özel ürün ya da hizmet sunan ve hızla büyüyen yapıdadır. Büyümekte olan böyle bir şirket, farklı pazarlama taktikleri uygulama ve daha geniş dağıtım ağlarına ulaşma ihtiyacında olabilir. Büyük şirketlerin vermek zorunda oldukları kararlar çoğunlukla küçük şirketlerinkinden farklıdır. Büyümekte olan girişimci şirketlerin yeterli derecede yönetim yetkinliğine sahip olmaması şirketin gelişimini olumsuz etkiler” (Gaughan, 1996: 139). Bu eksikliği ve giderilmesi durumunda ortaya çıkacak potansiyeli gören şirketler, etkin olmayan yönetime sahip şirketleri satın alarak ya da onlarla birleşerek önemli kazançlar elde edebilirler.

1.2.8. Serbest Nakit Akışları Teorisi

Fazla önem atfedilmemekle birlikte birleşmelerin bir gerekçesi de, şirketin serbest nakit akışlarının nasıl kullanılacağına ilişkin hissedarlar ve yöneticiler arasında ortaya çıkan temsil sorunu ile ilgilidir. Bu sorunun boyutları özellikle yüksek miktarda serbest nakit akışı üreten şirketlerde büyüktür (Jensen, 1986).

Serbest nakit akışları, şirketin borç, anapara ve faiz ödemeleri, gerekli yatırımlar, işletme sermayesi gibi, faaliyetlerini sürdürmesi için gerekli tüm nakit çıkışları yapıldıktan sonra kalan nakit miktarını ifade eder. Serbest nakit akışları çeşitli şekillerde kullanılabilir. Örneğin bu nakit, temettü olarak veya hisse geri satın alınması yoluyla (share buyback) hissedarlara dağıtılabilir. Diğer taraftan söz konusu nakit şirket içinde tutularak, borçların azaltılması ya da yeni projelere yatırım yapılması için kullanılabilir. Bu çerçevede şirket satın almaları da bir çeşit yatırım projesidir. Ancak, genellikle şirket yöneticilerinin tasarrufunda bulunan serbest nakit akışları, her zaman gerçekten değer yaratıcı projeler için kullanılmamaktadır.¹⁴ Bu durum şirket değerini azaltıcı etkiye yol açabilmekte ve aynı zamanda temsil probleminin maliyetini yükseltmektedir.

Şirketteki nakdin hissedarlara dağıtılması, yöneticilerin serbestçe kullanabilecekleri kaynakları ve dolayısıyla bir anlamda güçlerini azaltacaktır. Şirket içi kaynakların azalması, gerekmesi durumunda şirket yöneticilerini dış kaynaklara yöneltecek ve bu durumda şirket, kredi kuruluşlarının ve diğer sermaye piyasası oyuncularının yakın kontrolü altında olacaktır (Rozeff, 1982).

Serbest nakit akışları Jensen (1987, 2001) tarafından, şirketin net bugünkü değeri pozitif olan tüm projeleri için gerekli nakit ayrıldıktan sonra kalan nakit şeklinde tanımlanmaktadır. Jensen bu nakdin, şirketin etkinliği ve değerinin maksimizasyonu için hissedarlara dağıtılması gerektiğini belirtmektedir. Şirket birleşmeleri, bu nakdin

¹⁴ Değer yaratıcı projelerin, getiri oranı maliyetinden yüksek olan ya da net bugünkü değeri pozitif olan projeler olarak tanımlanması mümkündür.

kullanım şekli dolayısıyla ortaya çıkan temsil sorunun çözümünde önemli bir araç olmaktadır.

Temsil sorunu, uzun yıllardır gerek iş dünyasında gerekse akademik ortamda çözüm aranan bir konudur. Bu sorunun çözümüne yönelik, iç kontrol mekanizmalarının artırılmasından borç miktarının yükseltilerek yönetimin hareket keyfiyetinin kısıtlanmasına kadar çeşitli yöntemler tartışılmaktadır. Bu çerçevede, temsil sorununun çözümüne yönelik bir dış kontrol türü olarak, şirket birleşmeleri (özellikle ele geçirmeler şeklinde) gündeme getirilen konular arasındadır. Bir şirketin yönetimi yeteri kadar etkin değilse ya da temsil sorunu nedeniyle şirket performansı istenilen düzeye çıkarılamıyorsa, özellikle aleni alım teklifi (tender offer)¹⁵ veya vekâlet kavgaları (proxy fights)¹⁶ şeklindeki satın almalar, bu hususların düzeltilmesine yönelik tehdit unsurları olacaktır (Manne, 1965).

¹⁵ **Tender Offer:** “Hissedarlara yapılan alım teklifi şeklinde de tanımlanabilir” (Keyder, Tileylioğlu ve Oran, 2008: 277). “Hedef şirket hissedarlarına, sahip oldukları hisseleri satmaları için yapılan aleni tekliftir. Teklif doğrudan hedef şirket hissedarlarına, gazete ilanı gibi genel duyuru araçlarıyla yapılır. Satın alma çağrıları posta yoluyla da yapılabilir” (Ross, Westerfield ve Jaffe, 1999: 759-760).

¹⁶ **Proxy Fight:** “Vekâlet kavgası, bir ya da bir grup hissedarın şirket yönetiminde kontrolü ele geçirmek veya önemli değişiklikler yapmak amacıyla vekâlet mekanizmasını kullanmasını ifade eder” (Gaughan, 2002: 265).

1.2.9. Düşük Değerlenmiş Varlıklar

Tobin'in Q oranı (Tobin's Q ratio), bir şirketin pazar değerinin, varlıklarının ikâme maliyetine oranıdır. Bu oranının birden büyük olması, şirketin yatırımlarını doğruluğunu gösterir.¹⁷

“İşletme varlıklarının ikâme değerinin piyasa değerinden yüksek olması, bir başka ifade ile Q oranının 1'den küçük olması, o işletmeyi birleşmeler ve ele geçirmeler için hedef durumuna getirebilir. Genişlemeyi isteyen işletme amacını böyle bir işletmeyi satın alarak, yeni bir üretim birimine yatırım yapmaya göre daha az maliyetle gerçekleştirebilir. Düşük değerlenmiş varlıklar yaklaşımı 1970'ler boyunca gerçekleştirilen şirket birleşmelerini önemli ölçüde açıklamaktadır. Bu dönemdeki yüksek enflasyon ve faiz oranları, hisse senetlerinin fiyatlarını düşürmüş ve birçok işletmenin hisse senedi fiyatları defter değerinin altında kalmıştır. Yüksek enflasyon nedeniyle varlıkların ikâme maliyetleri önemli ölçüde artmıştır. Bu iki etken işletmelerin Q oranlarının düşmesine yol açmıştır” (Yılıgör, 2004: 386).

1.2.10. Yöneticilerin Rasyonel Olmayan Davranışları

Birleşmelerdeki bir başka gerekçe de rasyonel olmayan davranışlar başlığı altında incelenebilir. Bazı durumlarda şirket yöneticileri, ekonomik ve rasyonel temellere dayanmadan, daha büyük güç elde etme, kendini ispatlama gibi psikolojik etkenler nedeniyle birleşme ve satın alma işlemleri gerçekleştirebilmektedir.

¹⁷ <http://www.duke.edu/~charvey/Courses/wpg/bfglost.htm> (19Eylül 2007)

Birleşme gerekçeleri arasında, yönetici gururunun (management pride) ya da hırsının (management hubris) önemli rol oynadığı Roll (1986) tarafından gösterilmiştir. Roll çalışmasında piyasaların etkin çalıştığı varsayımına dayanmaktadır. Roll piyasaların etkin çalışması dolayısıyla; fiyatların, şirketlerin gerçek değerlerini yansıttığını ve bu fiyat üzerine ödenen primlerin, rasyonel olmayan yaklaşımlar nedeniyle olduğunu dile getirmektedir. Roll'un bu yaklaşımı, bazı birleşmelerin gerek satın alan gerekse satın alınan şirketlerin hissedarlarının toplamda değer azaltıcı sonuçları olması temeline dayanmaktadır.¹⁸ Psikoloji alanında yapılan pek çok çalışma insan davranışlarının her zaman rasyonel olmadığını ortaya koymuştur. Roll birleşmelerin bir kısmının şirket yöneticilerinin rasyonel olmayan davranışlarından (gurur, açgözlülük gibi) kaynaklandığını ifade etmektedir. Bu gerekçe özellikle, birleşme işlemiyle satın alan şirketin hissedar değerinin azalması, hedef şirket hissedarlarının ekstra kazanç sağlaması ve toplamda küçük bir değer kaybı olması durumunda söz konusu olmaktadır.

¹⁸ Jensen ve Ruback (1983) kendilerinden önce, birleşmelerin değer yaratımına ilişkin yapılan 40'ın üzerindeki araştırmayı içeren çalışmasında, birleşmelerin hedef şirketin hissedarları bakımından değer yaratıcı olduğu, satın alan şirket hissedarları için ise değer azaltıcı olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

II. BÖLÜM

2. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE TÜRKİYE'DE BİRLEŞMELERİN HUKUKİ YAPISI

2.1. Dünya'da Şirket Birleşmeleri

Günümüzde ölçek bakımından bir ayrıma gidilmemesi durumunda, hemen her ülkede (özel mülkiyetin söz konusu olmadığı ülkeler hariç) şirket birleşmesi gerçekleşmektedir. Ancak belli bir ölçeğin üzerindeki işlemler sermayenin nispeten yoğunlaşmış olduğu ve bu itibarla belli büyüklüklere ulaşmış şirketlerin bulunduğu ekonomilerde görülür.

Derli toplu finansal bilgilerin edinilebildiği ve özellikle faaliyet gösterilen sektörlerin niteliği itibarıyla, modern şirketlerin belli büyüklüklere ulaşmaya başlamasından bu yana geçen yaklaşık 100 yıllık sürece bakıldığında, satın alma işlemlerinin çeşitli dönemlerde belli ortak özelliklere sahip olacak biçimde yoğunluk gösterdiği görülmektedir. Bu şekilde, diğerlerinden ve genel süreçten ayrıştırılabilen dönemler, birer “satın alma dalgası” olarak bilinmektedir. Bu dalgaların tanımlanmasında esas itibarıyla, ABD’de ya da ABD menşeli uluslararası alanda faaliyet gösteren şirketlerin işlemleri göz önünde bulundurulmaktadır. Bu itibarla, 19. yüzyılın sonlarından başlayan ve günümüze dek devam eden süreçte birbirinden ayrı özelliklere sahip toplam 5 satın alma dalgasından söz edilmektedir (Gaughan, 1996: 18-54).

2.1.1. Birinci Dalga (1895-1904)

19. yüzyılın son dönemlerinde teknolojiye yaşanan gelişmelerle ABD’de, özellikle demiryolu taşımacılığı, petrol, demir – çelik gibi sektörlerde dev şirketlerin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Bu şirketlerin kapitalizmin kurallarını işleterek güçlerini, pazardaki rekabeti sıfırlama noktasına getirerek tüketicilerin aleyhine döndürmesi riski, dünyada ilk rekabet (antitröst) yasasının ortaya çıkmasını tetiklemiştir. 1881’de ABD’de yürürlüğe giren Sherman Yasası Dünya’daki ilk rekabet yasasıdır.

Bu dev şirketlerin yatay boyutta yaptıkları satın almalar ile 1. dalga olarak tanımlanan dönemde, tekel ya da tekel benzeri büyük pazar gücüne sahip şirketler ortaya çıkmıştır. Bazıları bugün dahi pek çok alanda gündelik hayatımıza girmiş ürünlerin üreticisi olan; General Electric, DuPont, Eastman Kodak, Standart Oil, U.S. Steel gibi şirketler büyük ölçüde 1. dalga döneminde şekillenmiştir.

2.1.2. İkinci Dalga (1925-1929)

ABD’de hisse senedi fiyatlarında yaşanan aşırı yükselme ile başlayan ve tarihte “Büyük Buhran” diye bilinen ekonomik çöküşe kadar geçen süreyi kapsayan dönem 2. dalga olarak bilinmektedir. Bu dönemde gerçekleşen işlemler çoğunlukla dikey boyutta gerçekleşmiştir. Bir başka deyişle şirketler, geriye hammadde teminine doğru ya da ileriye doğru dağıtım satış faaliyetlerine doğru genişleme şansı verecek birleşme işlemleri gerçekleştirmiştir.

2.1.3. Üçüncü Dalga (1965-1970)

Bu dönemde ABD’de rekabet kurallarının oldukça sıkı bir biçimde uygulanmaya başlanmasıyla yatay boyuttaki satın alma işlemlerine izin verilmesi oldukça zorlaşmış ve bu itibarla şirketler genellikle birbiriyle bağlantısı olmayan alanlarda faaliyet gösteren şirketleri satın alarak “holding” şeklinde tanımlanabilecek yapıları ortaya çıkarmıştır.

Amerikalı ekonomist Bain tarafından 1950’li yıllarda yapılan ampirik çalışmalarla gündeme gelen Yapı-Davranış-Performans modeli, 3. satın alma dalgasının özelliklerini şekillendiren en önemli unsur olmuştur. Bain, ABD’deki bazı sektörlerdeki yoğunlaşma oranlarının çok yüksek olduğunu ve bu tür sektörlerdeki fiyatların rekabetçi seviyelerin oldukça üzerinde olduğunu ortaya koymuştur. Bain, bu ampirik çalışmasına dayanarak, bir sektörde sağlıklı bir rekabet ortamının sağlanabilmesinin o sektörün yapısına (şirket sayısı, yoğunlaşma oranları, pazara giriş engelleri, vs.) bağlı olduğunu vurgulamış ve dolayısıyla özellikle rakiplerin satın alınması veya birleşmesi yoluyla ortaya çıkacak tekelleri ya da oligopolcü yapıların önüne geçilmesi gerektiği hususu üzerinde durmuştur. Bu “yapısalcı yaklaşım”ın 1960’lı yıllarda, küçük işletmeleri koruma güdüsüyle hareket eden ABD Kongresi’nde benimsenmesiyle, özellikle yatay satın almaların izin süreçleri oldukça zorlaştırılmıştır. Bu durum, 3. dalgaın özünü oluşturan aykırı birleşmeler yoluyla birbirinden çok farklı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin bir araya toplandığı büyük holdinglerin ortaya çıkmasına yol açmıştır (Jones ve Sufrin, 2004).

2.1.4. Dördüncü Dalga (1981-1987)

80'li yıllarla başlayan, finansal enstrümanların çeşitlenmesi ve genel anlamda ekonomide ve aynı zamanda rekabet hukuku uygulamalarında yaşanan rahatlık dönemi, büyük ve kompleks birleşme işlemlerinin gerçekleştirildiği 4. dalganın da başlangıcını oluşturmuştur. Bu dalgada, öncekilere göre daha çok borçla finansman, düşmanca ele geçirmeler (hostile takeovers), finansal ve uluslararası alıcılar görülmüştür. Genel olarak düşen faiz oranları ve yükselen hisse senedi fiyatları bu dalganın boyutunda – satın alma finansmanını kolaylaştırması bakımından – önemli rol üstlenmiştir.

2.1.5. Beşinci Dalga (1992-2000)

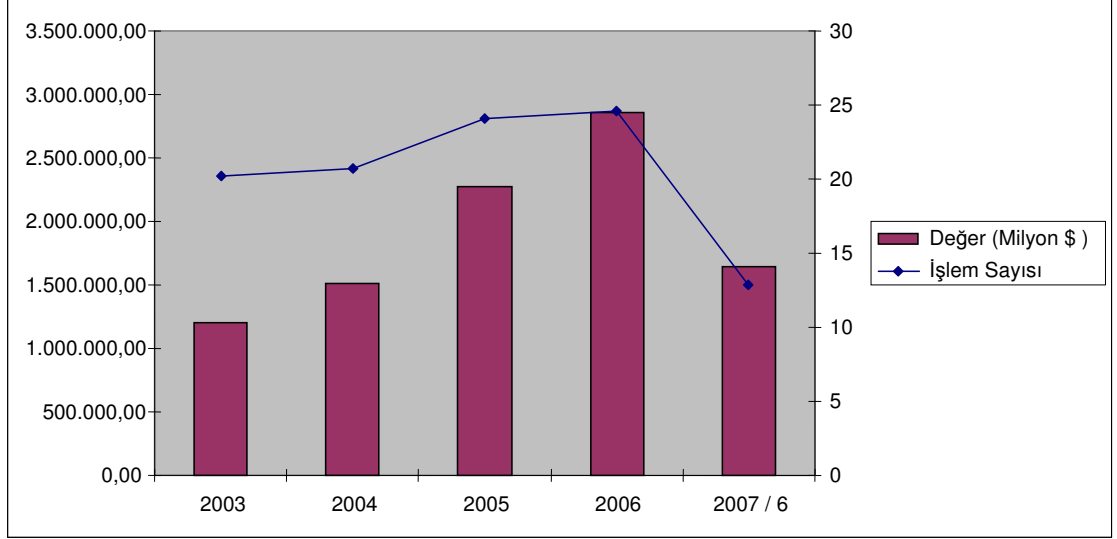
4. dalganın devamı olarak da adlandırılan 5. dalgadaki işlemler, ekonominin hemen hemen tüm sektörlerinde ve küçük - büyük tüm ölçeklerde görülmüştür. Bu dönemdeki özellikle büyük ölçekli işlemlerin daha çok “stratejik güdülerle” gerçekleştirildiği vurgusu yapılmaktadır. Stratejik güdülerin, hedef şirketle sinerji ortaya çıkararak değer yaratılması şeklinde özetlenmesi mümkündür. Bu dalgada 4. dalgaya ağırlığını koyan borçla satın alma işlemleri önemini yitirmiştir. Yine düşük faiz oranları ve yüksek hisse senedi fiyatlarının yaşandığı 5. dalga, 2000 yılında internet şirketlerinin hisse fiyatlarında yaşanan aşırı yükselmenin çöküşe dönmesiyle başlayan süreçte sona ermiştir. “Bu dönemde gerçekleştirilen işlemler çoğunlukla yatay niteliktedir” (Oster, 1999: 223).

Yukarıda tanımlanan 5 dalgada da görülen ortak özellikler, genişleyen bir ekonomi, nispeten düşük faiz oranları ve yüksek hisse senedi fiyatlarıdır. Çok doğaldır ki, büyüyen ekonomilerde şirket satın almaları gerek psikolojik gerekse finansal ve ekonomik nedenlerle artış göstermektedir. Başka bir deyişle, milli gelirlerdeki artışla satın alma işlemleri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Golbe ve White, 1988).

Belli dönemlerde birleşmeleri, sektöre özel serbestleşme gibi nedenlerle bazı sektörlerde yoğunlaşması da mümkün olabilmektedir. Örneğin, 1980'li yıllarda ABD'de havacılık sektöründe yaşanan serbestleşme pek çok şirket birleşmesine yol açmıştır.

Genel olarak bakıldığında Dünya genelinde en yüksek işlem hacmi, yaklaşık 2,85 trilyon \$ ile 2006 yılında gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda 2003 - 2007 (6 aylık) dönemine ilişkin satın alma işlemlerinin toplam hacim ve sayısı verilmektedir.

Grafik 1: Dünya’da Değer ve Sayı Olarak Gerçekleştirilen Şirket Birleşmeleri

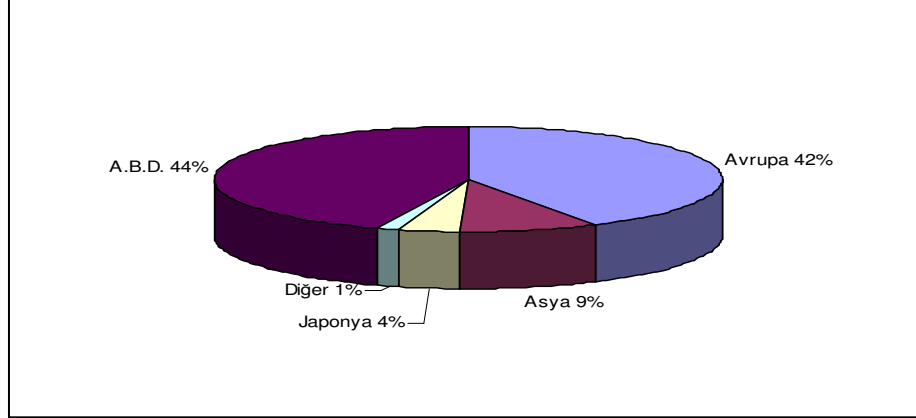


Kaynak: Thomson Financials (www.thomson.com) (3 Eylül 2007)

2000’li yılların başlarında yaşanan internet şirketlerinin hisse fiyatlarındaki çöküş, şirket skandalları (Enron, WorldCom gibi) ve terör hareketleri küresel ölçekte finansal piyasalarda ve birleşme işlemlerinde gerilemelere neden olmuştur. Birkaç yıl içerisinde toparlanan piyasalar, yeniden güven kazanan şirketler, rekor seviyelere ulaşan kârlılıklar ve nakit değerleri, nispeten düşük seyreden faiz oranları ve yükselen hisse fiyatları birleşme işlemlerinde de yeni rekor seviyelerin yaşanmasına yol açmıştır.

Küresel ölçekte gerçekleşen şirket satın almalarının coğrafi dağılımına bakıldığında en ön sırada ABD’nin yer aldığı görülmektedir. 2006 yılı verilerine göre toplam şirket birleşme ve satın almalarının % 44’ü ABD’de gerçekleşmiştir.

Grafik 2: 2006 Yılında Gerçekleşen Birleşmelerin Coğrafi Dağılımı



Kaynak: Thomson Financials (www.thomson.com) (6 Temmuz 2007)

2007 yılıyla birlikte, ardı ardına dev birleşmeler kamuoyuna duyurulmaya başlanmıştır. yükselen borsalar, likidite bolluğunun getirdiği borçlanma kolaylığı ve özel sermaye fonlarının (private equity funds) faaliyetleri, şirket birleşmelerinin bu yıl ve hatta önümüzdeki yıl da hızla devam edeceğini göstermektedir.¹⁹

Küresel ölçekteki birleşmelerin gittikçe daha büyük bölümü sınır ötesi işlemler şeklinde gerçekleşmektedir. Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) tarafından hazırlanan “2006 Dünya Yatırım Raporu”na²⁰ göre, 2006 yılında dünya genelindeki doğrudan yabancı sermaye (DYS) miktarı 2005’e göre % 29’luk artışla 916 milyar \$ olmuştur. Bu artışın en önemli nedeninin sınır ötesi şirket birleşmeleri olduğu belirtilmektedir.

¹⁹ Fortune No: 8, 2007, s. 63

²⁰ World Investment Report 2006.

Tablo 1: Sınır Ötesi Birleşmeler

(Milyar Dolar)	1982	1990	2004	2005
DYS Girişi	59	202	711	916
DYS Çıkışı	28	230	813	779
Sınır Ötesi Birleşmeler	-	151	381	716

Kaynak: UNCTAD World Investment Report 2006. s 9.

Tablodaki değerlerden görüleceği üzere, sınır ötesi şirket birleşmelerinde çok önemli bir artış vardır. Küreselleşmenin ve yükselen borsaların bu duruma etkisi büyüktür. Diğer taraftan son yıllarda sınır ötesi birleşmelerde görülen bir özellik de, işlemlerin büyüklüğüdür. “2005 yılında toplamda 454 milyar \$’a ulaşan, 141 tane 1 milyar \$’dan büyük işlem gerçekleşmiştir” (UNCTAD World Investment Report, 2006: 13).

2.2. Türkiye’de Şirket Birleşmeleri

Türkiye’deki şirket birleşmeleri son birkaç yıl öncesine kadar dikkate değer seviyelerde olamamıştır. Önceleri kapalı bir ekonomiye sahip olunması ve sonrasında ise politik ve ekonomik çalkantıların yarattığı olumsuz yatırım ortamı, Türkiye’deki birleşme işlemlerinin gündem yaratabilecek seviyelerde olmasını engellemiştir.

80’li yıllarla pazar ekonomisine geçiş ve 90’lı yıllarla AB ile imzalanan Gümrük Birliği Anlaşması, Türk şirketlerini daha önce alışık olmadıkları rekabetçi şartlarla

tanıştırmıştır. Türk şirketlerinin doğal faaliyet çevresi ülke sınırları olmaktan çıkmış ve tüm Dünya haline gelmiştir. Bu yoğun rekabete uyum sağlamak için bazı şirketler birleşerek güçlenmeye veya özellikle yabancı şirketlerle ortaklığa yönelmiştir.

Türkiye’de gerçekleşen şirket birleşmelerinin boyutları Dünya’daki şirket birleşmelerinin boyutlarından çok daha küçüktür. “Bu durum, Türkiye’deki birleşebilecek şirketlerin nispeten küçük ölçekli aile şirketi olmasından ya da Türk sanayici ve işadamlarının ortaklıklardan çekinmesinden kaynaklanmaktadır. Buna rağmen son yıllarda özellikle yabancı şirketlerle gerçekleştirilen birleşmelerin başarıyla sonuçlanması Türk iş dünyasının konuya bakış açısını değiştirmiştir. Birleşmenin yaratacağı sinerji, ekonomik kriz özellikle de teknolojiye dayalı rekabetin artması birleşmelere olan ilgiyi artırmaktadır. Yabancı ortaklıkların yanı sıra birçok Türk şirketi güçlerini birleştirmenin yaratacağı avantajlardan yararlanmaya çalışmaktadır” (Ebiçlioğlu, 2005: 54-55).

Son yıllarda sağlanan ekonomik düzelme, disiplin altına alınan enflasyon, AB ile üyelik müzakerelerine başlanması, özelleştirmede önemli mesafe alınması gibi ülke içi ve küresel ölçekteki likidite fazlalığı, ABD’de düşük seyreden faizler gibi dışsal unsurlar dolayısıyla birleşme işlemlerinde çok önemli artışlar gerçekleşmiştir.

1997 yılında faaliyete geçen Rekabet Kurumu, belli ölçeğin üzerindeki birleşmelerin bildiriminin zorunlu olması nedeniyle birleşmeler konusunda istatistiksel bilgiye sahip

kamu kurumlarından bir tanesidir. 1999 – 2006 döneminde Rekabet Kurulu’nda sonuçlandırılan birleşme sayısı şu şekildedir:

Tablo 2: 1999-2006 Döneminde Rekabet Kurulu’nda Sonuçlandırılan Birleşmeler

Yıl	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Birleşme	5	13	6	14	7	7	5	4
Devralma	56	70	73	83	76	88	122	138
Ortak Girişim	5	11	7	6	9	8	8	23
Özelleştirme	2	6	-	-	14	19	35	21
TOPLAM	68	100	86	103	106	122	170	186

Kaynak: 2006 Yılı Rekabet Kurumu Faaliyet Raporu, s. 308.

İşlemlerin niteliği ve değeri hakkında bilgi bulunmamakla birlikte, Rekabet Kurulu nezdinde en çok işlem 186 adet ile 2006 yılında sonuçlandırılmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu şirket birleşmelerinin kayda alındığı bir başka kamu kuruluşudur. Sermaye piyasası mevzuatı açısından 1993 – 2006 yılları arasında gerçekleşen birleşme sayısı şu şekildedir.

Tablo 3: SPK Mevzuatı Açısından Gerçekleşen Birleşmeler

Yıl	İşlem Sayısı
1996	1
1997	2
1998	3
1999	11
2000	4
2001	7
2002	13
2003	7
2004	6
2005	6
2006	9
Toplam	69

Kaynak: M&A in Turkey, SPK Yayını 156, s. 3 ve www.spk.gov.tr (19 Eylül 2007)

“1996 – 2003 yılları arasında Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi birleşmeler ile ilgili önemli bulgular ise şunlardır:

- Birleşmelerin önemli bir kısmı grup şirketleri veya aile şirketleri arasında gerçekleşmiştir.
- Devralan şirketlerin varlıkları devir olan şirketlerin varlıklarından büyüktür.

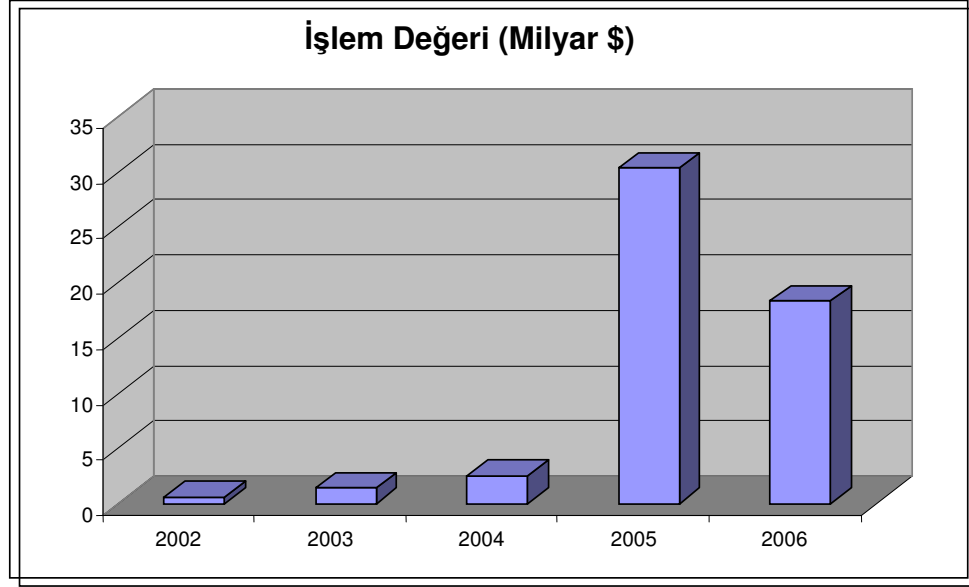
- Devralan şirketlerin kârı, devrolan şirketlerinkinden büyük, zararları ise küçüktür” (Ebiçlioğlu, 2005: 51-52).

Ernst & Young danışmanlık şirketi tarafından hazırlanan “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu”na göre, 2006 yılında Türkiye’de toplam 154 adet birleşme ve satın alma işlemi kamuoyuna duyurulmuştur. Bu işlemlerin 96’sının işlem değeri kamuya açıklanmıştır. Bu işlemlerin toplam değeri 18,3 milyar \$’dır. Değeri açıklanmamış olan işlemlerin tahmini büyüklükleri de dikkate alındığında, 2006’da gerçekleşen birleşmelerin değerinin toplamda 19,2 milyar \$ civarında olduğu düşünülmektedir. Raporda işlem değerlerinin hesaplanması aşağıdaki hususlar çerçevesinde gerçekleştirilmiştir: (Ernst & Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu)

- Satın alan şirket tarafından yüklenilen finansal borçlar göz önüne alınmamıştır.
- Grup içi işlemler ve borç yeniden yapılandırması kapsamında finansal kuruluşların taraf olduğu işlemler dikkate alınmamıştır.
- İhalesi tamamlanmış tüm özelleştirme işlemleri hesaba dahil edilmiştir.

Ernst & Young raporuna göre, 2002 – 2006 yılları arasında Türkiye’de gerçekleştirilen ve değeri kamuya duyurulan birleşmelerin toplam değerleri şu şekildedir.

Grafik 3: 2000-2006 Döneminde Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme İşlemlerinin Toplam Değerleri



Kaynak: Ernst & Young Birleşmeler Raporu 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007

Öte yandan, internet üzerinden finansal bilgi hizmeti veren “Securities” şirketi tarafından 2003 yılından bu yana Türkiye’ye ait, açıklanan değeri 1 milyon \$’ın üzerinde olan birleşmelerin istatistiği tutulmaktadır. Söz konusu istatistiklere göre en çok işlem, toplamda yaklaşık 43 milyar \$ ile 2005 yılında gerçekleşmiştir. Bunun yaklaşık 29 milyar \$’ı özelleştirme işlemlerinden kaynaklanmaktadır. 2007’de ise (13.04.2007 itibarıyla) 33 işlem gerçekleştirilmiştir. Bu işlemlerin toplam değeri 5,9 milyar \$’dır (www.securities.com, 18 Ağustos 2007).

2003 – 2007 döneminde gerçekleştirilen birleşme işlemlerinin belli başlıları ise şu şekildedir (Dealwatch, www.securities.com (18 Ağustos 2007):

Tablo 4: 2003-2007 Döneminde Türkiye’de Gerçekleşen Önemli Şirket Birleşmeleri

Hedef Şirket	Satın Alan Şirket	Satış Oran (%)	İşlem Tarihi	İşlem Değeri (Milyon \$)	İşlem Tipi
Finansbank	National Bank of Greece	34,40	2007	1.800	Satın Alma
Eczacıbaşı Jenerik İlaç	Zentiva	75	2007	601	Satın Alma
Akbank	Citibank	20	2006	3.100	Satın Alma
Finansbank	National Bank of Greece	46	2006	2.760	Satın Alma
Denizbank	Dexia	75	2006	2.440	Satın Alma
Petrol Ofisi	OMV	34	2006	1.054	Satın Alma
Mey İçki	Texas Pacific Group	90	2006	810	Satın Alma
Yibitaş	Cimpor	Bilgi Yok	2006	703	Satın Alma
Türk Telekom	Oger Telekom	55	2005	6.550	Özelleştirme
Telsim	Vodafone	100	2005	4.550	Özelleştirme
Tüpraş	Koç Holding	51	2005	4.140	Özelleştirme
Turkcell	Alfa Group	13,20	2005	3.100	Satın Alma
Erdemir	OYAK	46,12	2005	2.770	Özelleştirme
Garanti Bankası	GECE	25,50	2005	1.556	Satın Alma
Yapı Kredi Bankası	Koç Finansal Hizmetler	57,42	2005	1.495	Satın Alma
Dışbank	Fortis	89,34	2005	1.051	Satın Alma
Mannesman Boru	Borusan	100	2004	137	Satın Alma
Tekel Alkollü İçkiler	NLOT Konsorsiyum	100	2003	292	Özelleştirme

2.3. Türkiye’de Şirket Birleşmelerinin Hukuki Yapısı

2.3.1. Türk Ticaret Kanunu’ndaki Düzenlemeler

Türk Ticaret Kanunu’nda (TTK), ticaret şirketlerinin birleşmesiyle ilgili hükümler genel olarak 146 – 151. maddelerde düzenlenmiştir. Bu maddelerde birleşmelere ilişkin tanım, birleşmenin şartları, ortakların ve alacaklıların hukuki durumu gibi hususlar açıklanmaktadır. TTK’nın 451 – 454. maddelerinde ise birleşmelerin özel hükümleri yer almaktadır.

“Ticaret şirketlerinin birleşmesini düzenleyen genel ve özel hükümlerin uygulanma sırası TTK md. 146/2’de belirtilmiştir: “Çeşitli ticaret şirketlerine ait hususi hükümler mahfuz kalmak şartıyla birleşme hakkında müteakip maddelerdeki hükümler tatbik olunur.” Burada bahsi geçen hususi hükümler anonim şirketler faslında yer alan 451-454. maddelerdir. TTK’nın 451. maddesinde anonim şirketlerde devralma, 452. maddesinde anonim şirketlerin yeni şirket kurulması suretiyle birleşmesi 453. maddesinde bir anonim şirketin sermayesi paylara bölünmüş bir komandit şirket tarafından devralınması, 454. maddesinde ise anonim ortaklığın bir kamu kuruluşu tarafından devralınması düzenlenmiştir. TTK’da tek kişi işletmeleri ve adi ortaklıklar düzenlenmemiştir” (Yörük, 2002: 40).

2.3.1.1. Birleşmenin Tanımı

TTK'nın 146. maddesinde birleşmenin tanımı şu şekildedir:

“Birleşme, iki ya da daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir.”

Genel anlamda birleşme kavramının, “en az bir ortaklığın, ortakların başka bir ortaklığa alınması karşılığında malvarlığı veya işletmesini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak o ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılması (devralma yolu ile birleşme); ya da en az iki ortaklığın, ortakların yeni bir ortaklığa alınmaları karşılığında malvarlıklarını veya işletmelerini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak bu ortaklığa devrederek tasfiyesiz olarak dağılmaları (yeni ortaklık kurulması yolu ile birleşme) sonucunda iki ya da daha çok ortaklığın tek bir ortaklık durumuna gelmesi” (Türk, 1986: 38) şeklinde tanımlanması mümkündür.

“TTK'nın özel hükümlerinde aksine hüküm bulunmadıkça birleşmelerde aşağıdaki şartların bulunması gereklidir.”²¹

Nevilerin Aynı Olması (Md. 147): Birleşme, yalnız aynı neviden olan şirketler arasında yapılabilecektir. Ancak TTK'nın birleşmeye ilişkin hükümlerinin uygulanması açısından

²¹ TTK Md. 146/2.

kollektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, aynı neviden sayılmaktadır.

Karar Alınması (Md. 148): Birleşme için ilgili şirketlerin, mukavelelerinin değişmesi hakkındaki usul ve esaslara göre ayrı ayrı karar alınması ve alınan bu kararların tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir.

Bilanço Çıkarılması (Md. 149): Birleşen şirketlerin her biri, aralarında tespit edilerek bir bilanço şablonuna aynı esaslara göre düzenlemek ve bu bilançoları ilan etmek zorundadırlar. Birleşme nedeniyle varlığı sona eren şirket/şirketler ise ayrıca kendilerine ait borçların nasıl ödeneceğine dair düzenlenecek beyannameyi bilanço ile birlikte ilan edeceklerdir” (Ebiçlioğlu, 2005: 244-245).

2.3.1.2. Birleşmenin Esasları

“Devrolunan şirket infisah eder, yani kendiliğinden dağılır, sona erer. Birden fazla ticaret şirketi arasında birleşme olabilmesi için, bu şirketlerin mal varlıklarının birleşmesi gereklidir. Bu durumda, birleşen şirketlerin tüm hak ve borçları kaynaşarak bir bütün teşkil eder. Mal varlıklarının birleşmesi ise iki şekilde olur.

Birinci hâl. Bir katılma halidir. Burada bir ticaret şirketinin mal varlığını daha önce mevcut olan diğer bir ticaret şirketine devretmesi, yani ona katılması, iltihak etmesi

biçiminde olur. Bu durumda, katılma, birleşme işlemlerinin gerçekleşmesiyle şirket tüzel kişiliğini kaybeder ve devralan ticaret şirketi ise tüzel kişiliğini devam ettirir.

İkinci hâl. Bu durum, iki veya daha fazla ticaret şirketinin mal varlıklarını yeni kuracakları bir ticaret şirketine devretmeleri şeklinde olmaktadır. Bu tür birleşmeye, yeni *kuruluş* denilmektedir. Ancak bu halde, birleşen tüm şirketler infisah eder, fakat tasfiye olmazlar. Birleşme işlemlerinin gerçekleşmesiyle, birleşen şirketlerin tüzel kişiliği sona erer. Sonuç olarak her iki halde de “*tasfiyesiz birleşme*” söz konusu olur” (Pulaşlı, 2007: 71).

2.3.1.3. Birleşmeye İlişkin Hukuki İlkeler

“TTK kapsamında birleşme işlemlerine ilişkin iki ilke söz konusudur. Bu ilkeler; külli halefiyet ilkesi ve tasfiyesiz infisahtır.

Külli Halefiyet İlkesi: Külli halefiyet, bir mal varlığını meydana getiren bütün hak, alacak ve borçların bir bütün halinde başkasına intikal etmesidir. Bu intikal kendiliğinden oluşur ve mülkiyet geçirilmesi için menkul mallar açısından tapuda tescile ve benzeri işlemlere gerek kalmaz.

Tasfiyesiz İnfisah: TTK’ya göre birleşme bir infisah sebebidir. Normal şartlar altında infisah eden şirket tasfiye haline girer, şirketin borçları ödenir, alacakları tahsil edilir, tasfiye bakiyesi kalırsa ortaklara dağıtılır ve şirket Ticaret Sicili’nden silinir. Şirketin

infisah etmesi ile silinmesi arasındaki bu süreye tasfiye dönemi denilir. Birleşmelerde ise bu dönem yoktur, infisah eden şirketlerin mal varlıkları tasfiye edilmez” (PriceWaterHouseCoopers Türkiye Danışmanlık Hizmetleri, 2006: 17-18).²²

2.3.1.4. Birleşme Türleri

“Ticaret şirketlerinin birleşmesi, yeni kuruluş veya tam birleşme ya da katılma (iltihak) olmak üzere üç şekilde olur.

- **Yeni Kuruluş:** Yeni kuruluş, iki veya daha fazla ticaret şirketinin birleşerek ortaya yeni bir ticaret şirketi oluşturmaları halinde söz konusu olur. Birleşen şirketler dağılırlar, ancak tasfiye olmazlar. Yeni kurulan şirket, külli halefiyet ilkesi uyarınca, dağılan şirketlerin mal varlıkları, yani tüm hak ve borçları bir kül halinde yeni kurulan ortaklığa devredilmiş olur. Birleşen şirketlerin tüzel kişilikleri, Ticaret Sicili’nden terkin edilmekle sona erer.

- **Katılma (Devralma, İltihak):** Katılma şeklinde birleşmede, bir ya da birden fazla ticaret şirketinin diğer bir ticaret şirketine tüm mal varlığı ile katılması veya onlar tarafından devralınması söz konusudur. Burada bir katılan (devreden) şirket, bir de katılınan (devralan) şirket vardır. Katılan şirket veya şirketler, malvarlıklarını bir bütün halinde devralan şirkete devrederek, onun bünyesine dahil olurlar ve birleşme işlemleri

²² http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwC-Infomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf (15 Ağustos 2007)

tamamlanınca da tüzel kişiliklerini kaybederler, ancak tasfiye olmazlar. Devralan şirkette ise, tüzel kişilik değişmez, devam eder; sadece şirketin esas sermayesi ile ortaklarında bir değişiklik meydana gelir.

- **Özel Birleşme Türleri:** *Bankalar Yasası*, bankaların ne şekilde ve hangi şartlarda birleşmesi konusunda, anonim ortaklıkların birleşmesi yanında, çok özel hükümler öngörmektedir. (4491 sayılı Bankalar K. M.18.). Bankalar Yasasının söz konusu 18. madde hükmü, 4672 sayılı Bankalar Kanunu'nun²³ 10. maddesiyle değiştirilmiştir" (Pulaşlı, 2007: 73-74).

2.3.2. Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'daki Düzenlemeler

Piyasalardaki rekabetin sağlanması ve korunması, sosyal refahın maksimizasyonu için önemlidir. Rekabeti düzenleyici kurum ve yasaların bulunmadığı ekonomilerde, işletmeler çeşitli yöntemlerle tekelleşmeye ya da tekelleşmeyle aynı sonucu doğuracak faaliyetlere girişebilir. Tüketiciler bu durumdan, yüksek fiyat, kalitesiz ürün - hizmet ve kısıtlı seçenekler yoluyla zarar görebilir.

Şirketler tekelleşme benzeri faaliyetleri davranışsal yollarla (örneğin kartel anlaşması) yapabilir. Aynı zamanda yapısal yöntemlerle de (örneğin birleşmeler) benzer sonuca

²³ Resmi Gazete 29.5.2001, Sa. 24416. Banka K. m. 18 inci maddesinin (1) numaralı fıkrasının dördüncü cümlesi şöyle değiştirilmiştir. "Bankaların bu kanun hükümlerine göre birleşme ve devirlerinde 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile devir veya birleşme konu bankaların toplam aktiflerinin sektör içindeki paylarının % 20'yi geçmemesi kaydıyla 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanunun 7, 10 ve 11 inci maddeleri hükümleri uygulanmaz".

ulaşılabilir. Rekabet yasalarında birleşmelere ilişkin kontrol mekanizmalarının getirilmesi, birleşmeler yoluyla pazarda tekelci g elde edilmesinin nlenmesine yöneliktir.

Ülkemizde pazar ekonomisine 80’li yıllarla geçilmiş, ancak serbest pazar ekonomisinin anayasası niteliğindeki 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un (RKHK) yasalaşması 13 Aralık 1994 tarihinde gerçekleşmiştir. Kanunu uygulayacak merci olan Rekabet Kurumu ise faaliyetlerine 5 Kasım 1997’de başlamıştır.

RKHK ile mal ve hizmet piyasalarında rekabeti olumsuz yönde etkileyecek anlaşma, karar ve uygulamaları ve piyasaya hakim olan teşebbüslerin bu hakimiyetlerini kötüye kullanmalarının önlenmesi amaçlanmaktadır.²⁴ RKHK ile birleşmeler yoluyla pazarda tekelci duruma gelinmesi de önlenmek istenmektedir. Bu kapsamda, RKHK 7. maddesi birleşmelerin kontrolüne ilişkindir. Söz konusu madde şu şekilde düzenlenmiştir:

“Bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır. Hangi tür birleşme ve devralmaların hukuki

²⁴ RKHK Md. 1.

geçerlilik kazanabilmesi için Kurula bildirilerek izin alınması gerektiğini Kurul, çıkaracağı tebliğlerle ilan eder.²⁵ ”

1997/1 sayılı “Rekabet Kurulu’ndan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ” (1997/1 sayılı Tebliğ) uyarınca, birleşen tarafların pazar payları toplamının % 25 veya ciroları toplamının 25 trilyon TL’nin üzerinde olması durumunda, işlemin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Rekabet Kurulu’ndan izin alınması gerekmektedir.

2.3.2.1. Birleşme Sayılan Haller

1997/1 sayılı Tebliğ’in 2. maddesinde birleşme ve devralma sayılan haller şöyle sıralanmaktadır:

“ a. Bağımsız iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi.

b. Herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün malvarlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması veya kontrol etmesi.

²⁵ Rekabet Kurulu, RKHK’un 7. maddesine dayanarak, 1997/1 sayılı “Rekabet Kurulu’ndan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ”i çıkarmıştır.

c. 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 (joint-venture).”

Olağan faaliyetleri menkul kıymet alım – satımı yapmak olan kişi ya da teşebbüslerin, bu menkul kıymetlerden doğan haklarını, şirketin rekabet stratejilerini etkileyecek biçimde kullanmamaları koşuluyla, yaptıkları hisse alımları birleşme veya devralma sayılmamaktadır.

2.3.2.2. İlgili Pazarların Tanımlanması

Şirket birleşmelerine ilişkin RKHK uygulamalarında pazar payının belirlenmesi için ilgili pazarların tanımlanması çok önemlidir. Bu kapsamda, ilgili ürün pazarı ve ilgili coğrafi pazar olmak üzere iki tür ilgili pazar tanımlanır. İlgili ürün pazarıyla ilgili olarak RKHK’da bir tanım verilmemiş olmakla birlikte, 1997/1 sayılı Tebliğ’de konuya ilişkin bazı açıklamalar bulunmaktadır. Tebliğ’e göre ilgili ürün pazarı tespit edilirken, birleşme veya devralma konusu olan mal veya hizmetlerle, tüketicinin gözünde fiyatı, kullanım amaçları ve nitelikleri bakımından aynı sayılan mal veya hizmetlerden oluşan pazar dikkate alınır.²⁶ İlgili coğrafi pazar tespitinde ise, ilgili mal ve hizmetlerin özellikleri ile tüketici tercihleri bakımından giriş engellerinin, ilgili bölge ile komşu

²⁶ 1997/1 sayılı Rekabet Kurumu Tebliği Md. 4.

bölgeler arasında teşebbüslerin pazar payları veya mal ve hizmetlerin fiyatları bakımından hissedilir bir farklılığın varlığı gibi hususlar dikkate alınır.²⁷

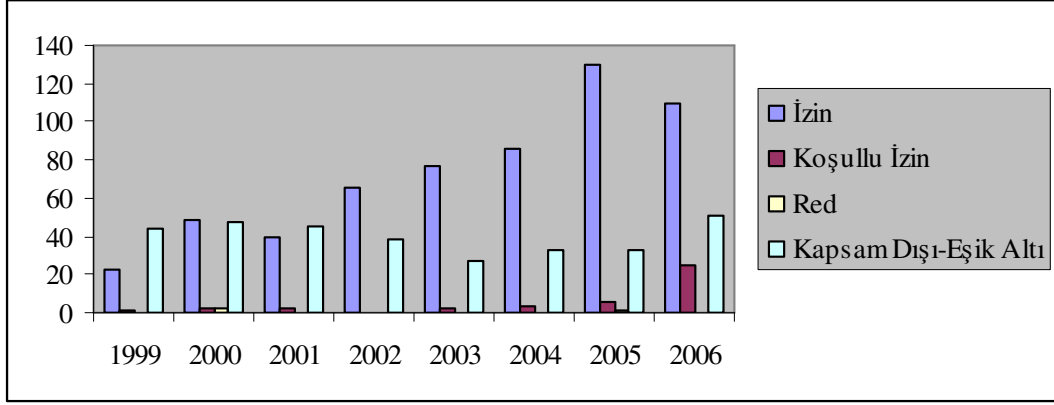
Yukarıda verilen çerçevede tanımlanan ilgili pazarlara göre hesaplanan ciro veya pazar payı eşiklerin üzerindeyse, işlemin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Kurul’a bildirim yapılmalıdır. Bildirim, 1997/1 sayılı Tebliğ’in ekinde yer alan formun doldurularak Kurul’a gönderilmesiyle gerçekleştirilir.

Kurul yapacağı değerlendirmede birleşme işleminin pazardaki rekabet üzerindeki olası etkilerini değerlendirir. Bu değerlendirme sonucunda işleme izin verilebilir, koşullu izin verilebilir ya da işlem yasaklanabilir.

1999 – 2006 döneminde Rekabet Kurulu’nun yaptığı birleşme incelemelerinin sonuçları şu şekildedir:

²⁷ 1997/1 sayılı Rekabet Kurumu Tebliği Md. 4.

Grafik 4: 1999 - 2006 Döneminde Rekabet Kurulu'nun Yaptığı Birleşme İncelemelerinin Sonuçları



Kaynak: 2006 Yılı Rekabet Kurumu Faaliyet Raporu, s. 308.

2.3.3. Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki Düzenlemeler²⁸

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre birleşme, ortaklık devralma ve yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilebilir.

Ortaklık Devralma Yoluyla Birleşme: En az bir ortaklığın, aktif ve pasifini bir bütün olarak başka bir ortaklığa devrederek, tasfiyesiz infisah etmesi, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklığın ortaklarına verilmesi ve devralan ortaklığın tüzel kişiliğini devam ettirmesi durumudur.

Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Birleşme: İki veya daha çok ortaklığın, tasfiyesiz infisah yoluyla, tüzel kişiliklerini sona erdirerek aktif ve pasiflerini bir bütün olarak birleştirmek suretiyle kurulacak yeni bir ortaklığa devretmeleri ve yeni kurulan

²⁸ Bu bölüm Sermaye Piyasası Kurulu internet sitesinden alınmıştır. (www.spk.gov.tr) (28 Ağustos 2007)

ortaklığın hisselerinin sona eren ortaklıkların ortaklarına hisseleri oranında verilmesini ifade eder.

Ortaklık devralma veya yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde taraflardan en az birinin halka açık anonim ortaklık olması durumunda, birleşme işlemlerinde uyulacak esaslar “Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir.

Anılan Tebliğ kapsamında birleşme prosedürü ve birleşme işlemlerinde uyulacak esaslar aşağıda özetlenmektedir.

1. Yetkili Organların Ön Kararı: Birleşme işlemlerine başlanması için birleşmeye taraf ortaklıklarda yönetim kurulunun karar alması yeterli olmakla beraber, taraflar istediği takdirde genel kurul, birleşme işlemine, birleşme sözleşmesinin hazırlanmasına ve esaslara ilişkin olarak karar alabilir veya söz konusu hususların tespiti ile ilgili olarak yönetim kuruluna yetki verebilir.

2. Birleşmeye Esas Alınacak Mali Tablolar ve Özel Bağımsız Denetim Raporu:

Birleşmeye taraf ortaklıkların birleşme işlemine esas alınacak mali tablolarının Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanması, mevzuat gereği enflasyona göre düzeltilmiş mali tablo düzenlenmesinin zorunlu olduğu dönemlerde mali tabloların bu esaslara göre düzenlenmesi ve özel bağımsız denetimden geçmesi zorunludur. Birleşmeye esas mali tabloların sürekli bağımsız denetiminin yapılmış olması halinde, özel bağımsız denetim koşulu aranmaz.

Birleşmeye esas alınacak mali tabloların tarihi ile birleşme sözleşmesinin nihai olarak onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki süre 6 ayı aşamaz.

3. Bilirkişi İncelemesi: Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi tarafından inceleme yapılır ve söz konusu inceleme bilirkişi tarafından rapora bağlanır.

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

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.

4. Uzman Kuruluş İncelemesi: Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi incelemesine ek olarak nitelikleri Kurulca belirlenen bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalardan biri tarafından da inceleme yapılır ve söz konusu inceleme rapora bağlanır.

Birleşme işleminde, 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.

5. Birleşme Sözleşmesinin Hazırlanması: Birleşme sözleşmesi, birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından hazırlanır.

6. Yönetim Kurulu Raporu: Birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından birleşme oranı başta olmak üzere birleşme sözleşmesini açıklayan, birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan ve değerlemeyi etkileyen hususlara yer veren ayrıntılı bir rapor hazırlanır.

7. Kurula Başvurularak Onay Alınması: Birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantılarından önce Kurul'a başvurularak birleşme işlemi için onay alınması zorunludur.

8. Pay Sahiplerinin Bilgilendirilmesi: Ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemiyle ilgili tebliğ ve yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemine ilişkin tebliğde yer alan örneğe uygun olarak taraflarca hazırlanan ve Kurul tarafından onaylanan duyuru metninin ve eki birleşme sözleşmesinin, hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklarca bir gazetenin Türkiye baskısı ile ortaklık merkezinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde; hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen ortaklıklarca mahallinde yayınlanan veya dağıtılan en az iki gazetede, birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce ilan edilerek tasarruf sahiplerine duyurulması zorunludur.

Birleşme sözleşmesi, işleme taraf ortaklıkların son üç yıllık mali tabloları, varsa bağımsız denetim raporları ile faaliyet raporları, birleşmeye esas mali tablolara ilişkin bağımsız denetim raporları, bilirkişi raporu, uzman kuruluş raporu, birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan yönetim kurulu raporu, duyuru metni, birleşmeye esas mali tablo tarihi ile birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki en son 3 aylık ara mali tablolar, devir veya birleşmeden itibaren 3 yıllık hedeflerin ortaya konulduğu tahmini mali tablolar ile birleşme sonrası tahmini açılış bilançosu birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce pay sahiplerinin bilgilendirilmesi amacıyla işleme taraf ortaklıkların merkez ve şubelerinde incelemeye açık bulundurulur.

9. Birleşme sözleşmesinin onaylanması ve ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde sermaye artırımı kararı: Kurul'un onayından sonra birleşme sözleşmesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların genel kurullarında onaylanır. Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde devralan ortaklığın genel kurulunda devralma ve sermaye 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.

10. Kurul Kaydına Alınma: Birleşmeye taraf ortaklıkların genel kurul toplantılarını takip eden 15 gün içerisinde;

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

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

Kurul kaydına alınması için Kurul'a başvurulur.

11. Kayda Alma Ücreti: Birleşme işleminde, aşağıda belirtilen esaslar çerçevesinde kayda alma ücreti alınır.

a) Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde;

1- Devralan ortaklığın hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi durumunda, birleşme nedeniyle artırılan sermayeyi temsilen ihraç edilecek hisse senetlerinin nominal değerinden aşağı olmamak koşuluyla kayda almaya ilişkin Kurul Karar tarihindeki Borsa II. seans kapanış fiyatı üzerinden ve varsa Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerinin nominal değeri üzerinden,

2- Devralan ortaklığın hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmemesi durumunda ise, birleşme nedeniyle artırılan sermayeyi temsilen ihraç edilecek hisse senetleri ile varsa Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerinin nominal değeri üzerinden,

b) Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise; birleşme nedeniyle tüzel kişilikleri sona eren ortaklıkların Kurul kaydında bulunmayan hisse senetlerine isabet eden sermayelerinin nominal değeri üzerinden,

% 0,2 oranında kayda alma ücreti alınır.

12. Hisse Senetlerinin Teslim Esasları: Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından sonra, dağıtılacağı yerler dağıtımın başlayacağı tarihten en az 2 iş günü önce ilan edilir.

Esas sermaye sistemindeki ortaklıkların hisse senetlerinin;

a) Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde, sermaye artırımının Ticaret Sicili'ne tescilinden,

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

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

Borsa şirketleri için hisse teslimleri kaydi sistem esasları çerçevesinde gerçekleştirilir.

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıkların hisse senetlerinin değişim işlemine tescile mesnet belgenin tescil tarihinden itibaren 15 gün içerisinde başlanması zorunludur.

13. Kurul'a Bildirim: Birleşme işlemi çerçevesinde Kurul'a yapılacak bildirimlerin esasları Kurul'ca belirlenmiştir.

2.3.4. Vergi Kanunlarındaki Düzenlemeler

Ülkemiz vergi kanunları açısından birleşmelerin, tarafların mükellefiyet türüne göre iki bölümde incelenmesi mümkündür. Bunlar; Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) ve Gelir Vergisi Kanunu (GVK) açısından yapılacak değerlendirmedir.

2.3.4.1. Kurumlar Vergisi Kanunu Açısından Şirket Birleşmeleri

Birleşme ve devirle ilgili hükümler KVK ve TTK açısından karşılaştırıldığında bazı farklılıklar bulunmaktadır.

“KVK’nın birleşme ve devirle ilgili hükümleri irdelendiğinde, söz konusu hükümlerin TTK’da yer alan hükümlerden iki açıdan farklılık arz ettiği görülmektedir. Bu farklılıklardan birincisi; birleşme tasfiye hükmünde kabul edilerek, birleşme kârının tasfiye kârı gibi hesaplanarak vergiye tabi olacağı öngörülmektedir. Oysa TTK birleşmeyi tasfiyesiz infisah hali olarak kabul etmektedir. İkinci farklı düzenleme ise KVK’nın katılma şeklindeki birleşmeleri, devir olarak nitelendirip bu hallerde bazı şartlara uyulması durumunda vergileme yapılmamasına ilişkindir” (Ebiçlioğlu, 2005: 295).

KVK açısından birleşmeler, işlem ile kurumlar vergisine tabi olunması veya olunmaması sonucunu doğuracak şekilde iki ayrı türde gerçekleşebilir. Bu kapsamda, birleşme neticesinde vergi doğuran işlemler “birleşme”, vergi doğurmayan işlemler ise “devir” olarak tanımlanmaktadır.

2.3.4.1.1. Birleşme

Birleşmeye ilişkin hüküm KVK’nın 36. maddesinde şu şekilde ifade edilmektedir:

“Bir veya birkaç kurumun diğerk bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebiyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak birleşmede tasfiye kârı yerine birleşme kârı vergiye matrah olur.

Tasfiye kârının tespiti hakkındaki hükümler, birleşme kârının tespitinde de caridir. Şu farkla ki, münfesi h kurumun veya kurumların ortaklarına veya sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya vasıta ile verilen değerler yerine geçer.

Birleşilen kurumdan alınan değerler Vergi Usul Kanunu’nda yazılı esaslara göre değerklenir.”

“KVK’nın 32. maddesi hükmü gereğince tasfiye halindeki kurumların vergi matrahı tasfiye kârını oluşturur. Buna göre tasfiye kârı, tasfiye döneminin sonundaki servet değeri ile tasfiye döneminin başındaki değeri arasındaki olumlu farktır. Tasfiye kârı hesaplanırken;

- Ortaklara veya şirket sahiplerine tasfiye esnasında avans olarak veya sair suretle yapılan her türlü ödemeler tasfiyenin sonundaki servet değerine,
- Mevcut sermayeye ek olarak ortaklar veya sahipleri tarafından yapılan ödemeler ile tasfiye esnasında elde edilen vergiden istisna edilmiş bulunan kazanç ve iratlar tasfiye döneminin başındaki servet değerine eklenir” (Çelik, 1999: 48-49).

Birleşme işleminde KVK esaslarına göre ortaya çıkan tasfiye kârı birleşme kârı gibi değerlendirilir. Tasfiye kârı, tasfiye dönemi sonundaki servet ile tasfiye dönemi başındaki servet arasındaki farktır.

Birleşme kârı hesaplanırken birleşme dönemi esas alınacaktır. Birleşme döneminin nasıl belirleneceği konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Bir görüşe göre; birleşme döneminin başlangıcı birleşmeye esas alınan bilançonun düzenlendiği tarihtir. Birleşme döneminin bitiş tarihi ise birleşilen şirketin sermaye artırımına ilişkin esas mukavele değişikliğinin tescil ve ilan edildiği tarihtir. Bu başlangıç ve bitiş tarihleri arasındaki dönem, birleşme dönemidir. Bu görüş kabul edildiği takdirde muhtemel birleşme kârı şu şekilde oluşacaktır:

- Birleşme nedeni ile infisah eden kurumun infisah tarihine kadar devam eden ticari faaliyetlerinden doğacak kâr,
- Birleşen kurumun aktif kıymetlerine biçilen yeni değerler dolayısıyla doğacak kâr,
- Birleşen kurum kayıtlarında gözükmemekle beraber birleşen kurum şerefîyesinin realize edilmesinden doğacak kâr.

Diğer bir görüşe göre ise birleşme halinde, tasfiyede olduğu gibi, belli tarihler arasındaki devreleri kapsayan dönem ya da dönemler yoktur. İlgili genel kurulların birleşme kararını aldığı tarihte birleşme gerçekleşmiş olur. Bu görüş benimsendiğinde ise muhtemel birleşme kârı, birleşilen kurumun aktifine biçilen yeni değer dolayısıyla

oluşacak kârdan ve birleşilen kurumun şerefîyesinin realize edilmesinden oluşacak kârdan meydana gelecektir.²⁹

2.3.4.1.2. Devir

TTK'nın 146. maddesi kapsamında bir çeşit birleşme sayılan devir, KVK'nun 37. maddesinde katılma şeklindeki birleşmeler olarak tanımlanmıştır. Devir şeklindeki birleşmeler “vergisiz birleşmeler” olarak bilinir.

Burada adı geçen “vergisiz birleşme” konusu, vergiden kaçma, Kamu'yu vergisel yönden zarara uğratmak olarak değil, bir vergi erteleme müessesesi olarak dikkate alınmalıdır (Güneş ve Akbıyık, 2002). “Birleşmenin özel bir şekli de devirdir. Devirde devralan kurumun tüzel kişiliği devam eder ve buna bir veya birden daha çok kurum infisahı nedeniyle katılır. İnfisah eden kurumun ortak ve sahipleri devralan kurumun da ortak ve sahibi olurlar” (Özer, İyibil ve Can, 1997: 840).

“KVK'nın 37/I. Maddesi bakımından bir birleşmenin devir sayılabilmesi için aranan şartlar şunlardır:

- Devir sonucunda tüzel kişiliği ortadan kalkan ile devralınan şirketin kanuni ve iş merkezinin Türkiye’de bulunması.
- Tüzel kişiliği sona erecek şirketin devir tarihindeki bilanço değerini devralan kurum, kül halinde devralması ve aynen bilançosuna geçirmesi.

²⁹ http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020501/2243 (22 Eylül 2007)

- Dağılan kurum ile devralan şirket ortaklaşa imzalayacakları bir devir beyannamesi, birleşme tarihinden itibaren 15 gün içinde dağılan şirketin bağlı bulunduğu vergi dairesine verilecek, bu beyanname devir bilançosuna eklenecektir.
- Devralan şirket, dağılan şirketin tahakkuk etmiş ve edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer yükümlülüklerini yerine getireceğini devir beyannamesine bağlı bir taahhütname ile beyan edecektir” (Tarakçı, 1995: 435).

Bir birleşmenin devir sayılabilmesi için yukarıda sıralanan gerekli şartlara ilişkin açıklamalar şu şekildedir.

KVK’nın 37/1. maddesine göre tarafların kanuni ve iş merkezinin Türkiye’de olması esastır. Bunun anlamı infisah eden şirket ile birleşen şirket tam mükellef olmalıdır. Çünkü kanuni ve iş merkezi Türkiye’de bulunan kurumlar tam mükellef olduğunu gösterir.

Birleşmenin devir olarak kabul edilebilmesi için, her iki kurumun da tam mükellef olmasının bir şart olarak ileri sürülmesi devir olayının mahiyetinden kaynaklanmaktadır. Şöyle ki, birleşme kârı, devrolan kurumun bilançosundaki aktif kıymetlerin cari değeriyle dikkate alınmasından doğmaktadır. Bir diğer ifadeyle, birleşme halinde gizli yedeklerin realize edildiği anlayışından kaynaklanmaktadır. Devir halinde kârın hesaplanması, bu değerlemenin yapılmaması yani aktif kıymetlerin değer artışından oluşan gizli yedeklerin vergilendirilmesinin birleşilen kurum bünyesinde gerçekleşeceği

tarihte yapılmak üzere ertelenmesi anlamına gelir. Ertelenen bu verginin ileride birleşilen kurum bünyesinde kavranıp vergilendirilmesi tam mükellef kurum olmasını gerektirmektedir (Güneş ve Akbıyık, 2002).

Öte yandan, bilanço değerlerinin bir kül halinde devralınmasıyla ilgili açıklamalar şöyledir. “KVK37/II. hükmü, “münfesih kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerini birleşilen kurum, kül halinde devralacak ve aynen bilançosuna geçirecektir” şeklindedir. Bu hükümdeki şart ile sağlanmak istenen, devrolan şirketin bilanço değerlerinin, kayıtlı değerleri ile devralan şirkete devredilmesidir. Böylece bu değerlerin cari değerleri ile kayıtlı değerleri arasındaki fark olan birleşme kârı devrolan şirket tarafından gerçekleştirilmemiş kabul edilmektedir. Bu değerler devralan şirket tarafından elden çıkarıldığı zaman birleşme kârı onun kurum kazancına yansıtacağından vergiye tabi tutulacaktır” (Tarakçı, 1995: 474).

III. BÖLÜM

3. DEĞERLEME VE HİSSEDAR DEĞERİ

3.1. Değer Kavramı

“Ekonomik anlamda değer kavramı, değişim sürecinde mal ya da hizmete sahip olma gücü olarak bilinir. Bu kavram bir malın diğer mallarla değiştirilebilme olanağıyla da açıklanabilmektedir. İlk çağlarda takas, başka bir deyişle değiştirme sahip olmanın başlıca yoluydu. Ancak günümüzde değiştirme, genellikle dolaylı yoldan gerçekleştirilmekte, önce bir mal ya da hizmet satılmakta ve mal ve hizmetin (işin) değeri karşılığında alınan para, başka bir şeyi satın almakta kullanılmaktadır” (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 3-4).

Finansal piyasalardaki değer kavramı ise, finansal araçların değeri anlamında kullanılmaktadır. Bu kapsamda, hisse senedinden tahvile, opsiyondan bonoya kadar çok çeşitli finansal enstrümanların değeri söz konusu olmaktadır. Bir şirketin değer tespiti de bu çalışmada esas alınan konulardan birisidir. Şirket hisselerinin bir menkul kıymet borsasında işlem görüyor olması, hisse fiyatının ve bu itibarla şirket değerinin pazar koşullarında belirlenebiliyor olması açısından önemlidir. Hisse fiyatının bu şekilde belli olmadığı durumlarda ise, şirket değerini gösteren farklı değer türleri bulunmaktadır. Genel anlamda değer kavramı şu gruplar altında incelenebilir:

3.1.1. Defter Değeri

“Defter değeri, geçerli muhasebe kurallarına göre şirket bilançosu net aktif toplamından (birikmiş amortismanlar düşüldükten sonra) borçların çıkarılmasıyla bulunan değerdir. Bir başka ifadeyle firmanın özkaynağının defter değeridir” (Brealey, Myers ve Marcus, 2001: 119). Özkaynağın çıkarılmış/ödenmiş hisse senedi sayısına bölünmesiyle, hisse başına defter değeri hesaplanmış olur. Defter değeri, muhasebe değeri ya da özkaynak değeri olarak da ifade edilebilir. Defter değerinin kayıtlı değer, defter değeri, net değer ya da nominal değer şeklinde ifade edilmesi de mümkündür.

Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri uyarınca, varlıkların tarihi maliyetleriyle kaydı esastır. Geçen zaman içerisinde genellikle bu varlıkların defter değerleri gerçek değerlerini yansıtmaz hale gelir.³⁰ Kaldı ki, şirketin büyüme ve nakit yaratma gücünü oluşturan her unsur doğrudan muhasebe kayıtlarına alınamayabilir (etkin bir yönetim kadrosu, şirket kültürü gibi). Bu ve benzeri nedenlerle şirketin gerçek durumunu yansıtmaktan uzaklaşabilen defter değeri, şirket değerlemesinde genellikle sadece bir gösterge niteliği taşımaktadır. Diğer taraftan şirketin güncel defter değerinin öğrenilebilmesi mali tablolarının yayınlanmasına bağlıdır.

³⁰ “Temel Muhasebe Kavramları’ndan “maliyet esası kavramı”na göre, para ve alacaklar dışındaki bütün aktifler ile gider kalemleri, elde edilme (iktisap) maliyetleri ile muhasebeleştirilir. İşletme içinde varlıkların şekil değiştirmesi ve giderlerin tüketilmesinde de elde edilme maliyeti esası izlenir” (Yalkın, 2005: 31). Bu durum, özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde varlıkların defter değeri ile gerçek değerleri arasında önemli farkların oluşmasına yol açabilir.

3.1.2. Pazar Değeri

“Pazar değeri, bir değerin satılması halinde pazarda o değer için ödenilecek olan fiyat olarak tanımlanabilir” (Çelik, 1999: 81). Varlık organize bir piyasada işlem görüyorsa, varlığın pazar değeri işlem gördüğü piyasada oluşan değeridir. Buna borsa değeri ya da piyasa değeri de denir.

Şirket hisseleri borsada işlem görmeye başladıktan sonra, hissenin fiyatı sadece şirkete ilişkin olumlu ya da olumsuz durumlardan değil, aynı zamanda yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı gelişmelerden de etkilenebilir. Şirket hissesinin arz – talep dengesini belirleyen bu hususlar ekonomik, politik değişimlerden kaynaklanabileceği gibi, örneğin büyük bir doğal afet gibi diğer koşullardan da etkilenebilmektedir.

Şirket değerinin şirketle doğrudan ilgisi olmayan nedenlerden etkileniyor olması, pazar değerinin şirket birleşmelerinde kullanılmasının en önemli sakıncasını oluşturmaktadır. “Çünkü birleşmede esas alınması gereken değer, şirketin gerçek değeri olmalıdır. Birleşmelerde pazar değerinin kullanılmasının diğer sakıncaları ise şöyle ifade edilebilir:

i. Şirketin hisse senetlerinin büyük bir kısmının pazarda işlem görmemesi durumudur ki, doğal olarak, bu hisse senetleri için oluşan değer, şirketin gerçek değerini göstermeyecektir. Şirketler hisse senetlerinin çok küçük bir miktarının sermaye piyasalarında işlem görmesi halinde oluşan pazar değeri hisse senetlerinin tam olarak gerçek değerini yansıtmaya engel olmaktadır.

ii. Birleşme olasılığı nedeniyle hisse senetleri fiyatlarının etkilenmiş olması durumudur. Özellikle sermaye piyasalarında sıkça karşılaşılan içeriden öğrenme (insider trading) gibi durumlarda hisse senedi fiyatları normal olmayan bir şekilde değişmiş olabilir. Dolayısıyla birleşmelerde aday şirketin gerçek değeri araştırıldığında, bu tür fiyat dalgalanmaları nedeniyle hisse senetlerinin pazar değerinden faydalanma oldukça güçleşmektedir.

iii. Sermaye pazarlarının etkin olduğu durumlarda bir şirketin hisse senetlerinin değeri, mevcut varlıklarını ve gelecekteki yatırım fırsatlarını değerlendirmede yönetimin yeteneğini yansıtacaktır. Dolayısıyla, etkin pazarın olmaması durumunda hisse senetlerinin fiyatları şirketin gerçek değerini yansıtmayacaktır” (Çelik, 1999: 82).

3.1.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, firmanın tüm varlıklarının parçalar halinde satılması sonucu elde edilecek değerden tüm borçları ödendikten sonra kalan kısımdır. Tasfiye değerinin hesaplanmasında, varlıkların pazar değerinden ziyade bu varlıkların kısa bir süre içerisinde satışı ile elde edilecek nakit dikkate alınır.

“Teorik olarak bir şirketin değeri tasfiye değerinden küçük olamaz. Birleşme işlemleri kapsamında değer hesaplanmasında kullanılan bir yöntem değildir. Çünkü yöntem tasfiye varsayımına dayanmaktadır. Halbuki, birleşme veya devir alma tasfiye amacını

gütmemektedir. Tersine, daha uygun koşullarla şirket faaliyetlerinin yürütülmesi arzusu birleşmeleri gündeme getirmektedir” (Sarıkamış, 2003: 132-133).

“İflas durumu gibi zorunlu tasfiye durumlarında şirketin tasfiye değeri, genellikle çok düşüktür. Çünkü, şirket varlıklarının kısa bir zaman aralığında satışının gerçekleştirilmesi düşünülmektedir. İhtiyari tasfiye durumunda, şirket sahipleri, zorunlu bir durum olmamasına rağmen, şirketlerini çeşitli nedenlerle tasfiye etmek isteyebilirler. Böyle bir durumda işletmenin tasfiye değeri, zorunlu tasfiye değerine oranla, daha yüksek olabilecektir” (Çelik, 1999: 83).

3.1.4. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, bir işletmenin faaliyetlerine devam etmesi varsayımı altındaki değeridir. “Tüm varlık değerinden tüm borçlar düşüldükten sonraki değer olarak hesaplanan işleyen teşebbüs değerinde temel ayırıcı unsur/fark, toplam varlık değerinin belirlenmesindedir. Söz gelişi tasfiye değerinde, varlıkların zorunlu satışı ile elde edilecek değer toplam varlık değerini belirlerken, işleyen teşebbüs değerinde tüm varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmakta ve bu değere şirketin itibarı, piyasa payı, markasının piyasada yarattığı imajı ifade eden şerefiye (goodwill) değeri de eklenmektedir” (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 14).

Tasfiye değeri bir şirket için söz konusu olabilecek en küçük değeri ifade ederken, işleyen teşebbüs değeri de en yüksek değerini sınırını çizer.³¹ Fiili anlamda birleşme işlemlerinde söz konusu olan değer tasfiye değeri ile işleyen teşebbüs değeri arasında bir yerde olmaktadır.

3.1.5. Gerçek Değer

“Sahip olunan tüm bilgiler ışığında bir varlığın olması gereken değeri gerçek değerini verir. Bir varlığın daima gerçek değeri etrafında bir değere sahip olacağı ve eğer piyasa fiyatı gerçek değerinden sapsa bile belirli bir zaman içinde tekrar gerçek değerine geleceği kabul edilmektedir. Etkin pazarlarda ise daima gerçek değer ile piyasa değeri birbirine eşittir” (Karan, 2004: 339).

Ülkemizdeki gibi etkin olmayan piyasalarda (Mandacı, 2004), bir şirketin gerçek değeri ile piyasada oluşan değeri arasında önemli farklar olabilmektedir. Bu durum yatırımcılar açısından önemli fırsatlar yaratabilir. Örneğin şirketin piyasa değerinin gerçek değerinin oldukça altına düşmesi durumunda, bu şirketin hisse senedine yatırım yapılarak önemli kazançlar elde edilebilir.

³¹ İstisnai de olsa, bazı durumlarda şirketin hisse fiyatı, tasfiye değerinin de altına ineabilmektedir. Böyle durumlarda şirket hisselerinin toplanarak şirketin tasfiye edilmesi kazançlı olacaktır.

Ancak bir şirketin gerçek değeri, sahip olunan bilgi ve beklentiye göre farklı taraflara göre farklılaşabilir. Bu durumda, A yatırımcısı için C şirketinin gerçek değeri B yatırımcısının aynı şirket için belirlediği gerçek değerden farklı olabilir.

3.1.6. Makul Pazar Değeri

Esasında pazar değeri olarak da tanımlanabilecek makul pazar değeri (fair market value) kavramı, genellikle piyasada işlem görmeyen veya piyasa fiyatı kolayca belirlenemeyen varlıklar için kullanılan bir değer yaklaşımıdır. “Makul pazar değeri, ABD Vergi Dairesi Gelir Kuralları’nın (United States Internal Revenue Service Revenue Ruling) 59 – 60 numaralı bölümünde şu şekilde tanımlanmaktadır:

“Bir varlığın, makul ve yeterli bilgiye sahip; satma zorunluluğu içerisinde olmayan, istekli bir satıcı ile alma zorunluluğu içerisinde bulunmayan istekli bir alıcı arasında gerçekleşen alım-satım işleminde oluşan fiyat makul pazar değeridir.”

Bununla birlikte, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) tanımlar bölümünde makul değer (fair value) tanımı yapılmaktadır. Buna göre makul değer, “yeterli bilgiye sahip taraflar arasında bir varlığın satışı ya da bir yükümlülüğün kapatılmasına ilişkin değer”dir” (Epstein ve Mirza, 2006: 98).

3.1.7. Stratejik Değer

Bir varlık bazı durumlarda bir alıcıya, o varlığın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri toplamından daha fazla değer ifade edebilir. Bu fazla değer, alıcının o varlığın edinilmesiyle birlikte, başka potansiyel alıcılarda söz konusu olmayan bazı sinerjiler elde edilmesi beklentisinden kaynaklanır.

“Stratejik değer bir ticari alıcının bir şirket için ödemeye hazır olduğu bedeli ifade eder. Bu değer içerisinde, hedef şirketin potansiyel serbest nakit akımlarına ilişkin değerinin yanında, alıcının hedef şirketle birleşmesinden kaynaklanacak sinerjilerin değeri de bulunmaktadır” (Vernimmen ve diğerleri, 2005: 816).

3.1.8. Hurda Değeri

Bir varlığın yıpranma payı süresi sonunda, tüm amortismanları düşüldükten sonra kalan değeri hurda değeri olarak tanımlanır. Hurda değeri, varlığın pazar değerinden farklı olabilir. Muhasebe teorisine göre maddi duran varlıklar bir yıldan fazla ekonomik ömre sahiptir ve ekonomik ömürleri kapsamında yıpranmaya tabi olmaktadır. Muhasebe kayıtlarına göre yatırımın ekonomik ömrü tamamlandığında kalan artık değer olan hurda değeri, teorik olarak varlığın kullanım ömrü tamamlanmış bir şekilde satış değeridir. Ancak bazı durumlarda, muhasebe kayıtlarına göre ekonomik ömrünü tamamlamış yatırımların iş görebilir durumda olması mümkündür. Böyle durumlarda, varlığın pazar değeri hurda değerinin çok üzerinde olabilmektedir.

Yukarıda yer verilen değer çeşitleri dışında, artık değer (residual value)³², parçalı değer (breakup value)³³, net gerçekleştirilir değer (net realizable value)³⁴ gibi değer kavramları da bulunmaktadır.

3.2. Değerleme

Çok çeşitli değer kavramları olmakla birlikte, şirket birleşmelerinde esas olan şirketin gerçek değerinin belirlenmesidir. Şirketin gerçek değeri, o şirket için ödenmesi makul olan maksimum bedeli ifade eder. Ancak bu değer belirlenmesi oldukça güçtür. Farklı ve kompleks değerlendirme yöntemleri olmasına ve bu yöntemlerin uzun yıllardır sofistike finansal piyasalarda uygulanıyor olmasına rağmen, değerlendirme konusu hala bir bilimden çok bir sanattır. Değerlemenin, şirket birleşmelerinden tasfiyelerine, özelleştirme işlemlerinden halka açılmalara kadar geniş bir yelpazede kullanım alanı vardır.

3.2.1. Değerleme Yöntemleri

Şirket değerlemesi, kurumsal finansman teorisi ve uygulamalarının önemli bir ayağını oluşturmaktadır. Bu alanda gerek akademik çalışmalar olarak, gerekse yatırım bankacılığı kapsamında uygulamada oldukça önemli ilerlemeler kaydedilmiş olmasına

³² **Artık Değer:** Bir varlığın defter değeri ile birikmiş amortismanları arasındaki farktır.

³³ **Parçalı Değer:** “Bir şirketin bütün varlıklarının ayrı ayrı satılması sonucunda, elde edilen değerler toplamıdır” (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 15).

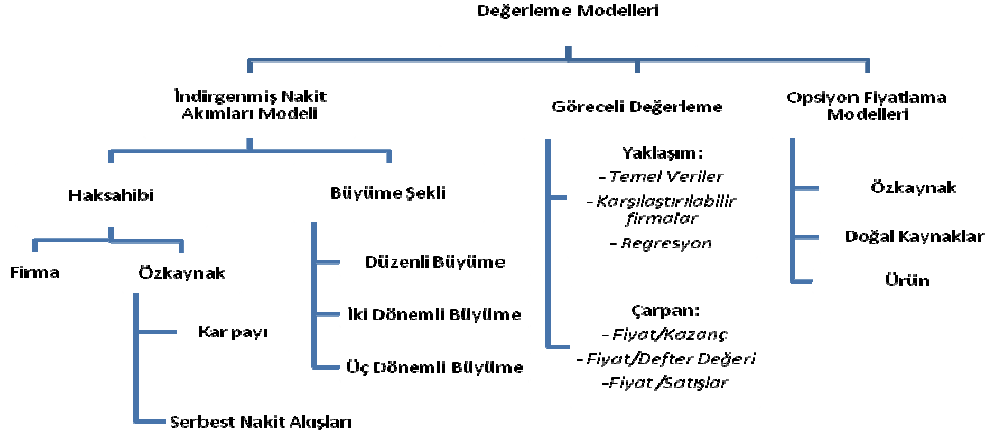
³⁴ **Net Gerçekleştirilir Değer:** Varlık unsurlarının gerçekleşmesi beklenen satış bedelinden, tamamlama maliyeti ile satış giderlerinin indirilmesinden sonra kalan değerdir (Sermaye Piyasası Kurulu, “Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ” Md. 19).

rağmen; “işletme değerin belirlenmesi finans teorisinde çok tartışmalı ve üzerinde fikir birliğine ulaşılmamış konulardan biridir” (Sayılğan, 2003: 267).

Birbirinden farklı özelliklere sahip çeşitli değleme yöntemleri bulunmaktadır. Bazı yöntemler kolay uygulanabilmesi dolayısıyla, uygulamacılar tarafından diğerlerine göre daha fazla tercih edilebilmektedir. Pratikte en doğru yaklaşım, değlemesi yapılacak şirketin ve piyasanın koşulları dikkate alınarak birden çok yöntemle bir değ aralığı hesaplanmasıdır.

“Değleme yöntemlerinin üç ana bölümde incelenmesi mümkündür. Bunlar; indirgenmiş nakit akışları yöntemi, göreceli değleme modelleri ve opsiyon fiyatlama modelleridir” (Damadoran, 1996: 502). Damadoran tarafından kategorize edilen ve ilerleyen aşamalarda ele alınacak değleme yöntemlerinin şematik gösterimi şu şekildedir:

Şekil 5: Şirket Değerleme Modelleri



Kaynak: Aswath Damodaran, Investment Valuation, John Wiley & Sons Inc., 1996, s.502.

Değerleme yöntemlerinin ayrıca, tarihsel verilere dayalı değerlendirme yöntemleri ve gelecek dönemlerdeki tahmini firma performansını esas alan değerlendirme yöntemleri olarak bölümlenmesi de mümkündür. Şirket birleşmelerinde hangi tür değerlendirme yönteminin kullanılacağı çok önemlidir ve bu husus taraflar arasında pazarlık konusu dahi olabilir.

“Tarihsel verileri kullanan değerlendirme yöntemleri gerek devir alma girişiminde bulunan, gerek hedef şirket yöneticileri ve ortakları tarafından uygun kabul edilebilecek yöntemlerdir. Ancak bir firmanın bugünkü değeri her ne kadar geçmişteki performansı, bugün sahip olduğu aktif değerleri ve finansal yapısı ile ilgili ise de, değer, firmanın gelecekte sergileyeceği performansı tarafından belirlenir. Tarihsel veriler kullanılarak

yapılan değerleme, firma değerinin alt sınırını çizmede veya gelecekteki performans dikkate alınarak bulunacak değerin irdelenmesinde faydalı olabilir” (Sarıkamış, 2003: 148). “Tarihsel verileri kullanan değerleme yöntemlerinin şu başlıklar altında toplanması mümkündür:

1. Karşılaştırma Yöntemi
2. Tasfiye Değeri Yöntemi
3. Yeniden Kurma Yöntemi
4. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi” (Sarıkamış, 2003: 130)

“Gelecek dönemlere ait firma performansını dikkate alan değerleme yöntemlerinden hangisinin tercih edileceği, değerlemeyi yapan tarafa ve ilgili bireylerin (ortakların) durumlarına bağlıdır. Devir alma teklifinde bulunan ve hedef alınan şirketlerin az ortaklı ve halka kapalı şirketler olmaları durumunda kullanılacak değerleme yöntemi, devir alma taraflarının her ikisi için de, net gelir veya serbest nakit akışı yöntemlerinden biri olabilir. Zira bu statüdeki şirketlerin ortaklarını ortak olmaya yönlendiren neden kâr payı değil, dönemsel net kâr veya serbest nakit akışıdır” (Sarıkamış, 2003: 148).

Firmanın gelecek dönemlere ait gelirlerinin esas alındığı değerleme yöntemleri şunlardır: (Sarıkamış, 2003: 135-146)

1. Dönemsel Gelir Yöntemi
2. Kâr Payı Yöntemi
3. Serbest Nakit Akışı Yöntemi

Benninga ve Sarig (1997), şirket değerleme yöntemlerini direkt değerleme süreci (direct valuation process) ve sıralı değerleme süreci (sequential valuation process) olarak da sınıflandırmaktadır. Direkt değerleme yönteminde, değerlemesi yapılacak varlığın parçalarının ayrı ayrı değerlemesi yapılmaktadır. Bu süreçte, her bir varlığın nakit akışları ve riskine göre iskonto oranı hesaplanır. Sıralı değerlemede ise, ilk olarak şirketin varlıkları üzerinde hak sahibi olan tarafların öncelik sıralaması yapılır. Genel anlamda söz konusu sıralama şu şekilde olabilir: alacaklılar (varsa hisse senedin dönüştürülebilir tahvil sahipleri), hissedarlar. Bir hak sahibine ait değer hesaplandıktan sonra, önem sırasına göre diğer hak sahiplerine ilişkin değerler hesaplanır.

Asquith (1983) tarafından yapılan çalışmaya göre, hisse senedi değerlemesine ilişkin analizlerde en çok kullanılan yöntem göreceli değerleme yöntemidir. Söz konusu çalışmada ulaşılan sonuçlar şu şekildedir:

Tablo 5: Değerleme Yöntemleri Kullanım Oranları

Değerleme Yöntemi	Başvurulma Oranı (%)
Kazanç Çarpanları	99
Fiyat / Kazanç	97
Göreceli Fiyat / Kazanç	35
Gelir Çarpanları	15
Piyasa Değeri / Defter Değeri	25
Nakit Akımları Çarpanları	13
İndirgenmiş Nakit Akışları	13
EVA	2
Diğer Modeller	4

Kaynak: Paul Asquith, “Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns”, Journal of Financial Economics, Vol. 11, April 1983, s. 51-83.

Aşağıda, değerlendirme yöntemleri içerisinde indirgenmiş nakit akımları yöntemi, düzeltilmiş bugünkü değer modeli ve göreceli değerlendirme yöntemi açıklanmaktadır.

3.2.1.2. İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

Coyle’ye (2000) göre, değerlendirme yöntemleri içerisinde en bilimsel olanı ve en yaygın kullanılanlardan birisi indirgenmiş veya iskonto edilmiş nakit akışları yöntemidir. Yöntem, serbest nakit akışları yöntemi olarak da adlandırılır. “İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi ile şirketlerin değerlendirilmesi, birçok yönleriyle sermaye bütçelenmesine

benzemekle birlikte, daha karmaşık bir özelliğe sahiptir. Örneğin birleşmelerde bir şirketin devralınan varlıkların riski yanında, şirket yöneticilerinin özellikleri de bilinmemektedir. Hatta yöneticilerin bazı tutumları ve güdülerini bile birleşme sonrasında, önemli oranda değişim gösterebilmektedir” (Aydın, 1990: 52).

Bir işletmenin değeri onun gelecekte ortaya çıkaracağı nakit akışlarıyla ilgilidir. İndirgenmiş nakit akışları yönteminde, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışlarının, uygun bir oranla bugünkü değere indirgenmiş toplamı hesaplanmaktadır. Nakit akışları, şirketin üretim araçları gibi maddi, marka gücü gibi maddi olmayan ve ayrıca parayla ifade edilemeyen tüm varlıklarının ortaya çıkaracağı faydaları içerir. Bu yönüyle, şirketin bugünkü ve gelecekteki yatırım ve finansman kararlarının sonuçları, hesaplanacak nakit akışlarına yansıtılmış olur. İndirgenmiş nakit akışları yöntemi birleşme işlemlerinde söz konusu olabilecek sinerjilerin hesaba katılmasına olanak tanır. Ayrıca hesaplama şerefiye değerini de kapsar. “İndirgenmiş nakit akışları yöntemi üç temel bileşene bağlıdır; bu bileşenler nakit akışları, büyüme oranı ve risktir” (Damadoran, 2002: 453).

Diğer yandan yöntem, çok fazla veri gerektirmesi ve sübjektif varsayımlara dayanması nedeniyle eleştirilmektedir. Ayrıca uygulanması karmaşık ve zordur. Bu yöntemin, çok sağlıklı tahmin, varsayım ve analizler ışığında yapılması en doğru sonuçları verecektir.

İşletmenin hisselerini alacak olan yeni ortak, belli bir ortaklık anlaşması ile bağlanmakta ve işletmenin esas faaliyetleri aracılığıyla belli menfaatleri sağlamak amacıyla hareket

etmekte ise veya eski ve yeni ortaklar bir stratejik işbirliği yapma amacı ile bir araya geliyorlar ise, indirgenmiş nakit akışı yönteminin seçilmesi doğru olacaktır.³⁵

Firma değerlemesinin temelleri esas olarak Miller ve Modigliani (1958) tarafından oluşturulmuştur. Miller ve Modigliani'nin 1958'de yayınlanan çalışmasında, bir firmanın değeri o firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan vergi sonrası nakit akışlarının bugünkü değeri toplamı olarak ifade edilmiştir. Modelde, vergi ve iflas konuları dikkate alınmadığından, borç oranı değişmesine rağmen özkaynak maliyetinde değişiklik olmamaktadır. Daha sonraları gerek söz konusu yazarlar gerekse diğer araştırmacılar tarafından modelin türevleri ortaya konulmuştur.

İndirgenmiş nakit akışları yöntemiyle değer hesaplanmasında iki temel bileşen vardır. Bunlardan ilki, şirketin hızlı büyüme döneminden kaynaklanan değer ve diğeri ise, şirketin sonsuza kadar faaliyet göstereceği varsayılan dönemden kaynaklanan “devam eden değer”dir (continuing value veya terminal value). “Şirketin hızlı büyüme dönemi olarak 3 – 10 yıl arası alınması uygun olabilir” (Ercan ve diğerleri, 2006: 28). Yatırım bankacılığı uygulamalarında, şirketin nakit akışlarının tahmin edildiği hızlı büyüme dönemi genellikle 5 veya 10 yıl olarak alınmaktadır.

³⁵ <http://www.eab.ege.edu.tr/pdf/3/C1-S1-2-M1.pdf> (8 Ekim 2007)

3.2.1.2.1. Nakit Akışlarının Hesaplanması

İndirgenmiş nakit akışları yöntemiyle şirket değeri hesaplanmasında, esas itibarıyla nakit akışlarının ve iskonto oranlarının tahmin edilmesi gerekmektedir. Nakit akışlarının tahmini, değerlemenin, şirketin toplam değeri ya da doğrudan hissedar değeri seviyesinde yapılmasına göre değişmektedir. Şirket değerinin hesaplanması durumunda tahmin edilmesi gereken nakit akışları “şirkete yönelik serbest nakit akışları” (Free Cash Flows to Firm ya da “FCFF”) olmaktadır. Öte yandan, doğrudan özkaynak değerinin hesaplanması söz konusu ise hesaplanması gereken, “özkaynağa yönelik serbest nakit akımları”dır (Free Cash Flows to Equity ya da “FCFE”).

Firmaya yönelik serbest nakit akışları şu şekilde hesaplanır (Damadoran, 1996):

$$\begin{aligned} & \text{FVÖK (1 - t)} \\ & + \text{Amortismanlar} \\ & - \text{Sermaye Harcamaları} \\ & - \underline{\Delta \text{ İşletme Sermayesi}} \\ & \text{Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akışları} \end{aligned}$$

Yukarıdaki denklemde;

FVÖK: Faiz Vergi Öncesi Kâr,

T: Vergi Oranı,

Δ İşletme Sermayesi: İşletme sermayesinin bir önceki yıla göre değişimi göstermektedir.

Özkaynağa yönelik serbest nakit akışlarının hesaplanmasında ise, FVÖK’den değil, firmanın “Net Kâr” değerinden yola çıkılmakta ve aşağıdaki denklem yardımıyla hesaplama yapılmaktadır.

Net Kâr

+ Amortismanlar

- Sermaye Harcamaları

- Δ İşletme Sermayesi

- Anapara Geri Ödemeleri

+ Yeni Alınan Borçlar

Özkaynağa Yönelik Serbest Nakit Akışları

Hesaplanan serbest nakit akışları, uygun indirgeme oranıyla iskonto edilip toplanarak değerlendirme tamamlanmaktadır. Eğer firmaya yönelik serbest nakit akışları üzerinden hesaplama yapılıyorsa, iskonto oranı firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM)³⁶ yansıtmalıdır. Sonuçta elde edilecek değer, şirketin bütününün değeri olduğu için, hissedarlara ait bölümün ortaya konulması amacıyla bu değerden toplam borçlar çıkarılır. Borç miktarının tespitinde mümkünse borçların piyasa değeri esas alınır. Diğer yandan, doğrudan hissedarlara ait değer hesaplanmasında ise özkaynağa yönelik

³⁶ AOSM ya da WACC (Weighted Average Cost of Capital), şirketin borç ve özkaynak değerleri ve bunların maliyetlerine bağlı olarak hesaplanır.

serbest nakit akışları, özkaynak maliyeti³⁷ esas alınarak iskonto edilir. İşlem sonucu elde edilen değer hissedar değeridir (Koller, Goedhart ve Wessels, 2005).

İndirgenmiş nakit akışları yönteminde kullanılan bir diğer nakit akışı da “serbest nakit akışı”dır (Free Cash Flow). Serbest nakit akışlarının unsurları ve buna etki eden hususlara ilişkin özet tablo aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 6: Serbest Nakit Akışlarının Unsurları ve Buna Etki Eden Hususlar

Serbest Nakit Akışı	Değer Unsurları
Gelir - Harcamalar = Faaliyet Kârı - Vergi = Net Faaliyet Kârı - Net Sermaye Harcamaları - İşletme Sermayesi Harcamaları = Serbest Nakit Akışı	Satışlardaki Büyüme Faaliyet Kâr Marjı Vergi Oranı Sermaye Varlıkları Gereksinimi İşletme Sermayesi Gereksinimi

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

3.2.1.2.2. Büyüme Oranının Hesaplanması

Büyüme oranı konusu iki açıdan ele alınabilir. Hızlı büyüme dönemi olarak tanımlanan ve uygulamada 5 veya 10 yıl alınan dönemde, nakit akışlarının her bir yıl için ayrı ayrı tahmini yapıldığından büyüme hızı “Net Satışlar”dan yola çıkılarak ortaya

³⁷ “Özkaynak maliyeti, bir firmanın piyasa değerinin (veya pay senetlerinin borsa değerinin) değişmemesi için, firmanın yatırım projelerinin özkaynak bölümü üzerinden elde edilmesi gerekli asgari kârlılık oranı olarak tanımlanabilir” (Akgüç, 1998: 450).

konulmaktadır. Net satışlardaki artışlar, oransal olarak FVÖK ve gerekli ekleme çıkarmalar sonrasında nakit akışlarına indirgenmektedir.

Öte yandan, devam eden değerin (DED) hesaplanmasında kullanılan;

$$DED = \frac{FCFF}{(AOSM - g)}$$

şeklindeki denklemde hesaplanması gereken büyüme oranı (“g”), şirketin sonsuza kadar sabit bir biçimde büyüyeceği varsayılan orandır. Bu oranın devam eden değer ve dolayısıyla şirket değeri üzerinde oldukça önemli bir ağırlığı bulunmaktadır. Bu oran tahmin edilirken, şirketin faaliyet gösterdiği ülke ekonomisinin özelliklerinin dikkate alınması gerekir. Esas itibarıyla, ülkenin beklenen büyüme oranından düşük bir oran belirlenir. Modelde, FCFF’nin aynı tutarda oluşacağı, “g”nin sonsuza kadar aynı oranda devam edeceği ve AOSM’nin aynı kalacağı varsayılır.

Tüm bu hesaplamalarda değerlemede kullanılan girdiler birbirleriyle tutarlı olmalıdır. Şöyle ki, nakit akışları nominal alınıyorsa, iskonto oranları da nominal olmalıdır. Özkaynağa yönelik nakit akışları özkaynak maliyetiyle, firmaya olan serbest nakit akışları ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle indirgenmelidir.

Firma değeri hesaplanmasında bazı araştırmacılar, firmaya yönelik serbest nakit akışları ile hesaplanan değerin, firmanın faaliyetine ilişkin varlıklarının (operating assets) değeri olduğunu vurgulamaktadır (Damadoran, 2006). “Firma değerinden hissedar değerine gitmek için, öncelikle faaliyete ilişkin olmayan varlıkların (non-operating assets) bulunan değere eklenmesi³⁸ ve sonrasında özkaynak dışı tüm hakların (all non-equity claims) çıkarılması gerekmektedir. Özkaynak dışı haklar içerisinde sadece borçlar bulunmamakta, aynı zamanda tüm finansal kiralamar ve sağlıkla ilgili yükümlülükler (Health Care Obligations) yer almaktadır” (Damadoran, 2006: 29).

3.2.1.3. Bütünün Parçalarının Değerlemesi

İndirgenmiş nakit akışları yöntemiyle bir şirketin değeri hesaplanırken, şirketin varlıklarının parça parça değerlendirilmesi yapılabileceği gibi, şirket bir bütün halinde de değerlendirilebilir. Bu yaklaşımın temelinde bir varlığın değerinin, gelecekte yaratacağı nakit akışlarının gücünden kaynaklandığı düşüncesi yatmaktadır. Dolayısıyla şirket varlıklarının değerlerinin toplamı, bütünün, yani şirketin değerini vermelidir. Parçaların toplamının bütünü oluşturması fikri, değerlendirme çalışmalarında teorik olarak doğru olmakla birlikte, aslında parçaların toplamıyla bütünün değeri arasındaki ilişkide önemli bir fark vardır. Şirket varlıklarının her birinin ekonomik değeri ve anlamı olmakla birlikte, şirketin bir bütün halinde anlamı ve değeri farklıdır. Çünkü şirket, yürüyen, işleyen bir organizma niteliğindedir. Şirketin değeri, mevcut durumda şirketin sahip

³⁸ Faaliyete ilişkin olmayan varlıkların en yaygın örnekleri nakit ve pazarlanabilir menkul değerler kalemleridir.

olduğu varlıklarının toplamından kaynaklanan değerle sınırlı değildir. Şirket değerinin, bazı durumlarda daha büyük bölümü, gelecekte yapılacak yatırımlardan kaynaklanabilir. Bu durum özellikle büyüme potansiyeli yüksek şirketler (growth companies) için geçerlidir.

Şirketin işleyen bir yapı olarak değerinin sadece mevcut varlıklarından değil, aynı zamanda gelecekte yapacağı varlık yatırımlarından da kaynaklanacağı yaklaşımı, ilk olarak Graham tarafından 1938’de dile getirilmiştir (Graham ve Zweig, 2003). Graham’ın öncüsü olduğu “değere dayalı yatırım” (value investing) kavramına göre, şirket değeri, özellikle büyüme potansiyeli yüksek şirketler için, büyük oranda gelecekte yapılacak yatırımlardan kaynaklanır. Değer yatırımı yaklaşımını benimseyen yatırımcılar, Graham tarafından sistematik hale getirilen değerleme yaklaşımlarıyla hesaplanan değere göre piyasa değeri düşük kalmış şirketlere yatırım yapmaktadır.

3.2.1.4. Düzeltilmiş Bugünkü Değer Modeli

Düzeltilmiş bugünkü değer modeli, indirgenmiş nakit akımları yöntemine benzemektedir. İndirgenmiş nakit akışları yöntemiyle şirket değeri hesaplanmasında, borç ve özkaynak birlikte değerlendirilmekte, borcun etkisi AOSM’de dikkate alınmaktadır. Düzeltilmiş bugünkü değer modelinde ise, borçla finansmanın değeri ayrıca hesaplanır.

Modelde öncelikle şirketin borçsuz değeri hesaplanmaktadır. Borç değerinin hesaplanmasında borcun sağlayacağı vergi avantajı ve getireceği maliyet yükü birlikte dikkate alınır. Model bu haliyle ilk defa, Myers'ın (1974) yatırım ve finansman kararları arasındaki ilişkinin irdelendiği çalışmasında ortaya konulmuştur.

Şirket Değeri = Firmanın Tümüyle Özkaynak Finansmanı Değeri + Borcun Beklenen Vergi Avantajlarının Bugünkü Değeri Toplamı – Olası İflas Maliyetleri

Şirketin tümüyle özkaynak finansmanı değeri şu şekilde hesaplanabilir:

$$FV = \frac{FCFF(1 + g)}{\mu - g}$$

Yukarıdaki denklemde, FV, şirket değerini; FCFF, şirkete yönelik serbest nakit akışlarını;

g, beklenen büyüme oranını; μ , borçsuz özkaynak maliyetini (unlevered cost of capital) ifade etmektedir.

Borcun vergi avantajı ise;

$$DTS = D \times t$$

formülüyle hesaplanabilir. DTS, borcun vergi avantajını (debt tax shield); D, toplam borç miktarını ve t ise vergi oranını ifade etmektedir.

Fernandez (2004), borcun vergi avantajının borçla birlikte hesaplanan şirket değerinden sadece özkaynak ile finanse edilmiş firma değerinin çıkarılmasıyla bulunacağını belirtmektedir. Bu şekilde hesaplanan borcun vergi avantajı değeri çok daha yüksek olmaktadır. Öte yandan Cooper ve Nyborg (2006) ise, borcun vergi avantajının, faiz ödemeleri dolayısıyla sağlanan vergi avantajı miktarlarının, borç maliyetiyle bugünkü değere indirgenmesinden oluştuğunu ifade etmektedir.

Düzeltilmiş bugünkü değer yönteminin son bileşeni olan olası iflas maliyetlerinin ortaya konulabilmesi için ise, artan borcun yol açacağı iflas etme olasılığı ve bu durumda ortaya çıkacak doğrudan ve dolaylı maliyetler göz önünde bulundurulmalıdır.

3.2.1.5. Göreceli Değerleme Yöntemi

Çarpanlarla değerlendirme ya da göreceli değerlendirme olarak da adlandırılan göreceli değerlendirme yönteminin temelini, değerlemesi yapılacak varlığın değerinin, karşılaştırılabilir varlıkların değeri esas alınarak belirlenmesi oluşturmaktadır. Göreceli değerlendirme, kolay olması ve piyasanın algısını yansıtması nedeniyle uygulamada en çok kullanılan yaklaşımdır.³⁹ Yöntemin yaygın biçimde kullanılmasının altında yatan diğer bazı nedenler ise, nispeten az sayıda varsayım gerektirmesi, indirgenmiş nakit akışları yöntemine göre kısa sürede yapılabilmesi ve yöntemin kolay anlaşılabilir ve anlatılabilir olması şeklinde sıralanabilir. “Yöntem, pazarın durumunu yansıttığından, şirketin

³⁹ Damadoran’a göre, hisse senedi araştırma raporlarında kullanılan değerlendirme yöntemlerinin (equity research valuations) % 90’ını ve devralma değerlemelerinin (acquisition valuations) % 50’sini göreceli değerlendirme yöntemi oluşturmaktadır (Damadoran, 2002).

gerçek değerini (intrinsic value) değil görelili değerini (relative value) ler” (Damadoran, 2002: 453). Göreceli değerleme ile sağlıklı sonuçlara ulaşılabilmesi büyük oranda piyasaların etkinliğine bağlıdır. Etkinlik düzeyi düşük piyasalarda, göreceli değerleme yöntemiyle hesaplanan şirket değeri gerçek değerden aşığı ya da yukarı yönde önemli farklılıklar gösterebilir.

Diğer taraftan göreceli değerleme yönteminin, yeterince esnek olmaması (değerlemesi yapılacak firmaya özgü durumların dikkate alınmasına olanak vermemesi), sağlıklı bir değerleme için karşılaştırılabilir firmaların bulunması zorluğu gibi dezavantajları bulunmaktadır (Ercan ve Diğerleri, 2006: 45-46).

Yöntemin özünü, çeşitli standartlara göre oluşturulmuş çarpanların belirlenmesi ve baz alınacak benzer şirketlerin bu çarpanlar üzerinden hedef şirket değerinin hesaplanması oluşturmaktadır. Çarpanların ve referans şirket grubunun tespiti, göreceli değerleme yönteminin iki temel basamağını oluşturur.

Değerlemede kullanılacak çarpanlar şirketin temel bazı belirleyici unsurlarıyla ilişkilidir.

Bu ilişkileri özetleyen tablo şu şekildedir:

Tablo 7: Değerlemede Kullanılan Çarpanlar ve Belirleyici Unsurları

Çarpan	Temel Belirleyici
Fiyat / Kazanç Oranı	Beklenen Büyüme, Kâr Dağıtım, Risk
Hisse Değeri / Özkaynak Defter Değeri Oranı	Beklenen Büyüme, Kâr Dağıtım, Risk, Özkaynak Getirisi
Hisse Değeri / Satışlar Oranı	Beklenen Büyüme, Kâr Dağıtım, Risk, Net Marj
Şirket Değeri / EBITDA ⁴⁰	Beklenen Büyüme, Yeniden Yatırım Oranı, Risk, Sermaye Getirisi, Vergi Oranı
Şirket Değeri / Sermaye Oranı	Beklenen Büyüme, Yeniden Yatırım Oranı, Risk, Özkaynak Getirisi,
Şirket Değeri / Satışlar Oranı	Beklenen Büyüme, Yeniden Yatırım Oranı, Risk, Faaliyet Marjı

Kaynak: Aswath Damadoran, “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”, November 2006 s. 70. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (16 Temmuz 2007)

3.2.1.5.1. Çarpanların Belirlenmesi

Göreceli değerlendirme yöntemiyle şirket değerlemesine yönelik olarak dört ana çarpan grubu tanımlanabilir (Damadoran, 2002). Bunlar:

- Kazanç Çarpanları
- Defter Değeri Çarpanı
- Gelir Çarpanları
- Sektörel Çarpanlar’dır.

⁴⁰ Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization.

Kazanç Çarpanları: “Kazanç oranları, göreceli değerlemede en sık kullanılan oranlardır” (Ercan ve diğerleri, 2006: 48). “Bir varlığın değerinin, o varlıktan kaynaklanan gelirin çarpanıyla ölçülmesi bu yöntemin mantığını oluşturmaktadır. Eğer söz konusu olan bir şirketin değerlemesiye, bu durumda bir birim hissenin getirisine karşılık ne kadar bedel ödendiğine bakılır” (Damadoran, 2002: 454). Düşük çarpanlı şirketlerin, alıcı açısından uygun fiyatta olduğu düşünülür.

En çok kullanılan kazanç çarpanları, F/K (Fiyat / Kazanç) oranı ve EBITDA⁴¹ çarpanlarıdır. F/K çarpanı, birim hisse fiyatının hisse başına kazançla bölünmesiyle bulunur.

$$F/K = \text{Hisse Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

Hisse başına kazancın hesabı, normal koşullarda şirketin net gelirinin dolaşımdaki hisse sayısına bölünmesiyle bulunur. Ancak, büyüme potansiyeli yüksek şirketlerde ileriye yönelik hisse başına kazanç değerleri hesaplanabilir.

Özellikle yatırım bankacıları tarafından kullanılan F/K oranının bir çeşidi de PEG (Price Earnings Growth) oranıdır. PEG oranı, F/K oranının şirketin beklenen büyüme oranına bölünmesiyle hesaplanır.

$$PEG = F/K / (\text{Beklenen Büyüme Oranı} \times 100)$$

⁴¹ Bazı yazarlar tarafından EBITDA için, “Borç Ödemeli Faaliyet Nakit Akımı” deyimi kullanılmaktadır.

PEG oranı nispeten düşük şirketlerin değerinin düşük kaldığı varsayılır. EBITDA olarak bilinen değer, FVÖK’a o döneme ait amortisman ve yıpranma payının eklenmesiyle bulunur. EBITDA şirketin finansman, vergi ve amortisman harcamaları öncesi kârını gösterir.⁴² Değerlemeye ilişkin çarpan, Şirket Değeri / EBITDA şeklinde hesaplanır. Özellikle analistler tarafından en çok kullanılan çarpanlardan bir tanesidir

Ancak EBITDA’nın kullanımı, bazı araştırmacılar tarafından eleştirilmektedir. Bu çerçevede, bir şirketin finansman ve vergi giderlerinin en temel ve faaliyete yönelik kalemlerden olduğu ve dolayısıyla bu kalemler hariç tutularak yapılan değerlendirmelerin sağlıklı olmayacağı ifade edilmektedir.

Defter Değeri Çarpanı: Defter değeri çarpanı, Piyasa Değeri / Defter Değeri formülüyle hesaplanır. Defter değerinin hesaplanmasında muhasebe kayıtlarından yararlanılmaktadır. Defter değeri şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktif Değeri} - \text{Borçların Defter Değeri}$$

Bir şirketin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark, muhasebe sisteminin özelliklerinden kaynaklanabileceği gibi şirketin performansı ve beklentilerden de kaynaklanabilir. Muhasebe sistemlerinin farklılığı ve aynı sistem içerisinde dahi farklı

⁴² İngilizce’de “depreciation” olarak geçen kavramın Türkçe’deki karşılığı “amortisman”, “amortization” kavramının karşılığı ise “tükenme ya da itfa payı” olmaktadır.

uygulamalara olanak tanınması, şirketler için Piyasa Değeri / Defter Değeri oranının karşılaştırılabilir olmasının önündeki en büyük engellerdendir. “Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı ya da bu oranın tersi alınarak elde edilen Defter Değeri / Piyasa Değeri, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde genelde piyasada alınıp satılmayan hisse senedinin olması gereken fiyatını tahmin ederken kullanılmaktadır” (Karaşin, 1986: 36).

Faaliyetlerin, nispeten düşük yatırılmış sermaye (invested capital)⁴³ ile sürdürüldüğü sektör ve şirketlerde, defter değeri oldukça düşük seviyelerde kalabilmektedir.⁴⁴ Diğer taraftan, uzun süre zarar eden bazı şirketlerin defter değeri negatife düşebilmektedir. Bu gibi durumlarda, Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanı anlamlı sonuçlar vermemektedir (Damadoran, 2001).

Gelir Çarpanları: Gelir kalemleri, kâr ve defter değeri kalemlerine göre muhasebe uygulamalarının farklılıklarından daha az etkilendiğinden; gelir çarpanları, şirket değerlemesinde daha karşılaştırılabilir sonuçlar verir. Gelir çarpanı,

Şirket Değeri / Satışlar

şeklinde hesaplanır. Şirket değeri yerine özkaynak değerlemesi söz konusu olduğunda ise çarpan,

Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Başına Satış Değeri

⁴³ “Yatırılmış sermaye, net borçların özkaynak değeriyle toplanması ile hesaplanabilir” (Doğanay, Öztunalı ve Yücelen, 2006: 11).

⁴⁴ Bazı sektörlerde nispeten düşük yatırımla yüksek hacimli faaliyetler sürdürülebilmektedir.

olur. Gelir çarpanları, özellikle kazançları negatif olan şirketlerin değerlemesinde kullanılır. Örneğin internet şirketleri olarak bilinen, herhangi bir üretim yapmadan internet üzerinden çeşitli servis hizmetleri sunan şirketlerin kârları negatif olmasına rağmen, değerleri yüz milyonlarca dolara ulaşabilmektedir.

Sektörel Çarpanlar: Son dönemde değerlemede sıkça başvurulanan yöntemlerden birisi olan sektörel çarpanlar, sektöre özel bir faaliyet birimine dayalı değer hesaplanmasını ifade eder. Değerlemesi yapılacak şirketin faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin belirlenen bir gösterge (birim üretim miktarı, internet sitesine ait ziyaretçi sayısı, vb.), pazarda bu birime ait kabul edilen değerle çarpılarak şirket değeri hesaplanmaktadır.

Örneğin, çimento sektöründe klinker üretim miktarı (ton), internet şirketlerinde site ziyaretçi sayısı, petrol şirketlerinde varil, GSM operatörlerinde ise abone sayısı gibi sektöre özel çarpanlar kullanılmaktadır.

Bu yöntem özellikle negatif kâra sahip veya mali tablolarına ulaşamayan ya da mali tabloları sağlıklı olmayan şirketlerin değerlemesinde kullanılır. Ancak sektörel çarpanlar, doğrudan temel verilerle ilişkilendirilememekte ve bu nedenle firmaya özel unsurların hesaba katılmasını engelleyebilmektedir.

3.2.1.5.2. Referans Şirketlerin Belirlenmesi

Referans alınacak şirketlerin belirlenmesi zor bir süreçtir. Referans grubu, faaliyetleri ve finansal özellikleri bakımından değerlemesi yapılacak şirkete benzer şirketlerden oluşturulmalıdır. Bu itibarla, aynı sektördeki şirketlere öncelik verilmelidir. Ancak sektör ne kadar sınırlı çeşitliliğe sahip olursa olsun, birebir benzer şirket bulmak zor olabilmektedir. Bunun nedeni, aynı sektörde faaliyet gösterebilirler bile, şirketlerin farklı büyüme, odaklanma ve üretim stratejilerine sahip olması, kârlılık ve diğer finansal göstergelerinin benzer yapıda bulunmamasıdır (Palepu, Healy ve Bernard, 2000: 7-11).

“Referans şirketlerin seçilmesinde aşağıdaki hususlara dikkat edilmelidir:

- Çeşitli kaynaklarından toplanan bilgiler çerçevesinde, değerlemesi yapılacak şirketle aynı ya da benzer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin listelenmesi,
- Listeye alınan şirketlerin detaylı bir biçimde incelenerek, farklı finansal yapıda ve faaliyet döngüsünde olanların listeden çıkarılması,
- Kalan şirketlerin kapsamlı bir biçimde finansal verilerinin toplanması ve raporlanması,
- Karşılaştırılabilir şirketlerin verileriyle, değerlemesi yapılacak şirketin verilerinin eksiksiz hale getirilmesi” (Hitchner, 2003: 214).

Bazı araştırmacılara göre karşılaştırma yapılacak şirketlerin aynı sektörden olmasına dahi gerek yoktur. “Büyüme ve finansman yapısının benzemesi durumunda, başka

sektörlerdeki şirketler de karşılaştırma grubuna dahil edilebilir. Bu kapsamda, nakit akışları, büyüme ve risk profillerinin benzer olması durumunda, bir telekomünikasyon şirketiyle bir bilgisayar şirketi karşılaştırılabilir” (Damadoran, 2006: 65). “Referans alınacak şirketlerin tespitinde, büyüme oranları, kâr marjları, gelirlerin niteliği, nakit akışlarının seviyesi ve kalitesi de önemlidir” (Coyle, 2000: 47).

Boatman ve Baskin (1981) tarafından yapılan çalışmada, benzer büyüme özelliklerine sahip şirketlerin, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlere göre F/K (Fiyat/Kazanç) oranına dayalı değerlemede daha doğru sonuçlar verdiği ortaya konulmuştur. Diğer taraftan Alford (1992), aynı endüstrideki şirketlerin, risk ve büyüme gibi temel göstergelere göre yapılan sınıflandırmayla listelenen şirketlere göre daha sağlıklı göreceli değerlendirme sonuçları verdiğini göstermiştir. Bhojraj ve Lee (2002) ise sektör ve aktif kârlılığı gibi temel bazı göstergelerin birlikte değerlendirilmesiyle tespit edilen çarpanların, sadece sektöre dayalı çarpan tespitinden daha olumlu sonuçlar verdiğini ortaya koymuştur.

Sonuç olarak söylemek gerekirse; karşılaştırılabilir şirketler belirlenirken, şirketlerin faaliyet konusu, büyüme oranı, satışlarının ve nakit akışlarının özellikleri, kâr marjlarının benzerliği gibi unsurlar dikkate alınmalıdır. Ayrıca mümkün olan en çok sayıda şirketin çarpanlarının ortalamasının alınması sapmaların azaltılmasını sağlayacaktır.

3.2.1.6. Diğer Değerleme Yöntemleri

Şirket değerlemesinde kullanılan değerleme yöntemleri, yukarıda değinilenlerle sınırlı değildir. Bunların dışında düzeltilmiş defter değeri (Adjusted Book Value), hisse senetlerini ve borçları değerlendirme yöntemi (Stock and Debt Approach), ekonomik katma değer (Economic Value Added), parçaların toplamı (Sum of the Parts), opsiyon fiyatlama yöntemiyle değerlendirme gibi yaklaşımlar da bulunmaktadır.

3.2. Hissedar Değeri ve Değere Dayalı Yönetim

Hissedar değerinin, ortakların şirket üzerindeki haklarının toplamı şeklinde tanımlanması mümkündür. Bir başka deyişle, şirketin varlıklarından toplam borçları çıkarıldıktan sonra kalan kısım hissedar değerini ifade eder. Hissedar değeri muhasebe dilinde özkaynak olarak adlandırılır.

$$\text{Hissedar Değeri} = \text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar}$$

“Hissedar değeri yaklaşımında (shareholder value approach) bir yatırımın ekonomik değeri, yatırımdan beklenen nakit akışlarının sermaye maliyetiyle indirgenmesiyle belirlenmektedir. Bir işletmenin ya da ekonomik birimin değeri, borçlar ve sermayenin toplamından oluşur. Bu toplamın sermayeye ait kısmı ise hissedar değeri olarak adlandırılır” (Rappaport, 1998: 32).

Hissedar değeri dar anlamda özkaynak değerini ifade eder. Geniş anlamdaki ifadesi ise, özkaynak değerinin korunması ve artırılmasına yönelik tüm uygulamaları içerir. Bu anlamda hissedar değeri kavramı, şirket sahip ve yöneticilerinin keskin biçimde ayrıldığı modern şirketlerle gündeme gelmiştir. Şirket ortaklarının ve yöneticilerinin ayrışması ile ortaya çıkan temsil sorunu, hissedar değeri arayışının da temel çıkış noktalarından birisini oluşturur.

Ekonomik anlamda “değer” kavramının kökleri, 19. yüzyılda “artık gelir” (residual income) kavramının ortaya çıkmasına kadar uzanmaktadır. Hissedar değeri kavramının finansal anlamda ifadesi ise, Miller ve Modigliani’nin teoremlerine dayanır.

“Hissedar değeri yaklaşımının bugünkü anlamda gündeme gelmesi Alfred Rappaport’un 1986 yılında “Hissedar Değeri Oluşturmak” (Creating Shareholder Value) adlı kitabının yayınlanmasıyla söz konusu olmuştur” (Black ve diğerleri, 1998: 22).

Hissedar değeri kavramının önem kazanması, ABD’de hisse senedine yatırım yapan bireysel yatırımcıların sayısının artış sürecine paralel bir seyir izlemiştir. 2002 yılında yapılan bir çalışmaya göre (Investment Company Institute ve the Securities Industry Association Raporu, 2002: 1), ABD’de 52,7 milyon hanede hisse senetlerine yatırım yapılmaktadır. Bu sayı yaklaşık 84,3 milyon bireye karşılık gelir. Bir başka deyişle, her iki Amerikalı’dan birisi hisse senedi yatırımcısıdır.

Hisse senedi yatırımın büyük ölçüde yaygınlaşması ve 2000’li yılların başında yaşanan şirket skandalları (Enron, World Com, vs.), gerek yatırımcıların gerek şirketlerin gerekse düzenleyici otoritelerin hissedar hakları ve buna bağlı olarak hissedar değeri esaslı yaklaşımı, iş dünyasının önceliklerinin ilk sıralarına çıkartmıştır.

Bu çerçevede son yıllarda şirketlerin birincil amacının, “hissedarlarının değerinin maksimize edilmesi” şeklinde olduğu söylenebilir. Oysa 80’li yılların başlarında iş dünyasındaki baskın görüş; *“Hissedarların azami getiri beklentilerini diğer önceliklerle dengelemek şirket yönetiminin karşı karşıya bulunduğu en temel sorunlardan biridir. Hissedar iyi getiri elde etmelidir, ama öteki unsurların (müşteriler, işgörenler, beldeler, tedarikçiler ve genel olarak toplum) meşru kaygıları da gerektiği gibi dikkate alınmalıdır.”* cümleleriyle özetlenmekteydi (Simons ve Mintzberg, Yalın Enstitü Derneği).⁴⁵

Hissedar değeri yaratılması, sermayenin getirisinin maliyetinden yüksek olması ya da ekonomik kâr⁴⁶ (economic profit) elde edilmesi durumunda söz konusu olur. Faaliyet bazında değer yaratılması ise, bir ürün ya da hizmetin, sermaye maliyetinin de hesaba katıldığı tüm maliyetlerden yüksek bir fiyattan satılmasıyla mümkündür.

⁴⁵ http://www.yalinenstitu.org.tr/makale_detay.asp?id=14 (1 Ağustos 2007)

⁴⁶ Ekonomik kârın hesaplanmasında borç maliyetinin yanında özkaynak maliyeti de dikkate alınır. Bu suretle hesaplanan kâr, sermayenin alternatif maliyetini içermiş olur. Ekonomik kârın sıfır olması, esasında üstlenilen riske göre gereken getirinin tam olarak elde edildiği anlamını taşır. Ekonomik kârın sıfırdan büyük olması durumunda ise artı değer yaratılmış olur.

Hissedar değeri kavramının yaygınlaşması, “Değere Dayalı Yönetim” (Value Based Management) modelinin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Değere dayalı yönetim ya da “Hissedar Değeri İçin Yönetim” (Managing for Shareholder Value) modelleri ilk defa 90’lı yıllarda Copeland ve McTaggart gibi yazarlarca kullanılan kavramlardır.⁴⁷ Değere dayalı yönetim, “şirket yönetiminde, değer yaratımı ve hissedar değerinin maksimize edilmesi amacına yönelik sistematik yaklaşım” şeklinde tanımlanabilir (McTaggart, Kontes ve Mankins, 1994). Değere dayalı yönetimin bir başka tanımı ise, “işletmelerde pay sahipleri ve yatırımcıları en önemli unsur olarak değerlendiren yönetim biçimi” şeklindedir (Chief Executive Officer, Glossary of Terms / Value Based Management).⁴⁸

80’li yıllarda değere dayalı yönetim modelini uygulamaya alan ve bunu açıkça kamuoyuna duyuran ilk şirketler Boots, Lloyds TSB ve Caddbury Schweppes’tir.⁴⁹ Sonraki dönemlerde, değere dayalı yönetim modelini uygulayan şirketlerin çok başarılı sonuçlar alması modelin iş dünyasında popülerliğini arttırmıştır. Ancak şirketler için, özellikle resesyon dönemlerinde hissedar değeri yaratılması oldukça zordur. Buna rağmen, 2002 yılında PA Consulting tarafından yapılan bir araştırmada, “düşen piyasalarda” (bear markets) sadece, değere dayalı yönetimi ana felsefesi haline getirmiş şirketlerin değer yaratmayı başarabildiği ortaya konulmuştur (The Chartered Institute of Management Accountants, Technical Report on Maximizing Shareholder Value: 4).

⁴⁷ Değere dayalı yönetim, hissedar değeri için yönetim gibi yaklaşımlar, bu çalışmada incelenen hissedar değeri yaratılması kavramıyla aynı anlamdadır.

⁴⁸ <http://www.the-chiefexecutive.com/glossary/value-based-management.html> (12 Temmuz 2007)

⁴⁹ www.valuebasedmanagement.net (12 Temmuz 2007)

Hissedar değerinin ve değere dayalı yönetimin öneminin anlaşılmasına ve pek çok şirkette uygulamaya konulmasına rağmen, yöneticilerin başka önceliklerle hareket ettiği durumlar hiç de azımsanmayacak ölçüdedir. Graham ve Harvey (2001) tarafından 2000’de yapılan bir çalışmada, ankete katılan şirket yöneticilerinin % 78’i, Wall Street’in beklentilerini karşılamak ya da aşmak için, hissedar değeri pahasına kâr rakamlarıyla oynadıklarını itiraf etmiştir. Katılımcıların % 55’i ise çok yüksek net bugünkü değeri olan projelere dahi, üç aylık beklentilerden sapmamak için girişmediklerini ifade etmiştir.

Muhasebe sistemlerinin hissedar değerini ölçmediği gibi, yatırımcıları yanıltıcı sonuçlara yönelttiği hipotezi, Stewart (1999) tarafından incelenmiştir. Stewart’a göre, hisse başına kâr değeri gibi muhasebe kârları, işletmenin gerçek performansını ve durumunu göstermemektedir.

Özet olarak belirtmek gerekirse, hissedar değeri yaratılması, teknik anlamda net bugünkü değeri pozitif olan veya getiri oranı sermaye maliyetinden yüksek olan projelere girilmesiyle mümkün olur. Bu tür projeler net hissedar değeri yaratan ve şirketin değerini artıran işlemlerdir.

3.3. Türkiye’de Hissedar Değeri

Hissedar değeri yaklaşımı (ya da değere dayalı yönetim) Türkiye’de henüz kayda değer biçimde kabul edilip uygulanan bir kavram değildir. Bu durumun büyük oranda,

Türkiye’deki şirketlerin (en büyüklerinin dahi) tam anlamıyla aile şirketi yapısından kurtulamamış olması ve sermaye piyasalarının yeteri kadar gelişmemiş olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Bununla birlikte, özellikle İMKB - 30 endeksine dahil bazı şirketlerin “Kurumsal Yönetim İlkeleri” çerçevesinde hissedar değeri kavramına değindikleri görülmektedir. Bu itibarla Türkiye’de hissedar değeri kavramının, kurumsal yönetim kavramının bir alt açılımı şeklinde değerlendirildiği söylenebilir. Bu kapsamda, Garanti Bankası, Akbank, Sabancı Holding, Koç Holding, Turkcell, Doğan Holding gibi şirketler, hissedar değeri konusunda aşama kaydetmiş şirketlerdendir. Örneğin Turkcell tarafından yayınlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri” metninde, “şirketin pay sahiplerine uzun dönemli iktisadi değer sağlanması”, şirketin esas amaçlarından birisi olarak gösterilmektedir (Turkcell Kurumsal Yönetim İlkeleri).⁵⁰ Benzer biçimde Sabancı Holding’in 2006 Faaliyet Raporu’nun “Yatırımcı İlişkileri ve Kâr Dağıtım Politikası” bölümünde, Holding’in ana hedeflerinden birisi “mevcut hissedarlar için Sabancı Holding’in değerinin artırılması”dır (Sabancı Holding 2006 Faaliyet Raporu).⁵¹

Ülkemizde ilk defa, Borsa Yatırımcıları Derneği (BORYAD) tarafından verilen “Yatırımcı Dostu Şirket” ödülü 2005 yılında Akbank’a verilmiştir. Söz konusu ödül, Türkiye’de azınlık pay sahibi yatırımcıların haklarına yönelik örnek gösterilecek uygulamaların hayata geçirilmesi ve kurumsal yönetim anlayışıyla takdir toplayan

⁵⁰ <http://www.turkcell.com.tr/index/0,1028,92800,00.html> (6 Temmuz 2007)

⁵¹ http://www.sabanci.com.tr/pdf/2006tr/SABANCI_FR2006.pdf (6 Temmuz 2007)

şirketlere verilmektedir. Akbank'ın bu ödüle layık görülmesindeki en önemli nedenlerden birisi de şirketin hissedar değeri yaratma esaslı çalışmasıdır (10.01.2007 tarihli Dünya Gazetesi).

Türkiye'deki şirketler için, hissedar değeri yaklaşımının benimsenmesi sürecindeki en önemli adımlardan birisi de, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2003 yılında "Kurumsal Yönetim İlkeleri"nin çıkarılmasıdır (Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri).⁵²

Her ne kadar, söz konusu kurumsal yönetim ilkelerinde hissedar değerine doğrudan atıf bulunmasa da;

- Pay Sahipleri
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık
- Menfaat Sahipleri
- Yönetim Kurulu

olmak üzere 4 ana bölümde belirlenen ilkelerin uygulanmasıyla, hissedar değerine olumlu katkılar sağlanabilecektir.⁵³

Diğer taraftan, SPK tarafından yapılan Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi'ne göre, İMKB'de işlem gören şirketlerden sadece % 50'si "pay sahipleri ile ilişkiler birimi"ne

⁵² <http://www.spk.gov.tr/ofd/KurumsalYonetim/index.html?tur=ilkeler> (6 Temmuz 2007)

⁵³ SPK tarafından 2003 yılında çıkarılan ve 2005 yılında revize edilen bir kısmı tavsiye niteliğindeki Kurumsal Yönetim İlkeleri, SPK mevzuatına tabi şirketler (daha dar tanımla, pay senetleri menkul kıymetler borsalarına kote olmuş anonim ortaklıklar) için geçerlidir. Diğer taraftan, 2005 yılında tamamlanan Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda, kurumsal yönetim anlayışının tüm anonim ortaklıklar için söz konusu olması öngörülmektedir.

sahiptir. Bu oran, İMKB – 30 Endeksi’ne dahil şirketler söz konusu olduğunda % 81’e yükselmektedir. Hissedar değerinin finansal yansımalarının önemli bir bacağına da kâr dağıtımı oluşturmaktadır. İMKB bünyesindeki şirketlerin % 75’inin kamuya açıklanmış bir kâr dağıtım politikası yoktur. İMKB’de kâr dağıtım politikasına sahip toplam 16 şirket bulunmaktadır. Bunların 16’sı İMKB – 30 içerisindeki şirketlerdendir (SPK Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları, 2004).

3.4. Hissedar Değerinin Ölçülmesi

Hissedar değeri oluşturulmasının finansal anlamda temeli, getiri oranının sermaye maliyetinden büyük olmasıdır. Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, sermaye maliyetinin hesaplanmasında sadece borç maliyetinin değil özkaynak maliyetinin de dikkate alınmasıdır.

Özkaynağın ya da hissedarların sahip olduğu değer sıfır bedelli olduğunun düşünülmesi, muhasebe esaslı hesaplamalarda yapılan en büyük hatadır. Muhasebe esaslı kâr hesaplamalarında, faiz kârdan düşülürken, hissedarların şirkete koydukları ve/veya şirkette bıraktıkları sermayeye herhangi bir değer atfedilmemektedir. Bu yaklaşım, şirketlerin kâr etmelerine rağmen esasında hissedar değerini azaltıcı etkiye yol açılabilmesi sonucunu doğurmaktadır (Stewart, 2003). Hissedar değerinin ölçülmesinde aşağıdaki göstergeler kullanılabilir.

3.4.1. Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)

PD / DD oranı, hissedar değeri yaratılmasına ilişkin olarak en sık başvuru olan göstergelerden birisidir. Hisse senedi fiyatının özkaynak toplamının pay başına değerine bölünmesiyle hesaplanır. PD/DD ne kadar büyükse şirketin hissedarları için o ölçüde değer yarattığı düşünülür. Ancak muhasebe sisteminde, amortismanlar ve tarihi maliyetlerle kayıt yapılması gibi hususlar defter değerinin gerçekleri yansıtmaktan uzaklaşmasına yol açabilir.

3.4.2. Toplam Hissedar Getirisi

Değer yaratımına ilişkin en kapsamlı (ve son dönemlerde en yaygın biçimde kabul gören) göstergelerden birisi toplam hissedar getirisidir (total shareholder return). Toplam hissedar getirisi, belirli bir döneme ilişkin şirket hisse fiyatındaki değişim ve temettü getirisi toplamından oluşur. Toplam hissedar getirisi, hissedarların beklenen getiri oranıyla karşılaştırılır. Beklenen getirinin altında kalınması değer tahribatı anlamına gelir, tersi, durumda ise hissedarlar için değer yaratılır. Toplam hissedar getirisinin zayıf yönü, riski ölçmemesi ve tek başına servet yaratımına ilişkin bir gösterge olmamasıdır. Benzer şirketlere ilişkin toplam hissedar getirilerinin karşılaştırılması anlamlı sonuçlar verir.

“Toplam hissedar getirisini etkileyen üç temel unsur bulunmaktadır. Bunlar; temel değerdeki değişimler, yatırımcı beklentileri tarafından etkilenen kısa vadeli değerlemedeki değişimler, yatırımcılara ilişkin serbest nakit akışlarının dağılımındaki

değişimlerdir. Temel değer, işletmeye yönelik gelecekteki nakit akışlarının (aktif verimliliği, büyüme ve sermaye maliyeti gibi unsurlara dayalı) iskonto edilmiş değerini ifade eder. Yatırımcıların kısa vadedeki beklentileri, toplam hissedar getirisini etkileyen bir başka unsurdur. Yatırımcı beklentileri, hisse senedi fiyatıyla temel değerlemeye dayalı hesaplanan fiyat arasındaki farkla ölçülür. Bu fark, beklenti primi (expectation premium) olarak adlandırılır. Bir şirkete ait toplam hissedar getirisi, hissedarlara daha fazla nakit dağıtılması durumunda da artar. Örneğin temettü, toplam hissedar getirisini doğrudan etkiler. Temettü verimi, hisse geri alımları ve borç ödemeleri ise, değerlendirme çarpanları yoluyla toplam hissedar getirisi üzerinde dolaylı etkiye sahiptir” (Olsen, Stelter ve Plaschke, 2005: 7).

3.4.3. Hissedar Performans Endeksi

Hissedar performans endeksinde (HPE), sadece yaratılan hissedar değeri değil aynı zamanda bu değeri yaratmak için üstlenilen risk de dikkate alınmaktadır. Endeks 5 yıllık bir dönem için hesaplanmaktadır. Hesaplamada aşağıdaki formülden yararlanılabilir.

$$HPE = \text{Sharpe Oranı} \times 100 / \text{Medyan Sharpe Oranı}$$

$$\text{Sharpe Oranı} = \text{Ekstra Getiri Oranı} / \text{Risk}$$

Formüldeki ekstra getiri oranı, temettü oranını da içeren toplam getiriden risksiz getirinin çıkarılmasıyla elde edilir. Risk ise, 60 aylık anormal getiri oranının standart sapmasıdır.

Yukarıda sıralanan ölçüm yöntemlerinde öncelikle hisse senedi fiyatına ihtiyaç bulunmaktadır. Bu itibarla borsalara kote olmayan şirketler için bu ölçütlerin kullanılması mümkün değildir. Diğer yandan şirketlerin faaliyetlerinin sonuçlarının hisse fiyat hareketleri üzerinde doğrudan etkisi bulunmayabilir. Şirket içi faktörlere bağlı olunması durumunda ise, doğrudan şirketin kontrolünde olan hususlar değerlendirilmekte ve bu doğrultuda şirket içi birimlerin performansları dahi hesaplanabilmektedir.

3.4.4. İndirgenmiş Nakit Akışları

İndirgenmiş nakit akışları yaklaşımına göre, bir varlığın değeri, o varlığın gelecekte üreteceği nakit akışlarının uygun bir iskonto oranından bugüne indirgenmesiyle hesaplanır.

3.4.5. Yatırımdan Sağlanan Nakit Getiri Oranı⁵⁴

“Yatırımdan sağlanan nakit getiri oranı, mevcut yatırımların nakde dayalı iç getiri oranıdır. Genellikle sermayenin gerçek maliyetiyle karşılaştırılmasıyla, yatırımın kalitesi hakkında fikir verir. Anılan oranın hesaplanmasında dört girdiye ihtiyaç vardır. Bunlar; mevcut varlıklara ilişkin brüt yatırım⁵⁵, mevcut yıla ilişkin brüt nakit akışı⁵⁶, varlıkların ekonomik ömrü ve hurda değerleridir. Yatırımdan sağlanan nakit getiri oranı, brüt nakit akışları ve hurda değerini brüt yatırıma eşitleyen iç getiri oranı olarak da tanımlanabilir” (Damadoran, 2002: 878).

3.4.6. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Ekonomik kâr olarak da adlandırılan, ekonomik katma değer modeli Stern Stewart danışmanlık şirketi tarafından piyasaya sunulmuştur. Modelin temeli, kullanılan kaynakların tümünün (borç ve özkaynak) maliyetlerinin hesaba katılması suretiyle bir değer ölçümü yapılmasına dayanır.

Ekonomik katma değer modeli, değer yaratım sürecindeki tüm karmaşık karşılıklı değişim süreçlerini dikkate alan bir ölçü yöntemidir. “Getiri oranıyla sermaye maliyeti

⁵⁴ “Cash Flow Return on Investment” (CFROI) kavramına karşılık, “Yatırımdan Sağlanan Nakit Getiri Oranı” kullanılmıştır.

⁵⁵ Brüt yatırım, aktiflerin defter değerine birikmiş amortismanların ve enflasyon düzeltmelerinin eklenmesiyle bulunur.

⁵⁶ Brüt nakit akışı, vergi sonrası faaliyet kârına amortisman gibi nakit çıkışı gerektirmeyen tüm harcamaların eklenmesiyle hesaplanır.

arasındaki farkın söz konusu işe yönelik olarak kullanılan sermayenin defter değeriyle çarpılması suretiyle hesaplanır” (Stewart, 1999: 136).

$$EVA = (r - c) \times Sermaye$$

Formülde r , getiri oranı ve c , AOSM’dir.

“İşletme bünyesinde ekonomik anlamda yaratılan değeri ölçen modelde üç ana stratejinin izlenmesi, yaratılan katma değer artmasını sağlar. Bu stratejiler:

- Daha fazla sermayeye gereksinim duyulmaksızın faaliyet kârının artırılması,
- Getiri oranının maliyetinden yüksek olması koşuluyla, daha fazla sermayenin getirilmesi,
- Maliyetini karşılamayan sermayenin çekilerek hak sahiplerine (borç verenler veya hissedarlar) geri verilmesidir” (Stewart, 1999: 138).

Ekonomik katma değer modelinin türevi sayılabilecek piyasa katma değeri (market value added) modeli, ekonomik katma değer bugünkü değerlerinin toplamıdır. “Piyasa katma değeri, firmanın piyasa değeri ile toplam yatırılan sermaye arasındaki fark olarak da tanımlanabilir” (Ercan ve diğerleri, 2006: 84). Ekonomik katma değer, belirli bir döneme ait yaratılan değeri ölçerken, piyasa katma değeri şirket tarafından ya da projeye yaratılan tüm katma değeri göstermektedir. Dolayısıyla, ekonomik katma değer yükselmesi piyasa katma değerini yükseltmektedir. Farklı sermaye

büyüklikleriyle gerçekleştirilen işlemlerin karşılaştırılabilir olması amacıyla standartlaştırılmış piyasa katma değeri yöntemi kullanılır. Bunun için piyasa katma değeri sermayeye bölünmekte ve birim sermaye ile yaratılan katma değer hesaplanmaktadır. Piyasa katma değerinin hesaplanmasında, şirketin hisse senedi fiyatına gereksinim olduğundan esasında dışsal faktörlere bağlı bir ölçüttür.

3.4.7. Özkaynak Kârlılığı

Özkaynak kârlılığı, hissedar değerinin ölçülmesinde kullanılan en klasik yöntemlerden birisidir. Net kârın toplam özkaynaklara oranlanmasıyla hesaplanır. Net satışlardan net kâra kadar geçen hesap silsilesinde çok çeşitli muhasebe uygulamaları, bu süreçteki her girişi aynı iki şirket için farklı sonuçlar ortaya çıkarabileceğinden, özkaynak kârlılığının çok sağlıklı ve karşılaştırılabilir bir gösterge olduğu söylenemez. Ancak hesaplanmasının kolay olması nedeniyle yaygın biçimde kullanılan bir göstergedir.

3.5. Şirket Birleşmeleri Yoluyla Değer Yaratımı

Hissedar değerinin maksimize edilmesi şirket yöneticilerinin birincil amacı olmalıdır.⁵⁷

Strateji, şirket başarısının temelinde yatan olgudur. Değer yaratma amaçlı yönetim,

⁵⁷ Şirketlerin esas amacının ne olması gerektiğine yönelik bir diğer görüş; “şirketler, hissedarlarıyla birlikte müşterileri, çalışanları, içinde bulunulan sosyal çevre gibi tüm paydaşlarının çıkarlarını gözetmelidir” şeklindedir. Esasında, etkin biçimde düzenlenmiş piyasalarda (effectively regulated markets), şirketlerin daha fazla hissedar değeri yaratması tüm paydaşlarına fayda sağlamaktadır. McKinsey danışmanlık firmasının Şirket Performans Merkezi (Corporate-Performance Center) tarafından gerçekleştirilen 15 yıllık dönemi kapsayan çalışmada, en çok hissedar değeri yaratan şirketlerin en çok iş olanağı yaratan ve AR-GE’ye en çok yatırım yapan şirketler olduğu ortaya konulmuştur (Dobbs, 2006). http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M_A/Creating_value_from_mergers_1863 (16

strateji ile başlamakta ve finansal sonuçlarla nihayetlenmektedir (Knight, 1998). Değer artırıcı işlemlerin ne olduğunun anlaşılması için değer artırıcı olguların açıkça ortaya konulması gerekir.

Bu kapsamda şirket içerisinde tüm faaliyetlerin hissedar değerine etkisi hesaplanmalıdır. Özellikle büyük projelere girilmeden (Şirket satın almaları da birer yatırım projesidir.) önce projenin fizibilitesi çok iyi yapılmalı, net bugünkü değeri negatif olan işlere girilmemelidir. Diğer taraftan, doğrudan şirket değerini artırmaya yönelik faaliyetler de söz konusu olabilir. Bu faaliyetlere, sürekli biçimde değer tahribatına yol açan aktivitelere son verilmesi ya da kendi sektöründe cazip yatırım olanakları kalmayan şirketlerin çeşitlendirmeye gitmesi örnek gösterilebilir.

Değer yaratımına yönelik somut anlamda atılabilecek bazı adımlar mevcuttur. Bu uygulamalar şirketin küçülmesini ve hatta bu anlamda katma değer yaratamayan iş kollarının ayrılarak satılması sonucunu bile getirebilir. Genel olarak değer yaratımına yönelik aktiviteler yeniden yapılandırma (corporate restructurings) kavramı altında incelenmektedir. “Yeniden yapılandırma faaliyetlerini, nakit üreten ve nakit kullanan olmak üzere iki ana bölümde değerlendirmektedir. Nakit üreten işlemlere, varlık satışları, şirket satışları, borç alımı, maliyetlerin önemli ölçüde azaltılması örnek

gösterilebilir. Şirket alımları, borç geri ödemesi, temettü ödemeleri, hisse geri alımları gibi işlemler ise nakit kullanımını gerektiren faaliyetlerdir⁵⁸” (Rock ve Rock, 1990: 57).

Bir birleşme işleminin değer yaratması ancak, bir araya gelen şirketlerin değerinin, şirketlerin değerlerinin ayrı ayrı toplamından büyük olması durumunda söz konusu olur.

$$V_{AB} > V_A + V_B$$

Esasında satın alan ve hedef şirket hissedarları için değer yaratılması (veya değer tahribatı), şirket birleşmelerinin yol açtığı etkilerin sadece bir bölümüdür. Birleşmelerin tüketiciler, çalışanlar, tedarikçiler gibi diğer paydaşlar üzerinde önemli etkileri vardır. Birleşmeler yoluyla sağlanan değer yaratımı olgusu, hedef şirket (ya da satın alınan şirket) ve satın alan şirket hissedarları açısından ele alınabilir. Diğer taraftan konu zaman boyutuyla; kısa vade ve uzun vade olarak incelenebilir. Şirket birleşmeleri yoluyla değer yaratılması, işlemin niteliğinden ödeme şekline, ödenen prim miktarından tarafların faaliyet gösterdiği ülkelere kadar farklı değişkenlere bağlıdır.

⁵⁸ Şirket ölçeğinin küçültülmesi şeklindeki yeniden yapılandırmalarda divestitures, spin-offs, split-offs, equity carve-outs ve split-ups kavramlarından söz edilebilir. Bu kavramlara ilişkin açıklamalar şu şekildedir:

“Divestiture: İşletmenin bazı bölümlerinin veya bağlı kuruluşlarının üçüncü kişilere, bir diğer işletmeye veya işletmenin yöneticilerine satılmasıdır.

Spin-off: İşletme bünyesinde yer alan bir birimin veya bir iştirakin hisselerinin tamamının veya bir kısmının şirket ortaklarına payları ile orantılı olarak dağıtılması.

Split-off: Ana şirketin pay sahiplerine, karşılığında ana şirketin hisselerinin alınması şartıyla şubenin, bölümün veya iştirakin hisselerinin verilmesidir.

Equity carve-outs: Şirketin sahibi olduğu bir iştirakteki hisselerinin % 20’sinden daha az tutarındaki payını halka arz etmesi, geri kalan paylarını ise daha ileriki bir tarihte mevcut ortaklarına kâr payı olarak dağıtmasıdır.

Split-up: Ana şirket tarafından iki veya daha fazla iştirakin hisselerinin ana şirketin tüm hisseleri ile değiştirilmek üzere dağıtılması ve şirketin tasfiye edilmesidir” (Çitçi, 2004: 25-27).

Birleşmeler yoluyla hissedar değeri yaratılmasının temelinde, işlem neticesinde sağlanması beklenen bir takım ekonomik ve finansal faydalar bulunur. Bu faydaların bazıları, maliyetlerin düşürülmesi (ölçek ve kapsam ekonomisi), borçlanma maliyetlerinin azaltılması, gelirlerin artırılması şeklinde sıralanabilir. Birleşmenin türüne göre sağlanacak faydalar değişebilir. Chatterjee (1986) tarafından, birleşme türleri ile elde edilmesi beklenen faydanın niteliği arasındaki ilişki şöyle özetlenmektedir.

Yatay Birleşmeler → İşbirliği Sinerjileri⁵⁹

Dikey veya İlgili Birleşmeler⁶⁰ → Faaliyet Sinerjileri

Aykırı Birleşmeler → Finansal Sinerjiler

Ancak bir şirket birleşmesi ile birden fazla fayda sağlanması mümkündür. Örneğin bir çeşit ilgili birleşme olan, yatay birleşmeyle sadece faaliyet sinerjisi olarak nitelendirilen ölçek ekonomisi değil, aynı zamanda finansal sinerji de (örneğin borçlanma kapasitesinin artırılıp maliyetlerinin düşürülmesi) sağlanabilir.⁶¹

Şirket birleşmeleriyle ekonomik ve finansal anlamda sağlanması beklenen (ya da sağlanan) faydaların finansal göstergelere yansımaları, birleşmelerle yaratılan veya tahrip edilen hissedar değerinin ölçülmesine olanak tanır. Araştırmacılar tarafından birleşmeler yoluyla yaratılan değer ölçülmesine ilişkin; olay çalışmaları, muhasebe verilerine

⁵⁹ Collusive synergies.

⁶⁰ Related mergers.

⁶¹ Yatay ve dikey birleşmeler “ilgili birleşmeler” (related mergers), karma birleşmeler ise “ilgisiz birleşmeler” (unrelated mergers) olarak adlandırılır.

dayalı çalışmalar, yönetici anketleri ve laboratuvar çalışmaları olmak üzere dört yöntem kullanılmaktadır (Bruner, 2002).

3.5.1. Olay Çalışmaları

Olay çalışmalarında (event studies), bir olay ya da olaylar serisinin, varlıkların değerine etkisi incelenir. Hisse bölünmeleri, kâr açıklamaları, birleşme ve satın alma duyuruları, kamu düzenlemelerine ilişkin değişiklikler, olay çalışmalarında incelenebilecek durumlara örnek olarak gösterilebilir (Campell ve Mackinlay, 1997).

Olay çalışması yöntemi ilk defa Fama ve diğerleri (1969) tarafından yapılan bir çalışmada kullanılmıştır. Sonraki dönemlerde hisse senedi fiyatlarındaki anormal getiriyi test etmek için yapılan çalışmalarda yaygın biçimde kullanılmıştır. Yöntem, “Fama Yöntemi” (Fama Approach) olarak da bilinir.

Birleşme işlemleri özelinde ise, işlemin kamuya açıklandığı tarihin öncesi ve sonrasına ilişkin belli dönemler esas alınarak, işleme taraf şirket hisselerinin anormal getiri sağlayıp sağlamadığı test edilir.⁶² Anormal getiri, elde edilen getiriden yatırımcılar tarafından beklenen getirinin çıkarılmasıyla bulunur. Beklenen getiri, Sermaye

⁶² Esas itibarıyla şirket birleşmelerinden beklenen kazançlar ekonomik kazançlardır. Bu kazançlara örnek olarak, maliyetlerin azaltılması, daha etkin bir yönetimin iş başına gelmesi, gelir artışı sağlanması, sermaye maliyetinin azaltılması, borçlanma kapasitesinin artırılması örnek gösterilebilir. Birleşme işlemine ilişkin bu tür ekonomik esaslı beklentilerin fiyatlara yansdığı varsayılır.

Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM)⁶³ yöntemiyle hesaplanabilir veya sadece ilgili hisselerin işlem gördüğü menkul kıymet borsalarının endeks getirileri (İMKB 100, S&P 500 gibi) değerlendirilir. Bu tür çalışmalar gelecek odaklıdır (forward looking). Hisse fiyatlarının, şirketlerin ortakları için gelecekte yaratacakları nakit akışlarıyla ortaya çıkan değeri yansıttığı varsayımına dayanır. Olay çalışmaları yoluyla yaratılan değer ölçülmesi, bu alanda 1970'lerden beri kullanılan en yaygın yöntemdir (Bruner, 2002).

Olay çalışmaları kısa ve uzun dönemde olmak üzere iki türde gerçekleştirilir. Kısa vadeli olay çalışmalarında genellikle, birleşme işleminin kamuya açıklandığı günden 3 veya 5 gün önce ve sonrası döneme ait (Antoniou, Arbour ve Zhao, 2006) fiyat hareketleri incelenir. Uzun dönemli olay çalışmaları ise, olay tarihinden 30 gün önce ve sonrasında başlayıp 5 yıllık döneme kadar gidebilir.

Her ne kadar yaygın biçimde kullanılsa da, olay çalışmaları çeşitli yönleriyle eleştirilere konu olmaktadır. Bu eleştirilerin başında; birleşme duyurusuyla ortaya çıkan hisse fiyatlarındaki hareketlerin, işlemle söz konusu olabilecek ekonomik kazanımlar hakkında açıklayıcı bilgiler vermediği şeklindedir. Bu konuda Bruner (1988), birleşme

⁶³ Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ("Capital Asset Pricing Model" ya da "CAPM"), finansal yatırımların riski ve getirisi arasındaki ilişkiyi ve buna bağlı olarak hisse senetlerinin nasıl fiyatlandırılması gerektiğini gösterir. Modelde risk, sistematik ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki bölümde incelenir. "Sistematik risk,, firmanın denetimi dışında olan güçlerden etkilenen ve bu nedenle yalnızca o şirketin hisse senedine özgü olmayan kaçınılmaz bir risk türüdür. Satın alma gücü, faiz oranı ve piyasa riski bu gruba girer. Sistematik olmayan risk, çeşitlendirmeye denetlenebilen herhangi bir menkul değer risk bölümüdür. Bu tür risk, belirli bir hisse senedine özgüdür. İşletme, likidite ve ödememe riski bu sınıfa girer" (Tevfik, 2005: 75). Uygun bir portföy dağılımıyla sistematik olmayan risk elimine edilebilir.

işlemleriyle yaratılacak değerin sadece, bir araya getirilen varlıkların ayrı ayrı olmaları durumundan daha etkin kullanılmasıyla söz konusu olacağını belirtmektedir. Bu itibarla özellikle kısa vadeli fiyat hareketlerinin birleşmeye ilişkin sağlıklı sonuçlar vermeyeceği vurgulanmaktadır. Fiyat hareketlerinin, ekonomik kazanımlara ilişkin beklentileri yansıtma derecesi ise piyasaların etkinliğiyle ilgilidir. Dolayısıyla olay çalışmaları, “etkin piyasaların”⁶⁴ varlığı varsayımına dayanmaktadır. Ancak çeşitli nedenlerle, yatırımcıların birleşme duyurularına sistematik biçimde aşırı tepki vermesi ve bu nedenle hisse fiyatlarının olması gereken seviyelerden geçici süreyle de olsa uzaklaşması mümkündür. Diğer taraftan etkin piyasalar varsayımı kabul edilse bile, özellikle kısa vadeli fiyat hareketlerinin yine de bazı sorunları bulunmaktadır. Bunların başında, hedef firmalar için yüksek satın alma primi (acquisition premium) ödemeleri gelir. Özellikle yöneticilerin rasyonel olmayan davranışlarına bağlı olarak gerçekleştirilen ve çok sayıda alıcı adayının bulunduğu birleşmelerde, piyasa değerinin oldukça üstünde gerçekleşen hedef şirket satın alma bedelleri, hedef şirket hissedarları için değer yaratımını garantilemektedir. Bir sonraki bölümde de görüleceği üzere, yapılan ampirik çalışmaların büyük kısmı, şirket birleşmelerinin hedef şirketlerin hissedarları için değer yarattığı sonucunu ortaya koymaktadır. Bu durum satın alan şirket hissedarlarına negatif şekilde yansısı bile, birleşmenin toplamda değer yaratması söz konusu olabilmektedir. Olay çalışmalarının bu özellikleri, istatistikte 2. Tip Hata

⁶⁴ “Piyasa etkinliği üç seviyede tanımlanır. Zayıf tipte etkinlik, piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatların tarihçesinde kapsanan tüm bilgileri yansıtması durumunu; yarı güçlü tipte etkinlik, piyasa fiyatlarının kamuya açıklanmış tüm bilgiyi yansıtması durumunu; güçlü tipte etkinlik ise fiyatların, ilke olarak gerçek değeri belirlemede kullanılabilecek tüm bilgiyi hızla yansıtması durumunu ifade eder” (Brealey, Myers ve Marcus, 2001: 325).

denilen hataya yol açabilmektedir⁶⁵ (Antoniou, Arbour ve Zhao, 2006). “Ancak yine de, kısa dönemli analizleri içeren olay çalışması, birleşme ve satın almalar yoluyla yaratılan gelir etkisinin (işlemin tarafların hisse senedi fiyatına etkisi) istatistiksel olarak en güvenilir şekilde ölçüldüğü yöntemdir” (Andrade, Mitchell ve Stafford, 2001: 109).

3.5.2. Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar

Birleşme işlemlerinde performans ölçümünde kullanılan bir diğer yöntem, muhasebe verilerine dayalı yapılan (accounting studies) değerlendirmelerdir. Birleşme öncesi ve sonrası ciro, net kâr, aktif kârlılığı gibi göstergeler incelenerek işlemler hakkında değerlendirme yapılır. Bu değerlendirmeler de genellikle, incelenen şirketlerin verileri birleşme işlemi gerçekleştirmeyen şirket ya da şirket gruplarının verileriyle karşılaştırılarak yapılır.

3.5.3. Yönetici Anketleri

Şirket birleşmelerinin başarısını değerlendirmeye yönelik bir başka yöntem, işleme taraf şirketlerin yöneticileriyle yapılan anketlerdir. Özellikle standart ve kapsamlı sorulardan oluşan anketler belli ölçüde sağlıklı sonuçlar verebilir. Ancak yöneticilerin işleme taraf olması, sonuçların güvenilirliğini azaltan bir etkidir. Bu yöntemle niteliksel bilgiler üretilir.

⁶⁵ 2. Tip Hata, yokluk hipotezinin (null hypothesis) yanlış olmasına rağmen reddedilmemesi sonucu ortaya çıkmaktadır (Ünver ve Gamgan, 1999). Diğer bir ifade ile değer yaratacağı öngörülen bir birleşmenin, değer yaratmıyormuş şeklinde değerlendirilmesi, 2. Tip Hata ortaya çıkmasına yol açar.

3.5.4. Laboratuvar Çalışmaları

Laboratuvar çalışmalarında (clinical studies) sadece bir birleşme işlemi ya da az sayıdaki örnek derinlemesine incelenir. İşleme taraf şirketlerin yöneticileri ve üçüncü kişilerle mülakatlar yapılır.

Şirket birleşmelerinde hissedarlar için yaratılan değeri ölçen yukarıda sıralanan dört yöntemin güçlü ve zayıf yönlerinin aşağıdaki tabloyla özetlenmesi mümkündür.

Tablo 8: Hissedar Değeri Ölçmede Kullanılan Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

	Olay Çalışmaları	Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar	Yönetici Anketleri	Labaratuar Çalışmaları
Güçlü Yönleri	- Yaratılan hissedar değerinin direkt ölçüsüdür. - Gelecek odaklı bir değer yaratımı ölçüsüdür. Teorik olarak hisse senedi fiyatı, gelecekte beklenen serbest nakit akışlarının bugünkü değeri toplamalarını yansıtır.	- Kredibilite. Mali tablolar bağımsız denetim firmaları tarafından denetlenmekte ve onaylanmaktadır. - Yatırımcılar tarafından şirket performanslarının değerlendirilmesinde kullanılmaktadır. Ekonomik değer yaratımının dolaylı ölçüsüdür.	- Değer yaratımına ilişkin borsalardan edinilemeyecek bilgileri ortaya çıkarır. - Birleşmenin başarısına ilişkin gerçek, kalitatif bilgilere ulaşma.	- Objektif ve derinlemesine bilgi. - Yeni model ve yöntemlerin ortaya çıkarılması için idealdir.
Zayıf Yönleri	- Hisse senedi piyasalarına ilişkin çok ciddi varsayımlara dayanır. Örneğin: etkinlik, rasyonellik ve arbitraj olanağı. - Araştırmalar, pek çok hisse için bu varsayımların kabul edilebilir olduğunu göstermektedir. - Bazı spesifik olayların şirketlerin getirileri üzerindeki etkileri önemli boyutlarda olabilir.	- Farklı dönemlerle karşılaştırma yapılamama olasılığı. Şirketlerin raporlama uygulamalarını, düzenleyici otoriteler ise raporlama standartlarını değiştirebilir. - Geçmiş odaklıdır. - Maddi olmayan duran varlıkların değerini dikkate almaz. - Tarihi maliyetlerle kayıt yapıldığından enflasyon ve deflasyona duyarlıdır. - Şirketlerin yeterince şeffaf olmama olasılığı. Finansal raporlamada şirketlere tanınan geniş serbestlik. - Şirketlerin uyguladıkları muhasebe uygulamalarındaki farklılığın yarattığı sorunlar. - Ülkeler arasındaki muhasebe kuralları farklılıkları.	- Aynı zamanda hem de hissedar olabilen yöneticilerin ekonomik değere dayalı olmayabilen bakış açıları. - Anketlerin katılım oranının düşüklüğü (2-10%)	- Az sayıda gözlem araştırmacının genelleme yapabilmesini zorlaştırdığından hipotez testi için uygun değildir. -Araştırma raporları olaya özel nitelikte olabilir.

Kaynak: Robert F. Bruner, “Does M&A Pay ? A Survey of Evidence for the Decision-Maker”, Journal of Applied Finance, Vol. 12, 2002, s. 48-68.

IV. BÖLÜM

4. ŞİRKET BİRLEŞMELİRİNİN GELİR ETKİSİ VE GELİRE ETKİ EDEN UNSURLARA İLİŞKİN ÇALIŞMALAR

Özellikle 1980’li yıllardan bu yana, global piyasalarda fenomen haline gelen şirket birleşmeleri üzerine çok sayıda akademik çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda, birleşme işlemlerinin nedenlerinden etkilerine kadar çok farklı hususlar irdelenmiştir. Tüm bunların içerisinde belki de üzerinde en çok durulan husus, söz konusu işlemlerin başarılı olup olmadığıdır. Birleşme işlemlerinde “başarı”nın nasıl tanımlanması gerektiği hakkında çeşitli görüşler vardır. Ancak öncelikle başarı tanımı ölçülebilir olmalıdır. Bir birleşme işleminde başarı, taraf şirketlerin hissedarları için ayrı ayrı ve toplamda değer yaratılmasıyla ölçülür.⁶⁶ Bu çerçevede Bruner (2002) üç farklı durumdan söz etmektedir. Bunlar, değer korunması (value conserved), değer yaratımı (value creation) ve değer tahribatıdır (value destruction). Yazar bu durumların, hissedarların talep ettikleri getiri oranının (required rate of return)⁶⁷ esas alınıp, birleşme işleminin getirisiyle karşılaştırılması suretiyle yapılmasını önermektedir. Eğer yapılan yatırımdan elde edilen getiri, beklenen getiriden büyükse değer yaratımı, tersi durumda ise değer tahribi söz

⁶⁶ Birleşme işlemlerinin etkisi sadece taraf şirketler bağlamında değil, genel ekonomi kapsamında da incelenmektedir. Bu türden çalışmalarda, birleşme işlemiyle ekonominin tümü bakımından sosyal bir kazanç ortaya çıkıp çıkmadığı değerlendirilmektedir. Birleşme işlemlerinin ekonomik anlamda pozitif sonuçlar ortaya çıkarması, şirket varlıklarının etkin olmayan yöneticilerin kontrolünden etkin yöneticilerin kontrolüne geçmesi durumunda mümkün olmaktadır (Watson ve Head, 2004: 335-336).

⁶⁷ Beklenen getiri oranı, söz konusu yatırımla benzer risk profiline sahip en iyi getiriyi sağlayan alternatif yatırım aracının getirisi olarak tanımlanabilir. Beklenen getiri oranının hesaplanmasında, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli gibi yöntemler kullanılabilir.

konusu olur. Beklenen getirinin elde edilen getiriye eşit olması durumunda ise hissedarlar “normal getiri”⁶⁸ elde eder. Bu durum, yatırımın net bugünkü değerinin sıfır olması anlamına gelir. Ekonomik temelli bu yaklaşımın etkilerinin hisse fiyatlarına da aynı paralelde yansması beklenir. Ancak bu ilişki, finansal piyasaların etkinlik dercesine bağlı olarak, her zaman olması gerektiği şekilde gerçekleşmeyebilir. Aşağıda açıklandığı üzere, birleşme işlemlerinde değer yaratımına ilişkin en yaygın değerlendirme, işlemin tarafların hisse senedi fiyatlarına etkisi bağlamında yapılmaktadır.

Bu kapsamda kısa dönemli fiyat hareketleri esas alınarak yapılan çalışmaların büyük kısmında, hedef şirket hissedarları için önemli ölçüde pozitif anormal getirilerin sağlandığı tespit edilmiştir. Satın alan şirket hissedarları için ise değer tahribatı ya da sıfır anormal getiri söz konusudur. İşlemlerin bütün olarak değerlendirilmesi durumunda ise, önemli derecede olmamakla birlikte değer yaratımı bulgusuna ulaşılmaktadır. Bu itibarla, ortalamada şirket birleşmelerinin değer yaratıcı işlemler olduğu söylenebilir. Uzun dönemli fiyat hareketleri baz alınarak yapılan çalışmalarda ise, satın alan şirket hissedarlarının, kısa dönemli çalışmalarda olduğu gibi, değer tahribatına uğradıkları görülmektedir. Satın alma işlemi gerçekleştiren şirketler, işlem sonrasına ait 3 ila 5 yıl arası dönemde, birleşme – satın alma işlemi gerçekleştirmeyen benzer şirketlere göre düşük performans sergilemektedir. Ancak bu düşük performans ölçek olarak en küçük satın alan şirketler için geçerlidir. Muhasebe verilerine dayanılarak yapılan çalışmalarla

⁶⁸ Normal Getiri, beklenen getirinin elde edilen getiriye eşit olması durumudur. Bu durumda beklenenden fazla kazanç söz konusu değildir. Yatırımcılar ancak istedikleri oranda kazanmış olurlar. Bu durumun tanımlanması için “sıfır ekonomik kâr” kavramı da kullanılır.

bir takım net bulgulara ulaşılamamıştır. Bu yöntemle yapılan bazı çalışmalar satın alan şirketlerin benzer şirketlerden daha iyi performans gösterdiği bulgusuna ulaşırken, bazı çalışmalarda tam tersi tespitler yapılmıştır. Birleşme işleminin niteliği dikkate alınarak yapılan araştırmalarda ise, aleni satın alma teklifiyle gerçekleştirilen işlemlerin satın alan taraf için değer yaratıcı olduğu, dostça birleşmelerin ise değer tahribatına yol açtığı tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra, çeşitlendirmeye yol açan işlemlerin değer azaltıcı, yatay ve dikey nitelikteki birleşmelerin ise değer artırıcı olduğu söylenebilir. Ödeme şekli bakımından ise, satın alma bedelinin nakit olarak yapılması (cash acquisitions), hisse senediyle yapılan ödemeye (stock acquisitions) oranla satın alan şirket hissedarları için hem kısa dönemde hem de uzun dönemde daha olumlu sonuçlar verdiği belirlenmiştir (Bouwman, Fuller ve Nain, 2003: 9-10).

Aşağıda, olay çalışmaları ve muhasebe verilerine dayalı değerlendirmelere ilişkin belli başlı akademik çalışmalara değinilmektedir.

4.1. Olay Çalışmalarına Dayalı Araştırmalar

Şirket birleşmeleri yoluyla değer yaratılmasına ilişkin yapılan çalışmalarda en çok kullanılan yöntem olay çalışması yöntemidir. Bu yöntemde, birleşme duyurusu öncesi ve sonrası belli tarih aralıkları içerisinde ((-1,+1), (-5, +5), (-30, +30), vs.) birleşen tarafların hisse performansları, baz alınan ölçütlerle (İMKB 100, S&P 500 gibi endeksler, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli gibi modellerle hesaplanan beklenen getiri oranları gibi) karşılaştırılır. Buna göre işlemin değer yaratıp yaratmadığı

hususunda bazı sonuçlara varılır. Değerlendirme, satın alan şirket hissedarları açısından, hedef şirket hissedarları açısından ve her ikisi birden dikkate alınarak (İşlemin toplamda yarattığı değere ilişkin hesaplamada, tarafların sağladığı ekstra getirilerin piyasa değerlerine göre ağırlıklı ortalamaları alınmaktadır.) yapılabilir.

4.1.1. Hedef Şirket Hissedarları Açısından

Yapılan çalışmalar, hedef şirket hissedarlarının birleşme işlemlerinde önemli kümülatif anormal getiriler (cumulative abnormal return) sağladığı sonucunu ortaya koymaktadır. Tablo 9’da yer verilen çalışmalarda, her ne kadar işlemin cinsinden (birleşme, düşmanca ele geçirme, vs.) ödeme şekline kadar (nakit, hisse, karma) çeşitli unsurlara göre değişkenlik gösterse de, hedef şirket hissedarlarının ortalamada % 7 - 126 aralığında pozitif kümülatif anormal getiri sağladığı tespit edilmiştir. Bu çalışmaların bazılarına ait daha detaylı bilgiler aşağıda sunulmaktadır.

Davidson III ve Cheng’in (1997) 1981 – 1987 arasında ABD’de gerçekleştirilen 219 işlemi değerlendirdiği çalışmasında, hedef şirketlerin performansları incelenmiştir. Çalışmada işlemin türü açısından ayırım yapılmamıştır. Araştırmacılar, tüm örneklem için % 38 oranında bir değer yaratımı tespit etmişlerdir. Burada değer yaratımı hedef şirketlerin satın alma işlemi öncesi pazar değerlerine göre yapılan ekstra ödemeyi ifade etmektedir. Ödemenin nakit olarak yapıldığı durumlarda bu oranın % 39,93, satın alan şirketin hissesiyle yapıldığı durumlarda ise % 29,25 olduğu tespit edilmiştir. İki tip

ödeme arasındaki bu fark, Kruskal – Wallis ve F testi açısından istatistiksel olarak anlamlıdır.

Maquieira ve diğerleri (1998) tarafından yapılan çalışmada, 60 günlük olay penceresinden (-60, +60) çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren ve birleşme işlemi gerçekleştiren ABD firmalarının hisse performansları incelenmiştir. Araştırmacılar, 1963-1996 döneminde, ödemenin hisse senedi ile yapıldığı toplam 47 işlemi değerlendirmiştir. Çalışmada hedef şirket hissedarlarının, aykırı birleşmelerde % 41,65 ve yatay - dikey birleşmelerde % 38,08 oranında anormal getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kuipers, Miller ve Patel (2002) tarafından yapılan çalışmada, OECD ülkelerinde 1982 – 1991 döneminde gerçekleşen 181 işlem incelenmiştir (finansal şirketlerin birleşmeleri hariç tutulmuştur). Duyuru öncesi 20. gün ile duyuru sonrası 5. gün arasındaki dönemi içeren 4 olay penceresi kapsamında yapılan çalışmada, hedef şirket hissedarlarının ortalama % 23,68 seviyesinde pozitif anormal getiri elde ettiği bulunmuştur.

Campa ve Hernando'nun (2004) çalışmasında 1998 – 2000 döneminde AB'de gerçekleşen 262 birleşme işlemi incelenmiştir. Sektörel ayırım yapılmadan oluşturulan örnekleme, işleme taraf şirketlerin tümünün AB üyesi ülke şirketi olması ve hisselerinin borsada işlem görmesi gibi nitelikler aranmıştır. Çalışmada 7 farklı olay penceresi kapsamında değerlendirme yapılmıştır. Bunların üç tanesi duyuru öncesi döneme (($t - 90$, $t - 1$, $t - 60$, $t - 1$) ve ($t - 30$, $t - 1$)), bir tanesi duyuru tarihinin bir gün öncesi ve sonrasına ($t - 1$, $t + 1$), bir tanesi 30 günlük fiyat hareketlerinin incelendiği

döneme $(t - 30, t + 1)$ ve iki tanesi duyuru sonrası döneme $((t - 1, t + 30)$ ve $(t - 30, t + 30))$ aittir. Çalışmada farklı olay pencerelerine göre, hedef şirket hissedarları için % 3,24 ile % 8,90 oranında pozitif anormal getiri sağlandığı tespit edilmiştir.

Birleşme işlemleriyle hedef şirket hissedarlarının elde ettiği kazanımlara ilişkin yapılan çalışmaların belli başlılarına ait özet bilgiler aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 9: Birleşmeler Yoluyla Hedef Şirket Hissedarlarının Değer Yaratımına İlişkin Çalışmalar⁶⁹

Çalışma	İşlem Sayısı	Dönem	Olay Penceresi (Gün)	Kümülatif Anormal Getiri
Langestieg (1978)	149	1929-1969	(-120, 0)	10,63 %
Dennis, McConnel (1986)	76	1962-1980	(-1, 0)	8,56 %
Bradley, Desai, Kim (1988)	236	1963-1984	(-5, 5)	31,77 %
Jarrell, Poulsen (1989)	526	1963-1986	(-20, 10)	28,99 %
Lang, Stulz, Walking (1989)	87	1968-1986	(-5, 5)	40,30 %
Franks, Harris, Titman (1991)	399	1975-1984	(-5, 5)	28,04 %
Banerjee, Owers (1992)	33	1978-1987	(-1, 0)	137 mia. Dolar
Healy, Palepu, Ruback (1992)	50	1979-1984	(-5, 5)	45,60 %
Kaplan, Weisbach (1992)	209	1971-1982	(-5, 5)	26,90 %
Smith, Kim (1994)	177	1980-1986	(-5, 5) (-1, 0)	30,19 % 15,84 %
Schwert (1996)	666	1975-1991	(-42, 126)	26,30 %
Loughran, Vijh (1997)	419 135	1970-1989	(-2, 1250)	29,60 % 126,90 % 47,90 %
Maquieira ve diğerleri (1998)	47 ⁷⁰ 55 ⁷¹	1963-1996	(-60, 60)	41,65 % 38,08 %
Mulherin (2000)	202	1962-1997	(-1, 0)	10,14 %

⁶⁹ Aksi belirtilmedikçe olay tarihi (event date), birleşme işleminin kamuya duyurulduğu gündür.

⁷⁰ Aykırı birleşmeler.

⁷¹ Yatay ve dikey birleşmeler.

Mulherin, Boone (2000)	376	1990-1999	(-1, +1)	21,20 %
Eckbo, Thorburn (2000)	332	1964-1983	(-40, 0)	7,45 %
Schwert (2000)	2296	1975-1996	(-63, +126)	20,00 %
DeLong (2001)	280	1988-1995	(-10, 1)	16,61 %
Houston, James,	27	1985-1990		15,58 %
Ryngaert (2001)	37	1991-1996	(-4, 1)	24,60 %
	64	1985-1996		20,80 %
Martinez-Jérez (2003)	335	1990-1998	(-1, 1)	13,62 %
Kuiper, Miller, Patel			DT-20, OT+5 ⁷²	35,83 %
(2002)	181	1982-1991	DT-5, OT+5	32,22 %
			DT-20, OT-6	3,60 %
			DT-1, OT arası	23,07 %
Goergen, Renneboog			(-1, 0)	9,01 %
(2004)	129	1993-2000	(-2, +2)	12,96 %
			(-5, +5)	15,92 %
			(-30, +30)	23,43 %
			(-60, +60)	21,78 %
			(-90, +90)	21,59 %

Kaynak: J. M. Campa ve I. Hernando, “Shareholder Value Creations in European M&As”, European Financial Management, Vol. 10, No. 1, 2004, s.47-81’den derlenmiştir.

Sirower (2004), 1 Temmuz 1995 ile 31 Ağustos 2001 arasında gerçekleştirilmiş, değeri 500 milyon \$’dan fazla olan 302 birleşme işlemini gelir etkisi bakımından değerlendirmiştir. Çalışmada incelenen şirketlerin ABD’nin önde gelen borsalarından birinde işlem görmesi şartı aranmıştır. Bu kısıtlar kapsamında oluşturulan örneklemdeki alıcı şirketlerin ortalama pazar değeri 14,2 milyar \$, hedef şirketlerinki ise 5,5 milyar

⁷² DT: Duyuru Tarihi, OT: Olay Tarihi.

\$'dır. İşlem performansları hesaplanırken sadece fiyat hareketleri değil aynı zamanda temettü verimleri de dikkate alınmıştır.⁷³ Getiriler hem mutlak anlamda, hem de nispi olarak (S&P 500 endeksine ve sektör ortalamalarına göre) hesaplanmıştır. Değerlendirme, duyuru öncesi ve sonrası 5 gün ve 1 yıl penceresinden gerçekleştirilmiştir. Sirower'in çalışmasında ulaştığı bulgular şu şekildedir:

- Ortalamada, satın alan şirketler sektör ortalamasının altında performans göstermektedir.
- Piyasaların birleşme duyurusuna gösterdiği ilk tepki uzun dönemde de benzer biçimde devam etmektedir.
- Hedef şirket hissedarlarına ödenen ortalama satın alma primi % 6 seviyesindedir.
- Nakit ödeme ile gerçekleştirilen işlemler, ödemenin hisse senedi ile yapıldığı işlemlere göre daha başarılıdır.
- Birleşmelerde en büyük kazanç hedef şirket hissedarlarının olmaktadır.
- Birleşmeler makroekonomik seviyede değer yaratmaktadır.

Yapılan ampirik çalışmalar, şirket birleşmelerinin hedef şirket hissedarlarının servetlerini artırıcı yönde etkisi olduğunu göstermektedir. Hedef şirket hissedarlarının birleşme işlemlerindeki kazanımlarının temelinde, hissedarlara hisselerini satmaları için pazar fiyatının üstünde fiyatlar teklif edilmesi yatmaktadır.

⁷³ Fiyat kazancı ve temettüden oluşan getiri, toplam hissedar getirisi (Total Shareholder Return) olarak adlandırılmaktadır.

4.1.2. Satın Alan Şirket Hissedarlarını İnceleyen Çalışmalar

Yapılan akademik çalışmalar neticesinde, satın alan şirket hissedarlarının birleşme işlemlerindeki kazanç durumu hakkında açık bir yargıya varılamamaktadır. Ampirik çalışmalar, yatay – dikey – aykırı birleşmeler, işlemin uluslararası olma niteliği, sektörel farklılıklar, ödeme şekilleri gibi değişik unsurlar dikkate alınarak farklı açılardan gerçekleştirilmiş ve bulgular ortaya konulmuştur. Genel olarak, birleşme işlemleriyle satın alan şirket hissedarları için net bir değer yaratımı söz konusu değildir. Diğer taraftan, bunun tersi yönünde bulgulara ulaşılan ampirik çalışmalar da mevcuttur.

Erwin ve Perry'nin (2000) pazar gücü hipotezinin⁷⁴ test edildiği çalışmada, 185 ABD şirketinin birleşme işlemleri değerlendirilmiştir. Çalışmanın sonucunda, yabancı şirketleri satın alan ABD şirketlerinin hissedarları için istatistiksel anlamlılığa sahip önemli pozitif anormal getiri sağlandığı tespit edilmiştir. Bu bulgular Markides ve Oyon (1998) tarafından yapılan çalışmanın sonuçlarıyla benzerdir. Markides ve Oyon satın alan şirketlerin, hedef şirketlerin yabancı şirket olması durumunda, hissedarları için değer yarattığı bulgusuna ulaşmıştır. Araştırmacıların bu bulgusu, çeşitlendirme hipotezini destekler niteliktedir.⁷⁵

Mitchell, Pulvino ve Stafford (2004) tarafından yapılan çalışmada, birleşme duyurusuyla satın alan şirket hissedarlarının kısa dönemli kayıp – kazanç durumları incelenmiştir.

⁷⁴ Pazar gücü hipotezi, rakipler arasında yapılan birleşmelerin pazardaki rakip sayısının azaltılıp pazar gücünün ve bu suretle fiyatlama gücünün artırılması düşüncesine dayanır.

⁷⁵ Çeşitlendirme hipotezine göre, birleşme işlemleriyle farklı pazarlara (farklı ürün ve coğrafi alan bakımından) girilmesi, şirketlerin faaliyet riskini azaltır ve bu suretle ekonomik anlamda değer yaratılması söz konusu olur.

Çalışmada, birleşme duyurusuyla satın alan şirket hissedarlarının, istatistiksel olarak önemli bir değer olan ortalama – % 1,2 seviyesinde kayıp yaşadığı hesaplanmıştır. Bu değer kaybı, birleşme duyurusunun yapıldığı gün ve bunu çevreleyen birer günden oluşan toplam üç günlük döneme aittir. Söz konusu çalışmada ayrıca, hesaplanan değer kaybının birleşme işleminde arbitraj yapılması amacına yönelik açığa satışlardan kaynaklandığı ortaya konulmuştur. Bu durum, fiyat hareketlerinin sadece değerdeki ya da beklentilerdeki değişimi yansıttığı düşüncesiyle çelişmektedir. Araştırmacılar modelde, fiyat baskısının yarattığı etkilerden arındırıldıktan sonra, satın alan şirket hissedarlarının kaybının azalarak istatistiksel anlamlılığı olmayan - % 0,47'ye yükseldiğini göstermiştir.

5. birleşme dalgasında satın alan şirket hissedarlarının kazanımlarının incelendiği, Moeller, Schlingemann ve Stulz'un (2005) çalışmasında, 1998 – 2001 döneminde duyuru tarihi etrafındaki üç günlük ($t - 1$, t , $t + 1$) kümülatif anormal getiri ortalama % 0,69 bulunmuştur. Çalışmada ayrıca dolar bazında elde edilen ekstra kazançlar da hesaplanmıştır. Buna göre aynı üç günlük dönemde, satın alan şirket hissedarlarının toplam kaybı yaklaşık 240 milyar \$'dır. Hedef şirket hissedarlarının fazladan 106 milyar \$ kazancı olmasına rağmen, toplamda 134 milyar \$ kayıp söz konusudur. Araştırmacıların 1980 – 2001 döneminde gerçekleşen işlemleri aynı olay penceresi kapsamında değerlendirmesi durumunda ise, 21 yılın 2'si hariç 19'unda satın alan şirket hissedarları için pozitif anormal getiri ortaya çıkmaktadır. Öte yandan parasal bakımdan toplam getiri olarak bakıldığında 11 yıl için değer tahribatı görünmektedir. Bu durum parasal bağlamda oldukça büyük kayıplar olmasına rağmen, oransal olarak birleşme

işlemleriyle satın alan şirket hissedarları için değer yaratıldığı sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Söz konusu çalışmanın, kısa dönemli olay çalışmalarının niteliğiyle ilgili gösterdiği özel bir durum vardır. Şöyle ki, birleşme işlemlerinin sadece kısa vadeli bakış açısıyla değerlendirilmesi sağlıklı sonuçlara yol açabilmektedir. Birleşme duyurusu etrafındaki üç günlük döneme ilişkin fiyat hareketleri satın alan şirket hissedarlarının pozitif ekstra getiri elde ettiğini gösterirken, esasında dolar bazında çok önemli kayıplar yaşanmaktadır.

Antoniou, Petmezas ve Zhao (2007) çalışmasında, 1987 – 2004 arasında İngiltere’de gerçekleştirilen birleşme işlemlerinin etkilerini satın alan şirket hissedarları açısından değerlendirmiştir. Kısa dönemli değerlendirme, satın alma duyurusunun yapıldığı gün, 2 gün öncesi ve sonrasını (-2, +2) kapsayan 5 günlük periyotta elde edilen kümülatif anormal getiri bakımından yapılmıştır. Sonuçta satın alan şirketin halka açık olup olmaması, ödeme şekli (nakit veya diğer) gibi unsurlar göz önüne alınmıştır. 5 günlük döneme ilişkin olarak, satın alan şirket hissedarlarının % 1 güven aralığında ortalama % 1,26 oranında kümülatif anormal getiri elde ettiği bulgusuna ulaşılmıştır. Hedef şirketlerin halka açık olması durumunda getiri - % 0,62 (istatistiksel olarak anlamsız) olmaktadır. Bu bulgu, yapılan pek çok çalışmanın sonucu ile paraleldir.⁷⁶ Araştırmacılar aynı işlemleri, 1 ila 3 yıl arasındaki dönemdeki takvim zamanlı anormal getiriler (calender time abnormal returns) bakımından da incelemiştir. 3 yıllık dönemdeki işlemlerin tamamına ilişkin bulgu, istatistiksel anlamlılığa sahip - % 0,43 aylık anormal getiri şeklindedir. Bu sonuçlar, Travlos’un (1987) yaptığı çalışmanın sonuçlarıyla aynı

⁷⁶ Jensen ve Ruback (1983), Jarrell, Brickley ve Netter (1988), Limmack (1991).

yöndedir. Travlos çalışmasında, birleşme duyuruları etrafındaki günlerde satın alan şirket hissedarlarının değer kaybı yaşadığını ve bu durumun nedeninin, sermayenin etkin olmayan bir biçimde net bugünkü değeri negatif olan projelere aktarılması olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 10'dan görüleceği üzere, yapılan ampirik çalışmaların önemli bölümünde, şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin satın alan şirket hissedarları açısından değer azaltıcı olduğu ya da pozitif bir kümülatif anormal getiri sağlanmadığı tespit edilmiştir. Bu bulgular, Mandelker (1974), Mueller (1977), Dodd ve Ruback'ın (1977) çalışmalarının sonuçlarıyla çelişmektedir. Özet olarak söylemek gerekirse, bu çalışmada değerlendirilen ampirik çalışmalarla, satın alan şirket hissedarları açısından değer yaratıldığı gibi bir sonuca ulaşılması mümkün değildir.

Tablo 10: Birleşmeler Yoluyla Alıcı Şirket Hissedarlarının Değer Yaratımına İlişkin Çalışmalar⁷⁷

Çalışma	İşlem Sayısı	Dönem	Olay Penceresi (Gün)	Kümülatif Anormal Getiri
Langetieg (1978)	149	1929-1969	(-120,0)	- 1,61 %
Dodd (1980)	60	1970-1977	(-1,0)	- 1,09 %
	66			- 1,24 %
Asquith, Bruner, Mullins (1987)	343	1973-1983	(-1,0)	- 0,85 %
Varaiya, Ferris (1987)	96	1974-1983	(-1,0)	- 2,15 %
	96		(-20,80)	- 3,9 %
Morck, Shleifer, Vishny (1990)	326	1975-1987	(-1,1)	- 0,70 %
Franks, Harris, Titman (1991)	399	1975-1984	(-5,5)	- 1,45 %
Jennings, Mazzeo (1991)	352	1979-1985	(-1,0)	-0,8 %
Banerjee, Owers (1992)	57	1978-1987	(-1,0)	-3,3 %
Byrd, Hickman (1992)	128	1980-1987	(-1,0)	-1,2 %
Healy, Palepu, Ruback (1992)	50	1979-1984	(-5,5)	-2,2 %
Kaplan, Weisbach (1992)	271	1971-1982	(-5,5)	-1,49 %
Sirrower (1994)	168	1979-1990	(-1,1)	-2,3 %
Maquieira ve diğerleri (1998)	55 ⁷⁸	1963-1996	(-60, 60)	6,14 %
	47 ⁷⁹			- 4,79 %
Mulherin (2000)	161	1962-1997	(-1,0)	0,85 %
Kohers, Kohers (2000)	961 ⁸⁰	1987-1996	(0, 1)	1,37 %
	673 ⁸¹			1,09 %
	1634 ⁸²			1,26 %
Eckbo, Thorburn (2000)	390	1964-1983	(-40,0)	-0,30 %

⁷⁷ Aksi belirtilmedikçe olay tarihi, birleşme işleminin kamuya duyurulduğu gündür.

⁷⁸ Yatay ve dikey birleşmeler.

⁷⁹ Aykırı birleşmeler.

⁸⁰ Satın alma bedelinin nakit olarak ödendiği işlemleri kapsar.

⁸¹ Satın alma bedelinin hisse senedi ile yapıldığı işlemleri kapsar.

⁸² Tüm örneklem.

Mulherin, Boone (2000)	281	1990-1999	(-1, +1)	-0,37 %
Mitchell, Stafford (2000)	366	1961-1993	(-1,0)	-0,14 %
	366			-0,07 %
Walker	278	1980-1996	(-2, +2)	-0,84 %
(2000)	278			-0,77 %
DeLong (2001)	280	(1988-1995)	(-10,1)	-1,68 %
Floreani, Rigamonti (2001)	56	1996-2000	(-20,+2)	3,65 %
Raj, Forsyth (2002)	340	1994-1998	(-15, +15)	1,60 % ⁸³
				0,75 % ⁸⁴
Martinez-Jérez (2003)	335	1990-1998	(-1,1)	-2,93 %
Kuiper ve diğerleri (2002)	138	1990-1998	DT – 20 ve OT + 5 arası	-2,12 %
				-2,14 %
Doukas, Holmén, Travlos (2002)	101	1980-1995	(-5, +5)	2,74 %
			(-5, +1)	1,38 %
			(-1, +1)	1,19 %
			(-1, 0)	0,83 %
			(0, +1)	0,95 %
Moeller, Schlingemann, Stulz		1998-2001	(-1,1)	0,69 %
(2005)				
Mitchell, Pulvino, Stafford(2004)			(-1,1)	-1,2 %
Goergen,			(-1,0)	0,70 %
			(-2,+2)	1,18 %
Renneboog	139	1993-2000	(-30, +30)	0,39 %
(2004)			(-60, +60)	- 0,48 %
			(-90, +90)	0,41 %
Antoniou, Petmezas, Zhao (2007)	1401	1987-2004	(-2, +2)	- 0,62 %
			(-6, +36) ⁸⁵	- 0,43 %

Kaynak: J. M. Campa ve I. Hernando, “Shareholder Value Creations in European M&As”, European Financial Management, Vol. 10, No. 1, 2004, s.47-81

⁸³ İlgili örneklem (related sample).

⁸⁴ İlgisiz örneklem (unrelated sample).

⁸⁵ Bu inceleme aylık bazda gerçekleştirilmiştir.

1973 – 1998 döneminde ABD’de gerçekleştirilen 3.688 birleşme işlemini inceleyen Andreda, Mitchell ve Stafford (2001), çalışmalarında işlemleri üç alt döneme göre gruplandırmıştır. Çalışmada, esas olarak (-1, +1) şeklinde belirlenen üç günlük döneme ilişkin anormal getiriler test edilmiştir. Toplamda satın alan ve hedef şirket için duyuru tarihi etrafındaki anormal getirilerin (incelenen alt dönemler bağlamında) % 1,4 ile % 2,6 arasında değiştiği ve ortalamasının % 1,8 olduğu görülmektedir. Çalışmada ulaşılan sonuçlara ilişkin özet bilgi Tablo 11’de verilmektedir.

Tablo 11: 1973-1998 Döneminde On Yıllık Dönemler Bazında Duyuru Günü Etrafındaki Anormal Getiriler

	1973-79 (%)	1980-89 (%)	1990-98 (%)	1973-98 (%)
Toplam				
(-1, +1)	1,5	2,6	1,4	1,8
(-20, Kapanış)	0,1	3,2	1,6	1,9
Hedef Şirket				
(-1, +1)	16,0	16,0	15,9	16,0
(-20, Kapanış)	24,8	23,9	23,3	23,8
Satın Alan Şirket				
(-1, +1)	-0,3	-0,4	-1,0	-0,7
(-20, Kapanış)	-4,5	-3,1	-3,9	-3,8
Gözlem Sayısı	598	1.226	1.864	3.688

Kaynak: Andreda, Mitchell ve Stafford, “New Evidence and Perspectives on Mergers”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, Spring 2001, s. 110.

4.2. Muhasebe Verilerine Dayalı Araştırmalar

şirket birleşmelerinde, yöneticiler tarafından gösterilen en yaygın gerekçe ekonomik sinerji yaratılmasıdır (Walter ve Barney, 1990). Birleşme işlemiyle ulaşılacak, ölçek ve kapsam ekonomileriyle sağlanacak maliyet düşüşleri, finansal sinerjiler yoluyla daha fazla ve düşük faiz oranlarıyla borçlanma olanağına ulaşma gibi avantajların finansal tablolara yansması beklenir. Finansal tablolardan elde edilen temel göstergelerdeki pozitif gelişmeler, birleşme işlemiyle sağlanması beklenen faydalar hakkında bilgi verir. Bu çerçevede, birleşme öncesine ve sonrasına ait kârlılık oranları (özkaynak kârlılığı, aktif kârlılığı, vs.), verimlilik oranları (çalışan başına üretim miktarı, çalışan başına satış değeri, vs.) gibi göstergeler birleşme işlemi gerçekleştirmeyen benzer özelliklere (bilanço büyüklüğü, faaliyet alanının benzerliği, vs. bakımından) sahip şirketlerin değerleriyle (kontrol grubu) karşılaştırılarak birleşme işleminin başarı derecesi ölçölür. Genel bir ifadeyle, birleşme işlemiyle ölçülebilir biçimde nakit akışı ve faaliyetlerde verimlilik artışı sağlanması durumunda işlem başarılı sayılır.

Olay çalışmalarında değerlendirilen hisse fiyatları, bazı durumlarda temel göstergelerden bağımsız hareket edebilmektedir. Dolayısıyla temel verilerden yola çıkılarak yapılan değerlendirmeler, şirket birleşmelerinin başarı düzeyi konusunda daha açıklayıcı olabilir. Ancak bu yöntemde, muhasebe sistemlerinin farklılığından ve şirketlere sağlanan alternatif kayıt olanaklarından (örneğin stok giriş-çıkış kayıtlarında) kaynaklanan, karşılaştırılabilir olma sorunu bulunmaktadır. Ayrıca kontrol grubunun oluşturulmasında çok hassas davranılması, grubun birleşme işlemi gerçekleştirmemiş ve

benzer özelliklere sahip şirketlerden seçilmesi önemlidir. Şirket birleşmelerinin başarısının, muhasebe verilerine dayalı değerlendirilmesi çok sayıda akademik çalışmaya konu olmuştur.

Healy, Palepu ve Ruback (1992) tarafından yapılan çalışmada, 1979 – 1984 arasında ABD’de sanayi şirketleri tarafından gerçekleştirilen en büyük 50 birleşme nakit akışı performansları açısından incelenmiştir. Çalışmada, birleşmeler yoluyla büyüyen şirketlerin nakit yaratma performanslarının nispeten arttığı tespit edilmiştir. Araştırmacılar bu artışın, AR-GE ya da duran varlık yatırımlarında herhangi bir kısıtlamadan değil, aktiflerin daha etkin kullanımından kaynaklandığını göstermiştir. Yapılan bu tespitler, birleşme işlemlerinin birleşen tarafların ya da satın alınan tarafın uzun vadeli rekabetçi konumunu zedeleyeceği düşüncesinin de çürütülmesi anlamını taşımaktadır.

Kaplan (1998) tarafından gerçekleştirilen çalışmada benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Ancak Kaplan, birleşen şirketlerin sermaye harcamalarını işlem sonrası 3 yıllık dönemde azalttığı sonunca ulaşmıştır. Ayrıca sektör ortalamalarına göre daha düşük seviyede duran varlık yatırımı yapan şirketlerin, uzun dönemde üretim olanaklarının ve rekabetçi güçlerinin zayıflaması ihtimali vardır.

Gosh’un (2001) çalışmasında, 1981 – 1995 arasında ABD’de gerçekleştirilen en büyük 100 birleşme nakit performansı açısından incelenmiştir. Gosh diğer bazı araştırmacıların aksine, satın alan şirketlerin işlem öncesi performanslarını dikkate alıp düzeltme

yapmıştır. Düzeltme yapılmadan işlem sonrası performansın değerlendirilmesi, genellikle performansı nispeten yüksek şirketlerin satın alma işlemi gerçekleştirmesi nedeniyle, yanlış sonuçlar verebilmektedir. Gosh bu şekilde bir düzeltme ile birleşme işlemlerinin nakit performanslarında nispi iyileşmeye yol açmadığı bulgusuna ulaşmıştır.

4.3. Birleşmelere Etki Eden Unsurların Belirlenmesine Yönelik Çalışmalar

Şirket birleşme ve satın almalarında değere etki eden faktörlerin tespitine yönelik olarak çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Çalışmalarda, işlemin niteliğinden (birleşme, satın alma, düşmanca ele geçirmeler, vs.) tarafların halka açıklık durumuna, ödeme şeklinden (nakit ödeme, hisse ile ödeme, karma) işlemin uluslararası olup olmamasına kadar çok sayıda unsurun değer üzerine etkileri analiz edilmektedir. Analizlerde ağırlıklı olarak kullanılan yöntem “çoklu regresyon yöntemi”dir.

Değere etki eden unsurlar, hedef şirketlere mahsus olanlar ve satın alan şirketlere mahsus olanlar üzere iki bölümde incelenebilir. Hedef şirketlerin hisse fiyatlarında oluşan anormal getirilerin açıklanmasında ödeme şekli, satın almaya niyetli şirket sayısı (number of bidders), içeriden öğrenme durumu gibi hususların etkili olduğu söylenebilir (Weston, Mitchell ve Mulherin, 2004: 198-202). Diğer yandan, satın alan şirketler için etkili unsurların bazılarının; ödeme şekli, tarafların aynı ülke şirketi olup olmaması, hedef şirketin halka açık olup olmaması, tarafların ilgili alanlarda faaliyet göstermesi durumu olduğu söylenebilir.

Jensen ve Ruback (1983), aleni alım teklifi (tender offer) şeklinde gerçekleşen işlemlerde hedef şirket getirilerinin ortalamasının % 30, birleşmeler şeklinde gerçekleşen işlemlerde ise % 20 seviyesinde olduğunu tespit etmiştir. Söz konusu çalışma işlem şeklinin, hedef şirketlerin sağladığı getiri üzerinde önemli ölçüde etkisi olduğunu göstermektedir. Öte yandan Jensen ve Ruback'ın (1983) aksine, Huang ve Walking'in (1987) bulgusu, işlemin aleni teklif olmasının birleşmelere göre hedef şirket getirileri açısından daha yüksek olmadığı biçimindedir. 1977 – 1982 arasında gerçekleştirilen 169 işlemin analiz edildiği çalışmada, duyuru günü ve bir gün öncesi dönem (-1, 0) değerlendirilmiştir. Araştırmacılar, hedef şirket getirileri üzerinde en güçlü etkiye sahip unsurun ödeme şekli olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Çalışmaya göre, nakit tekliflerde hedef şirket hissedarlarının kümülatif anormal getirisi (KAG) % 29,3, hisse senedi ile ödeme tekliflerinde ise % 14,4 olmuştur. Bu oran ödemenin bir bölümünün nakit bir bölümünün hisse senedi ile yapılması durumunda ise % 23,3'tür.

Benzer sonuçlar Servaes (1991) tarafından da ortaya konulmuştur. 688 işlemin değerlendirildiği çalışmada, ödeme şeklinin hedef şirket hissedarlarının kazançları üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada değere en çok pozitif etkinin nakit ödemelerde söz konusu olduğu (% 26,7) gösterilmiştir. Ödeme şeklinin nakit - hisse senedi karışımı olduğu durumlarda getiri %21,1, sadece hisse senediyle yapılan ödemelerde ise % 20,5 olmaktadır.

1973 – 1998 arasındaki 3.688 birleşme işlemini inceleyen Andrade, Mitchell ve Stafford (2001) tarafından ulaşılan sonuçlar da, hedef şirketlerin nakit ödemelerde hisse senedi ile yapılan ödemeye göre daha yüksek kazanç elde ettiği biçimindedir (Anormal getiriler (-1, +1) penceresi için % 20,1'e karşılık % 13; (-20, kapanış) penceresine göre ise % 27,8'e karşı % 20,8 olmaktadır.). Çalışmada, işlem bedelinin bir bölümünün nakit bir bölümünün ise hisse ile ödendiği durumlara ilişkin bir bulgu ortaya konulmamıştır.

Asquith, Bruner ve Mullins (1987) tarafından yapılan çalışmada öncekilerden farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Çalışmada, 1973 - 1983 dönemi kapsayan 80 birleşme işlemi (-1,0) olay penceresi kapsamında incelenmiştir. Araştırmacıların bulguları, hedef şirket hissedarları açısından en yüksek getirinin, işlem için nakit – hisse senedi karışımı bir ödeme teklifi durumunda % 32 seviyesinde anormal getiri elde edildiği şeklindedir. İkinci en yüksek getiri % 27,5 ile nakit tekliflerde ortaya çıkmakta, hisse senedi ile yapılan ödemelerde ise hedef şirketler için ilgili olay penceresi kapsamında % 13,9 oranında kümülatif anormal getiri söz konusu olmaktadır.

Hedef şirket getirilerine etki eden bir diğer unsur satın alma niyetinde bulunan şirketlerin sayısıdır. Yapılan çalışmalar genel olarak, teklif veren şirket sayısının arttıkça hedef şirket için söz konusu olan gelir etkisinin de arttığını göstermektedir.

Servaes (1991) tarafından yapılan çalışmada, sadece bir alıcı adayının bulunduğu durumlarda hedef şirket ortalama getirilerinin % 20,8, birden fazla alıcı adayının bulunduğu durumlarda ise bu oranın % 30,5 seviyesinde olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmalarda, işleme ilişkin ilk duyurunun veya ilk teklifin yapılmasının akabinde, birden fazla alıcı adayının bulunduğu işlemler için hedef şirket getirilerinin arttığı görülmüştür. Bradley, Desai ve Kim (1988), 1963 – 1984 dönemini kapsayan ve 236 işlemin incelendiği çalışmasında (-20, + 1) penceresi için alıcı adayı durumundaki firma sayısının, hedef şirket getirileri üzerinde kayda değer bir etkisi olmadığını tespit etmiştir. Ancak olay penceresinin duyuru sonrası (ya da ilk teklif sonrası) 40 günlük dönemi kapsayacak şekilde genişletilmesi durumunda (- 20, + 40), bir alıcının bulunduğu işlemlerde hedef şirket ortalama anormal getirilerinin % 26,65 olmasına karşın, alıcı sayısının birden fazla olduğu durumlarda bu değer % 46,12'ye yükseldiği görülmüştür. Çalışmada, Bradley, Desai ve Kim (1983) tarafından yapılan önceki tarihli çalışmaya paralel sonuçlara ulaşılmıştır.

Duyuru sonrası birden fazla teklifin yarıştığı durumlarda hedef şirketlerin daha iyi getiriler elde ettiğine ilişkin sonuçlara, Schwert (1996) tarafından da ulaşılmıştır. Söz konusu araştırmaya göre (1975 – 1991 arasındaki 1.523 işlem), duyuru öncesi dönemde (-42, - 1) bir alıcı şirketin bulunduğu işlemlerde hedef şirketlerin ortalama getirileri % 13,4, birden fazla alıcının bulunduğu durumlarda ise % 12,7 olmaktadır. Ancak duyuru sonrası 126 gün kapsamında yapılan değerlendirmede (0, + 126) fark, birden fazla alıcı durumu lehine önemli biçimde artmaktadır (% 8,5'e karşılık % 18,2).

Keown ve Pinkerton (1981) gibi araştırmacılar, hedef şirketler hissedarları tarafından elde edilen pozitif anormal getirileri “içeriden öğrenme” durumunun varlığına

bağlamaktadır. Konuyla ilgili olarak Meulbroek'in (1992) çalışması da benzer tespitler içermektedir. Yazar, 1980 – 1989 arasındaki yasadışı olduğu tespit edilen içeriden öğrenmelere ilişkin veri seti üzerinden, içeriden öğrenme günlerini tespit etmiş ve bu günlerde hedef şirketlere yönelik anormal getirilerin ortalama % 3 olduğunu göstermiştir. Bu değer tüm anormal getirilerin yaklaşık yarısını oluşturmaktadır.

Campa ve Hernando'nun (2004), AB üyesi ülke şirketlerinin gerçekleştirdiği birleşme işlemlerinin değerlendirildiği çalışmasında, işleminin duyurulmasının yol açtığı fiyat hareketlerinin etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada işlemin ulusal ya da uluslararası olması, tarafların faaliyet gösterdiği sektörlerin devlet kontrolünde olup olmaması ve birleşen şirketlerin büyüklüğü olmak üzere üç unsurun gelir üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yazarlar, hedef şirket hissedarlarının getirisi bakımından işlemin ulusal ya da uluslararası olmasının kayda değer bir fark yaratmadığını, ancak satın alan şirket hissedarları için başka bir ülke şirketinin alınmasının ulusal işlemlere göre olumsuz sonuçlar doğurduğunu tespit etmiştir. Çalışmada, işleme taraf şirketlerin faaliyet gösterdiği sektördeki devlet kontrolünün derecesinin de (regulated industries – non-regulated industries) anormal getiriler üzerinde etkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. İşlemin toplamı göz önüne alındığında, devlet düzenlemesinin olmadığı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirdiği işlemler her zaman pozitif anormal getiri sağlamaktadır. Devlet kontrolüne tabi sektörlerdeki şirketlerin birleşmeleri ise taraf şirket hissedarları açısından her zaman değer tahribatına yol açmaktadır. Çalışmada, şirket büyüklükleriyle anormal getiriler arasında bir ilişki saptanamamıştır.

1990 – 2002 dönemine ilişkin ABD pazarındaki 1.547 işlemde satın alan şirketlerin fiyat performansının ve buna etki eden faktörlerin incelendiği çalışmada Hazelkorn, Zenner ve Shivdasani (2004) oldukça açıklayıcı sonuçlara ulaşmıştır. Yazarlar öncelikle satın alan şirketler açısından değer artırıcı işlemleri ve değer tahribatına yol açan işlemleri olay çalışması yöntemiyle tespit etmiştir. Bu işlem olay çalışması yönteminden yararlanılarak gerçekleştirilmiştir. Sonrasında ise, birleşme işlemlerinin duyurusuyla pozitif kümülatif anormal getiri sağlayan işlemler ödeme şekli, hedef şirketin niteliği (kamu ya da özel teşebbüs olması, şirket satışı ya da varlık satışı), satış artış potansiyeli, yabancı – yerli şirket oluşu gibi faktörlerin etkisi çoklu regresyon yardımıyla araştırılmıştır. Çalışma sonucunda ödeme şeklinin pozitif getiriler üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Nakit ödeme, işlemlerde hem kısa hem uzun dönemde pozitif getiriler üzerinde önemli etkiye sahiptir. Hisse ile ödeme durumunda ise negatif fiyat hareketleri söz konusu olmaktadır. Nakit ödemeye piyasa tarafından verilen olumlu tepkinin nedeninin, satın alan şirketlerin işlem sonrasında nakit dengesini sağlayacağına ilişkin güvenin yattığı söylenebilir. Hedef şirketin halka açık olmayan bir şirket olması ya da varlık devri yapılması (veya şirketin bir bölümünün satılması) durumunda, satın alan şirketlerin ortalama pozitif anormal getirileri kısa vadede % 1,9, uzun vadede ise % 4,2 olmaktadır. Hedef şirketin halka açık olması durumunda ise, hem kısa vadede hem de duyuru sonrası 2 yıllık dönemde alıcı şirketler açısından değer tahribatı görülmektedir (sırasıyla - % 2,3 ve - % 4,4). Yazarlar bu durumun, halka açık şirketlerin bütün halinde alınması sonrasında (bu tür şirketlerin genellikle birbirinden farklı konularda geniş faaliyet alanlarına sahip olması nedeniyle) entegrasyonun zor olacağı kaygısından kaynaklandığını düşünmektedir. Çalışmada, hedef şirketler için beklenen büyüme

oranlarının düşük olması durumunda satın alan şirket getirilerinin yüksek olduğu tespit edilmiştir. Diğer taraftan hisse başına kâr, tarafların büyüklüğü, kârlılık oranları, kredi notu gibi unsurların satın alan şirket getirilerine kayda değer etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ulaşılan bulgulara ilişkin özet tablo şu şekildedir.

Tablo 12: Hisse Fiyatına Etki Eden Faktörler

Hedef Şirket Özellikleri	Kısa Vade	Uzun Vade
Aynı Sektörde Olma	Anlamli Değil	+
Satışlarda Makul Büyüme	+	+
Tarafların Benzer EBITDA Marjı	Anlamli Değil	Anlamli Değil
Benzer Oynaklık Değerleri	Anlamli Değil	Anlamli Değil
Büyüklik	-	Anlamli Değil
Nispi Büyüklik	-	Anlamli Değil
Halka Açıklık	-	-
Varlık Satışı, Birim Satışı veya Halka Açık Olmaması	+	+
Yabancı Şirket Olması	+	+
İşlem Özellikleri		
Hisse Başına Kârın Artması	Anlamli Değil	Anlamli Değil
Hisse Senedi ile Ödeme	-	-
Borçla/Nakit Ödeme	+	+
Kredi Notunda Azalmaya Yol Açma	Anlamli Değil	Anlamli Değil

Kaynak: T. Hazelkorn, M. Zenner, A. Shivdasani, “Creating Value With Mergers and Acquisitions”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16No: 2-3, 2004, s. 89.

Gross ve Lindstadt (2005) tarafından yapılan çalışmada ise 227 birleşme duyurusunun yol açtığı fiyat hareketlerine sektör, işlemin yatay ya da dikey nitelikte oluşu, işlemin birleşmeye (merger) ya da tasfiyeye (sell-off) yol açması hususlarının etkileri incelenmiştir. İlgili sektörler olarak otomotiv, medya, telekomünikasyon, finansal servisler ve kimya sektörleri değerlendirilmiştir. Ulaşılan bulgular, bütüncül tasfiye şeklindeki (total sell-offs) işlemlerde hedef şirket hissedarlarının oldukça yüksek kümülatif anormal pozitif getiri % 15,1 ile en düşük telekomünikasyon sektöründe, en yüksek ise %27,5 ile otomotiv sektöründe olduğu şeklindedir.

4.4. Türkiye’ye Yönelik Çalışmalar

Türkiye’de şirket birleşmeleri üzerine yapılan ampirik çalışmaların sayısı azdır. Bu durumun, (son yıllarda kayda değer artışlar görülse de) Türkiye’de, birleşme ve satın almalar şeklindeki sermaye hareketlerinin sınırlı kalmasından kaynaklandığı söylenebilir. Şirket birleşmelerinin sınırlı kalmasında ise, ülkedeki sermaye piyasalarının tam anlamıyla gelişmemiş olması, ne kadar büyük olursa olsun aile şirketlerinin kurumsal yapıya dönüştürülmesindeki direnç, makro düzeyde ekonomik istikrarın tam olarak sağlanamamış olması gibi hususların etken olduğu söylenebilir.

Türkiye’ye yönelik şirket birleşme ve satın almaları üzerine yapılan analizler çoğunlukla işleme taraf şirketlerin fiyat performanslarının incelenmesine yöneliktir. Mandacı’nın (2004) yapmış olduğu çalışmada, 1998 - 2003 döneminde İMKB’de işlem gören ve birleşme işlemi gerçekleştirmiş şirketler incelenmiştir. İşlemlerin kamuya açıklandığı

tarihten 10 gün öncesi ve sonrasına ait fiyat hareketleriyle anormal getiri elde edilip edilmediği test edilmiştir. Yöntem olarak olay çalışması kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, özellikle birleşme duyurusundan önceki iki günde ve sonrasındaki bir günde ortaya çıkan pozitif anormal getirilerin istatistiksel anlamlılığa sahip olduğu tespit edilmiştir. Kümülatif anormal getirilerin testlerinde de, duyuru tarihi etrafındaki günlerde istatistiksel anlamlılığı olan sonuçlar elde edilmiştir. Bu durum, birleşme işlemlerinin toplamda değer yaratıcı olduğu anlamını taşımaktadır. Ayrıca çalışmada, duyurudan önceki dönemlerde hissedarların anormal getiri elde edebilmesi, piyasada içeriden öğrenenlerin olduğu ve bunların elde ettikleri bilgiyi kullanarak anormal getiri elde ettikleri sonucunu ortaya çıkarmıştır.

Mandacı'nın (2005) bir diğer çalışmasında 1998 – 2000 arasında İMKB'de işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren 14 şirketin birleşme ve satın alma işlemleri muhasebe verilerine dayanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada, birleşme işlemlerinin şirketlerin likidite oranları (cari oran, likidite oranı, nakit oranı), borç oranları (borçlanma katsayısı, kısa vadeli borç / toplam borç, kaldıraç oranı), devir hızı oranları (alacak devir hızı, özkaynak devir hızı, dönen varlıklar devir hızı) ve kârlılık oranları (net kâr marjı, özkaynak kârlılığı, aktif kârlılığı) üzerine etkisi değerlendirilmiştir. Sonuçta, incelenen birleşme işlemlerinin şirketlerin performanslarına olumsuz etki ettiği, aktif kârlılıklarının düştüğü bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca, birleşmeyle şirketlerin kaldıraç oranlarının düştüğü, likidite oranlarının olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir. Çalışmada elde edilen bulgular, özellikle batılı ülkelerde yapılan çalışmalarda ulaşılan sonuçların ve genelde kabul gören beklentilerin tersi yönündedir.

Yörük ve Ban'ın (2006) çalışmasında, Türk gıda sektöründe 1997 – 2004 döneminde gerçekleştirilen sekiz birleşme ve satın alma işlemi hisse senedi fiyatları açısından değerlendirilmiştir. İnceleme (-6, + 6) günlük dönemi kapsamaktadır. Çalışmada, incelenen dönemde işleme taraf şirket hissedarlarının aşırı getiri elde etmediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak (-5, + 5) günlük dönemde az da olsa değer yaratıldığı ortaya konulmuştur.

Çukur ve Eryiğit (2006) tarafından yapılan, Türkiye’de bankacılık sektöründe 2004 – 2005 arasında meydana gelen beş birleşme işleminin incelendiği çalışmada, olay çalışması yöntemi kullanılarak işlemlerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmadaki olay penceresi (-10, +10) şeklinde belirlenmiştir. Sonuçta, işlemin duyurulduğu gün ve sonrasındaki on gün boyunca yatırımcıların istatistiksel anlamlılığı yüksek pozitif anormal getiri sağladığı tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, hisse devri sonrasındaki fiyat hareketleri de izlenmiş ve duyuru tarihi ve sonrasındaki kadar güçlü olmasa da, pozitif aşırı getiri elde edildiği saptanmıştır.

Türkiye’de birleşmelerin gelir etkisini inceleyen bir başka çalışma İçke (2007) tarafından yapılmıştır. Çalışmada Ocak 1998 – Aralık 2005 döneminde İMKB’de işlem gören ve finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirdiği işlemler değerlendirilmiştir. Bu kapsamda on yedisi hedef yedisi alıcı olmak üzere toplam yirmi dört şirket analiz edilmiştir. Analizde olay çalışması yöntemiyle birleşme ve satın alma işlemlerinin hisse fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Olay penceresi olarak (-40, + 40) gün

alınmıştır. Sonuçta, değerdendirilen dönem içersinde hedef şirket hissedarlarının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler elde ettiğı, alıcı şirket pay sahiplerinin ise yine pozitif getiriler elde ettiğı ancak bu değerdelerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Yapılan taramada Türkiye yönelik çalışmalara içersinde, birleşme işlemlerinin yol açtığı gelir etkisinin nedenlerinin incelendiğı bir çalışmaya rastlanmamıştır. Ayrıca, birleşmelerin gelir etkisine yönelik çalışmaların nispeten az sayıda işlemi kapsaması nedeniyle, Türkiye'ye yönelik bu alandaki literatüre katkıda bulunulacağı düşünülmektedir.

V. BÖLÜM

5. İMKB'YE KOTE ŞİRKETLERİN GERÇEKLEŞTİRDİKLERİ BİRLEŞME VE SATIN ALMALAR YOLUYLA DEĞER YARATILMASI VE BUNA ETKİ EDEN FAKTÖRLERİN TESPİTİ

Çalışmanın bu bölümünde, İMKB'ye kote olan şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme işlemlerinin şirket değerine etkisi ve buna etki eden faktörler ampirik olarak incelenmektedir. Ampirik inceleme iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde “olay çalışması” yönteminden yararlanılarak birleşme işlemlerinin duyurulmasıyla satın alan şirket ve hedef şirket hissedarları açısından değer yaratılıp yaratılmadığı test edilmektedir. İkinci bölümde ise, “çoklu regresyon” yöntemi ile işlemlerle ilgili iki unsurun (taraflardan birisinin yabancı şirket olması ve tarafların ilgili pazarlarda faaliyet göstermesi) değere etkisi, yine hedef şirketler ve alıcı şirketler açısından araştırılmaktadır.

5.1. İncelemenin Kapsamı

Şirket birleşmeleri yoluyla satın alan ve hedef şirket hissedarları açısından ne oranda değer yaratıldığı sorusuna cevap aranan bu çalışmada, 2000 – 2007 döneminde birleşme

işlemine taraf olmuş (satın alan veya satın alınan şirket olarak) ve aynı zamanda İMKB’de işlem gören şirketler değerlendirmeye alınmıştır.

5.2. Veri Setinin Oluşturulması

Çalışmaya konu olan işlemlerin belirlenmesinde, finansal veri şirketleri Thomson One Banker, ISI Emerging Markets (www.securities.com) “DealWatch” bölümünden ve Ernst & Young danışmanlık şirketi tarafından yayınlanan “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporları”ndan (2003, 2004, 2005 ve 2006) yararlanılmıştır. 2000 - 2007 döneminde yukarıda verilen kaynaklardan tespit edilen toplam 818 işlem vardır. Bu işlemler içerisinde taraflardan en az birisinin (satın alan veya satın alınan şirket) İMKB’ye kote olması şartı aranmıştır. İMKB’ye kote şirketlerin işlemlerinin incelenmesinin nedeni, söz konusu şirketlerin fiyat ve diğer bilgilerine kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır. Grup şirketleri arasındaki işlemler ve mevcut hisse oranının artırılmasına yönelik işlemler değerlendirmeye alınmamıştır. ÖİB ve TMSF tarafından yapılan satışlarda ise sadece alıcı şirketler dikkate alınmıştır.⁸⁶ Şirketlerin İMKB’de işlem görmeye başlamasından önce gündeme gelen birleşme işlemleri ve kredi alacakları dolayısıyla gerçekleştirilen işlemler kapsam dışında bırakılmıştır. İşlemlerin belirlenmesinde sektör ayrımı yapılmamıştır. Belirlenen kısıtlar çerçevesinde 116 birleşme işlemi tespit edilerek değerlendirilmiştir (Ek-1 ve Ek-2).⁸⁷ Bu kapsamda, 74

⁸⁶ ÖİB ve TMSF tarafından yapılan şirket satışlarında, sadece alıcı şirketlerin dikkate alınmasının nedeni, “hedef şirket”lerin zaten belli bir program dahilinde önceden satılacağı biliniyor olmasıdır. Bu tür işlemler için gelir etkisinin esas itibarıyla alıcı şirket açısından önem arz ettiği düşünülmektedir.

⁸⁷ Hem satın alan hem hedef şirketin İMKB’ye kote olduğu bir işlem vardır. Bu nedenle, sadece söz konusu nitelikteki işlemlerin değerlendirilmesi istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara yol açmayacağından,

hedef ve 43 alıcı şirket bulunmaktadır. İşlemlerin sadece birisinde (Migros-Tansaş işlemi) her iki taraf da İMKB'ye kote şirketlerden oluşmaktadır.

İMKB 100 endeksinin günlük kapanış değerleri İMKB'nin günlük bültenlerinden, şirketlerin mali tabloları İMKB verilerinden ve hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatları www.analiz.com sitesinden elde edilmiştir. Çalışmada, incelenen dönem içerisinde şirketlerin dağıtmış oldukları temettü ve gerçekleştirdikleri sermaye artırımları fiyatlara yansıtılmıştır.

5.3. Olay Çalışması Yöntemiyle Birleşmeler Yoluyla Değer Yaratılmasının Test Edilmesi

Çalışmada, yukarıda açıklanan kısıtlar çerçevesinde belirlenen birleşme işlemleriyle, satın alan şirket ve hedef şirket hissedarları açısından değer yaratılıp yaratılmadığı olay çalışması yöntemiyle incelenmektedir.

“Olay çalışması yöntemi fiyat performans ölçümlerinde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Yöntem, kısa ve uzun dönemli analizleri içermektedir. Kısa dönemli analizlerde, alıcı firma, hedef firma ve birleşen firma için duyuru öncesi ve sonrasını kapsayan kısa dönemli hisse senedi fiyat performanslarının ölçümü yapılmaktadır. Bu

hedef şirket ya da alan şirketten herhangi birisinin İMKB'ye kote olduğu işlemler çalışmaya dahil edilmiştir. İki şirket arasında söz konusu olan bir satın alma işlemine, esas listede birden fazla yer verildiği durumlar bulunmakla birlikte (Bir işlem için farklı tarihlerde niyet, tamamlanma ya da görüşmelerin sona erdirilmesi gibi durumlar söz konusu olabilmektedir.), çalışmada her bir işlem için sadece bir duyuru tarihi esas alınmıştır. Bu tür durumlar için esas alınan duyuru günü, işlemin kamuya duyurulduğu ilk tarihtir.

yöntemin etkin piyasalar için oldukça güvenilir bir yöntem olduğu belirtilmektedir. Bilindiği üzere, etkin piyasalarda hisse senedi fiyatları, yeni bir bilginin piyasaya gelmesi ile ya da piyasada herhangi bir noktada herhangi bir değişimin yaşanması ile hemen düzeltilmektedir. Uzun dönemli analizlerde ise, satın alma duyurusunu izleyen üç ila beş yıl için bu kez uzun dönemli hisse senedi performansının ölçümü yapılmaktadır” (İçke, 2007: 93). Çalışmalar uzun dönemde, bazı satın alan şirketlerin işlem gerçekleştirmeyen benzerlerinden önemli derecede düşük performans sergilediğini göstermektedir. Uzun dönemli çalışmalarda incelenen anormal performans ölçümleri, piyasaya göre değil, işlem gerçekleştirmeyen benzer şirketlere göre yapılır (Bouwman, Fuller ve Nain, 2003: 9).

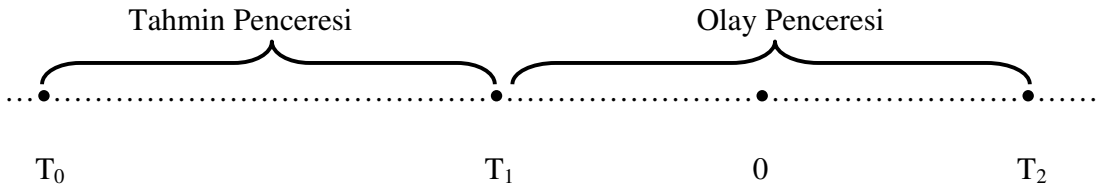
5.3.1. Duyuru Gününün ve Olay Penceresinin Tespiti

Duyuru günü (announcement date) ya da olayın gerçekleştiği gün (event date), işlemin gerçekleştirildiği gün değil kamuoyuna açıklandığı gün ($t = 0$) olarak alınmıştır. İşlemin tamamlandığı tarih genellikle duyuru gününden sonraki tarihlere rastlamakta ve “tamamlanma günü” olarak adlandırılmaktadır. Bazı işlemler ise gerçekleştirilmeden sona erdirilmekte, bazıları ise askıda (pending) bulunmaktadır. Olay çalışmasında, olay tarihinin etrafında fiyat hareketlerinin incelendiği dönem “olay penceresi”dir (event window).

Olay çalışması yöntemiyle birleşmelerin değer etkisinin tespitinde, belirlenmesi gereken bir diğer dönem “tahmin penceresi”dir (estimation window). Tahmin penceresi ve olay

penceresi birbirinden farklı dönemleri kapsar. Tahmin penceresi olarak günlük verilerin kullanıldığı çalışmalarda genellikle 100 ila 300 gün arası alınırken, aylık verilerin kullanıldığı durumlarda ise 24 ila 60 aylık dönem alınır. Olay penceresinin tespitinde ise, günlük verilerde 21-121 gün arası, aylık çalışmalarda 25 ay ile 121 ay arası alınır (Peterson, 1989).

Olay çalışmasına ilişkin zaman çizelgesi aşağıdaki şekilde gösterilebilir. Çizelgedeki T_0 ile T_1 arasındaki dönem tahmin penceresini, 0 olay gününü, T_1 ile T_2 arasındaki dönem ise olay penceresini gösterir.



Çalışmada, birleşmenin kamuya duyurulduğu tarihten önceki ve sonraki kırk günlük dönem (-40, + 40) olay penceresi olarak belirlenmiştir. Tespit edilen olay penceresindeki toplam 81 günlük inceleme aralığı, kısa vadeli etkinin tespit edilmesini sağlamaktadır. Ancak daha geniş olay pencereleri kullanılarak işlemlerin uzun dönemli etkileri de incelenebilir. Çalışmada belirlenen, duyuru öncesi ve sonrası 40 günlük dönemin, işlemin fiyatlar üzerindeki etkilerinin görülebilmesi bakımından yeterli olduğu düşünülmektedir. Yapılan çalışmalar kısa dönemli olay pencerelerinin, genellikle olayın etkisini içerdiğini göstermektedir (Ryngaert ve Netter, 1990). Dann, Mayers ve Raab

(1977) tarafından NYSE'ye yönelik yapılan çalışmada, firmaya özel bilginin yayınlanmasını takip eden 15 dakika içerisinde hisse fiyatlarının tam anlamıyla bilgiyi yansıtır hale geldiği tespit edilmiştir. Benzer biçimde Mitchell ve Netter (1989), federal vergi oranlarında yapılacak değişikliklere ilişkin açıklamaların 90 dakika içerisinde hisse senedi fiyatlarına yansıdığı bulgusuna ulaşmıştır.

Duyuru öncesi döneme ilişkin fiyat hareketlerinin incelenmesi, piyasadaki söylentilerin ve içeriden öğrenmeye yönelik durumların test edilmesini sağlamaktadır. Toplamda ise, hem geriye hem ileriye yönelik inceleme yapılması İMKB'nin etkinlik derecesinin anlaşılmasına yardım etmektedir.

“Olay penceresinin çok uzun dönemli belirlenmesi, piyasaların etkin çalıştığı varsayımının ihlal edilmesi anlamını taşır. Çünkü bu suretle, birleşme haberinin çok kısa bir süre içerisinde değil uzunca bir dönemde fiyatlar üzerinde etki göstermesi söz konusudur” (McWilliams ve Siegel, 1997: 630). Ayrıca, uzun dönemli analizlerde, etkisi incelenen olaydan farklı olayların meydana gelmesi ve fiyatları etkilemesi mümkündür (confounding effects). Bu durumda sadece incelenen olayın etkisinin tespit edilebilmesi oldukça zordur. Bunun yanı sıra Brown ve Warner'a (1980, 1985) göre, uzun dönemi kapsayan olay pencereleri istatistiksel testlerin (t-testi) açıklama gücünü zayıflatmaktadır.

5.3.2. Anormal Getirilerin Hesaplanması

Olay çalışması yöntemiyle birleşme işlemlerinin gelir etkilerinin belirlenebilmesi için anormal getiriler hesaplanır. Anormal getiri, bir şirketin belli bir döneme ait fiili getirisi (actual return) ile aynı döneme ait beklenen getirisi (expected return) arasındaki farktır.

Bu süreçte ilk olarak, olay penceresi tespit edildikten sonra belirlenen periyoda ait her bir gün için şirket bazında fiili ya da gerçekleşen getiriler hesaplanır. Bir hisse senedinin t gününe ait fiili getirisi şu formülle bulunur:

$$R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}} \quad (1)$$

Formüldeki $P_{i,t}$, i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatını, $P_{i,(t-1)}$ ise i hisse senedinin t-1 günündeki kapanış fiyatını gösterir.

5.3.3. Beklenen Getirilerin Hesaplanması

Tahmini getiri (predicted return) ya da normal getiri (normal return) olarak da tanımlanabilen beklenen getiri, birleşme işleminin gündeme gelmemiş olması durumunda söz konusu olacak getiridir.

Tahmini ya da beklenen getirilerin belirlenmesinde üç yöntemden yararlanılır. Bu yöntemler; “Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi” (The Mean Adjusted Return Method), “Piyasa Modeli Yöntemi” (The Market Model Method) ve “Piyasaya Göre

Düzeltilmiş Getiri Yöntemi”dir (The Market Adjusted Return Method). Bu üç yöntemin her birine göre yapılan hesaplamayla benzer sonuçlara ulaşılması beklenir.

5.3.3.1. Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi

Yöntemde, birleşmenin etkisinin olmadığı düşünülen bir tahmin dönemi (tahmin penceresi) belirlenir (estimation window ya da clean period). Bu dönem, olay penceresinin kapsadığı dönemden önce, sonra veya hem önce hem sonra olabilir, ancak hiçbir zaman olay penceresiyle çakıştırılmaz.

Örneğin, duyuru öncesi -240 ile – 41. günler arasının alınabileceği tahmin penceresinde olayla ilgili hiçbir bilginin açıklanmamış olması esastır. Ortalama düzeltilmiş getiri yönteminde, bir şirketin olay penceresi içerisindeki her bir güne ait beklenen getirisi, tahmin penceresindeki gerçekleşen günlük getirilerinin ortalamasıdır (Weston, Chung ve Hoag, 1990: 218). Örneğin, (-240, -41) şeklinde belirlenen bir tahmin penceresinde, olay penceresi kapsamında her bir gün için kullanılacak beklenen getiri aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$\widehat{R}_{it} = \bar{R} = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{it}}{200} \quad (2)$$

5.3.3.2. Piyasa Modeli Yöntemi

Bu yöntemde öncelikle bir tahmin penceresi belirlenir ve gün bazında hesaplanan regresyon ile piyasa modeli tahmin edilir.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

R_{mt} , t günündeki piyasa endeksinin getirisini, β_i , i şirketinin piyasaya göre hassasiyetini, α_i , piyasa tarafından açıklanamayan ortalama getiriyi, ε_{it} ise istatistiksel hata terimini gösterir. Regresyon vasıtasıyla α_i ve β_i değerleri bulunur ve $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ olarak tanımlanır. Olay penceresindeki günlük getirilerin hesaplanmasında, piyasa modeli yoluyla tespit edilen $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$ kullanılır.

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (4)$$

Formüldeki R_{mt} , olay penceresindeki t gününe ait pazar getirisini gösterir. “Piyasa modeli, olay penceresindeki gün bazında beklenen getirilerin hesaplanmasında en çok kullanılan yöntemdir” (Weston, Chung ve Hoag, 1990: 218).

5.3.3.3. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi

Yöntemde, olay penceresi içerisindeki bir güne ilişkin beklenen getiri, o güne ait piyasa endeksi getirisi olarak alınır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminin piyasa modelinin bir versiyonu olduğu düşünülebilir ($\hat{\alpha} = 0$, $\hat{\beta} = 1$).

$$\hat{R}_{it} = R_{mt} \quad (5)$$

“ $\hat{\alpha}$ değerinin genellikle çok düşük olması, şirketlerin tümüne ait ortalama $\hat{\beta}$ değerinin ise 1 olması, piyasaya göre düzeltilmiş getiri modeliyle kabul edilebilir sonuçlara ulaşılmasını sağlar” (Weston, Chung ve Hoag, 1990: 219).

Çalışmada, piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılmıştır. Piyasa getirisi olarak ilgili güne ait İMKB 100 endeksinin getirisi alınmıştır.

Olay penceresi içindeki her bir gün için gerçekleşen ve beklenen getiriler hesaplandıktan sonra, şirket ve gün bazında anormal getiriler hesaplanır.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (6)$$

Formüldeki $\hat{\alpha} = 0$ ve $\hat{\beta} = 1$ 'dir.

Olay penceresi içerisinde her bir hisse senedinin anormal getirisi hesaplandıktan sonra, ortalama anormal getiriler hesaplanır. Ortalama anormal getiriler aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$AAR_t = 1/N \left(\sum_{i=1}^N AR_{it} \right) \quad (7)$$

Kümülatif anormal getirilerin (kümülatif ortalama anormal getiriler) hesaplanması için ortalama anormal getiriler kullanılır. Kümülatif anormal getirilerin hesaplanmasında ise şu formülden yararlanılır:

$$CAR = (1/n) \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (8)$$

5.3.4. Hipotezler

Çalışmada şirket birleşmelerinin, gerek satın alan ve gerekse hedef şirketlerin anormal getiri elde edebilmelerinin mümkün olup olmadığı hususu incelenmektedir. Bu çerçevede satın alan şirketler ve hedef şirketler için iki ayrı hipotez grubu oluşturulmuştur.

1.Grup (Satın Alan Şirketler Açısından)

$H_{1,0}$ = Birleşme işleminin duyurulduğu tarih ve etrafındaki 40'ar günlük dönemde, satın alan şirketlerin sağladıkları anormal getiri 0'dır.

$$KAG = 0$$

$H_{1,1}$ = Birleşme kararının duyurulduğu tarih ve etrafındaki 40'ar günlük dönemde satın alan şirket hissedarlarının sağladıkları anormal getirileri 0'dan farklıdır.

$$KAG \neq 0$$

2.Grup (Hedef Şirketler Açısından)

$H_{2,0}$ = Birleşme işleminin duyurulduğu tarih ve etrafındaki 40'ar günlük dönemde, hedef şirketlerin sağladıkları anormal getiri 0'dır.

$$KAG = 0$$

$H_{2,1}$ = Birleşme işleminin duyurulduğu tarih ve etrafındaki 40'ar günlük dönemde, hedef şirketlerin sağladıkları anormal getiri 0'dan farklıdır.

$$KAG \neq 0$$

Bu hipotezlerin test edilmesi amacıyla, birleşme duyurularının yapıldığı tarih ve etrafındaki günlerdeki ortalama anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler t – testine tabi tutulmaktadır.

Ortalama anormal getiriler bakımından, H_0 hipotezinin test edilmesinde aşağıdaki formül kullanılır:

$$t(AAR_t) = \left(\frac{1}{\sqrt{N}} \right) \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (9)$$

(9) numaralı formülle, olay penceresi kapsamında günlük bazda satın alan ve hedef şirketlerin ortalama aşırı getirilerinin istatistiksel anlamlılığı test edilmektedir.

Hesaplanan kümülatif anormal getirilerin anlamlılığını ölçmede de t - testi kullanılmaktadır.

$$t(CAR) = \sqrt{\left(\frac{1}{N.k} \right)} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i} \quad (10)$$

(10) numaralı formülle, (-40, +40), (-30, +30), (-20, +20), (-10, +10), (-5, +5), (-2, +2), (-1, +1), (-40, 0), (-30, 0), (-20, 0), (-10, 0), (-5, 0), (-2, 0), (-1, 0), (0, +1), (0, +2), (0, +5), (0, +10), (0, +20), (+1, +5), (+1, +10), (+1, +40), (-40, -1), (-10, -1) ve (-2, -1) şeklinde belirlenen olay pencereleri kapsamında, tarafların kümülatif ortalama anormal getirilerinin anlamlılığı incelenmektedir.

$H_{1,0}$ ve $H_{2,0}$ hipotezlerinin reddedilmesi için, t değerinin % 1 güven aralığında 2,58'den, % 5 güven aralığında 1,96'dan ve % 10 güven aralığında ise 1,65'ten büyük olması gerekir.

5.3.5. Olay Çalışması Yöntemiyle Birleşmelerin Değer Etkisine İlişkin Bulgular

Çalışmada 116 adet birleşme işleminin, satın alan ve hedef şirketler açısından ayrı ayrı fiyat performansları incelenmiştir. Toplam 43 alıcı ve 74 hedef şirketin, 81 günlük (-40, + 40) ortalama anormal getirilerine ilişkin bilgilere Tablo 13 ve 15'te yer verilmektedir. Söz konusu tablolarda ayrıca, olay penceresindeki her bir güne ait t-istatistik değerleri de gösterilmektedir. Satın alan şirketlerin sağladıkları ortalama anormal getiriler - %1,29576 ile + % 1,237656 arasında değişmektedir. Bu anormal getiriler sırasıyla duyuru sonrası 14. gün ve duyuru günü gerçekleşmiştir. Duyuru günü görülen maksimum pozitif getiri % 10 seviyesinde istatistiksel anlamlılığa sahiptir. Satın alan firmalar için söz konusu olan duyuru günü yaklaşık % 1,2 seviyesindeki aşırı getirinin kayda değer bir getiri olduğu söylenebilir. Duyuru gününde pozitif anormal getiri görülmekle birlikte, duyuru öncesi ve sonrası günlerde istatistiksel anlamlılığa sahip anormal getirilerin tümü negatiftir. Bir başka deyişle alıcı şirket hissedarları için değer kaybı söz konusudur. Duyuru sonrası 13. gündeki % 5 seviyesinde anlamlılığa sahip yaklaşık % 1,27'lik negatif anormal getiri önemlidir. İstatistiksel anlamlılığa sahip diğer günlerdeki değer tahribatı ise % 1'in altındadır.

Tablo 13: Satın Alan Şirketler İçin Ortalama Anormal Getiriler

Gün	AG (%)	T-istatistik	Gün	AG (%)	T-istatistik
-40	-0,21978	-0,464	1	-0,22667	-0,391
-39	-0,27943	-0,899	2	0,357908	0,622
-38	0,087689	0,329	3	0,384187	0,682
-37	-0,50557	-1,186	4	-0,19704	-0,426
-36	-0,23348	-0,573	5	-0,06233	-0,107
-35	-0,56549	-1,342	6	-0,05906	-0,136
-34	0,866843	1,645	7	0,450829	0,815
-33	0,110522	0,327	8	-0,41255	-0,791
-32	-0,25894	-0,553	9	-0,32598	-0,362
-31	0,770067	1,551	10	-0,14304	-0,283
-30	-0,35253	-0,915	11	-0,01932	-0,038
-29	0,039433	0,098	12	-0,07998	-0,198
-28	0,422021	0,893	13	-1,26893	-2,428 **
-27	0,499852	0,946	14	-1,29576	-1,211
-26	0,014692	0,031	15	0,735728	1,535
-25	-0,5725	-1,759 *	16	0,196211	0,335
-24	0,09108	0,157	17	-0,12994	-0,348
-23	0,083921	0,19	18	-0,07243	-0,13
-22	0,259128	0,594	19	-0,03969	-0,071
-21	0,408594	0,99	20	-0,3574	-0,947
-20	-0,45539	-1,361	21	0,841409	1,476
-19	-0,19931	-0,465	22	0,475989	1,089
-18	0,343509	0,474	23	-0,6024	-1,114
-17	-0,11918	-0,251	24	0,394246	1,033
-16	0,340585	0,66	25	-0,99266	-2,718 **
-15	0,591573	1,273	26	0,026822	0,063
-14	0,010747	0,028	27	0,070799	0,131
-13	-0,02083	-0,05	28	-0,50715	-1,758 *
-12	0,138361	0,329	29	0,055322	0,151
-11	-0,81811	-1,766 *	30	0,015533	0,047
-10	-0,34997	-1,182	31	0,525235	1,17
-9	0,479552	1,162	32	-0,00859	-0,028
-8	0,304235	0,624	33	0,814977	1,614
-7	0,02795	0,078	34	0,177541	0,497
-6	-0,1319	-0,376	35	0,453292	0,955
-5	-0,551	-1,483	36	0,195566	0,484
-4	-0,16208	-0,412	37	0,429745	0,932
-3	0,607086	1,239	38	-0,03156	-0,076
-2	0,504121	0,896	39	0,197736	0,275
-1	0,54172	1,151	40	0,426653	0,93
0	1,237656	1,757 *			

* % 10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 13'ten görüldüğü üzere, duyuru günü haricinde birleşme işlemleri satın alan firmalar için pozitif aşırı getiri sağlamamaktadır (pozitif aşırı getiri hesaplanan günlerin, duyuru günü haricinde istatistiksel anlamlılığı yoktur.). Aksine, duyuru öncesi dönemde 25. gün - % 0,572 ($t = -1,759$), 11. gün - % 0,818 ($t = -1,766$) anormal getiri söz konusudur. Bu iki günde de anlamlılık seviyesi % 10'dur. Duyuru sonrası döneme bakıldığında ise yine negatif ortalama anormal getiriler görülmektedir. Duyuru sonrası 13. günde - % 1,268 ($t = -2,428$), 25. günde - % 0,992 ($t = -2,718$), 28. günde - % 0,507 ($t = -1,758$) getiri mevcuttur. 13. ve 25. günlerdeki getirilerin istatistiksel anlamlılığın oldukça yüksektir (% 5), 28. günde anlamlılık ise % 10'dur.

Grafik 5: Satın Alan Şirketler İçin Anormal Getiriler (-40, +40)



Grafik 5 olay penceresi olarak belirlenen duyuru öncesi ve sonrası 40 güne ilişkin satın alan şirketler için ortalama anormal getirileri göstermektedir. Grafikten de görüleceği üzere, en yüksek ortalama anormal getiri duyuru günü gerçekleşmektedir (+ % 1,237).

En düşük ortalama anormal getiri ise - % 1,295 ile duyuru sonrası 14. günde görülmektedir. Ancak bu değer istatistiksel olarak anlamlı değildir. Genel olarak bakıldığında, ortalama anormal getiriler $\pm$ % 1,00 aralığında dağılım göstermektedir. Ayrıca, anormal getirilerin özellikle duyuru günü etrafında yoğunlaştığı söylenebilir.

Tablo 14: Satın Alan Şirketler İçin Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)
-40	-0,21978	-23	-0,00161188	-6	0,807924	11	2,732351	28	0,127225
-39	-0,49922	-22	0,257516322	-5	0,256922	12	2,652372	29	0,182547
-38	-0,41153	-21	0,666110197	-4	0,094838	13	1,383446	30	0,198081
-37	-0,9171	-20	0,210718036	-3	0,701923	14	0,087689	31	0,723315
-36	-1,15058	-19	0,011404925	-2	1,206044	15	0,823417	32	0,714729
-35	-1,71607	-18	0,35491401	-1	1,747764	16	1,019628	33	1,529705
-34	-0,84923	-17	0,235730732	0	2,98542	17	0,889685	34	1,707246
-33	-0,7387	-16	0,576315283	1	2,758748	18	0,817254	35	2,160538
-32	-0,99764	-15	1,167888442	2	3,116656	19	0,777563	36	2,356103
-31	-0,22757	-14	1,178635078	3	3,500843	20	0,420166	37	2,785848
-30	-0,58011	-13	1,15780211	4	3,303801	21	1,261575	38	2,75429
-29	-0,54067	-12	1,296162993	5	3,24147	22	1,737564	39	2,952026
-28	-0,11865	-11	0,478053789	6	3,182414	23	1,135165	40	3,378679
-27	0,381198	-10	0,12808506	7	3,633243	24	1,529411		
-26	0,39589	-9	0,607637107	8	3,220689	25	0,53675		
-25	-0,17661	-8	0,911872001	9	2,894711	26	0,563572		
-24	-0,08553	-7	0,939821627	10	2,751674	27	0,634371		

Satın alan şirketlerin (-40, + 40) olay penceresindeki 81 güne ilişkin kümülatif ortalama anormal getirileri Tablo 14'te yer almaktadır. Kümülatif ortalama anormal getiriler duyuru öncesi 23. güne kadar ağırlıklı olarak negatif iken, duyuru öncesi 22. günden olay penceresinin sonuna kadar pozitif olmaktadır. Duyuru günü yaklaşık % + 2,98 seviyesine ulaşan kümülatif anormal getiri, olay penceresinin tümü (-40, +40) dikkate alındığında + % 3,37 olarak hesaplanmaktadır. Olay penceresindeki en düşük kümülatif anormal getiri duyuru öncesi 35. gündeki - %1,716 değeridir. En yüksek değer ise + % 3,633 ile duyuru sonrası 7. günde gerçekleşmiştir. Olay penceresinin tümüne ait

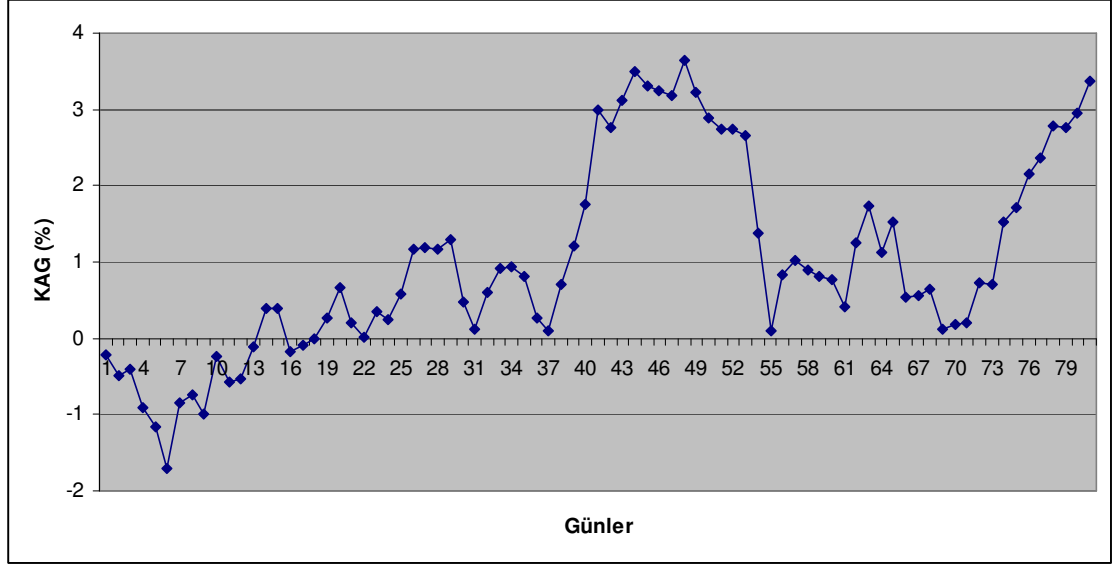
kümülatif anormal getirinin t değeri 0,810 olup, istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır. Bu bulgu,

“ $H_{1,0}$ = Birleşme işleminin duyurulduğu tarih ve etrafındaki 40’ar günlük dönemde, satın alan şirketlerin sağladıkları kümülatif anormal getiri 0’dır.”

şeklindeki hipotezin reddedilemeyeceği sonucunu doğurmaktadır.

Grafik 6’da alıcı şirketler için kümülatif anormal getiriler verilmektedir. Kümülatif anormal getiriler negatiften başlamakta ve duyuru sonrası 12. güne kadar yükselen bir bandta seyretmektedir. Ancak duyuru sonrası 13. günden itibaren ciddi kayıplar göstermekte, duyuru sonrası 33. günden itibaren önemli yükselişler sergilemektedir. Kümülatif anormal getirilerin özellikle duyuru sonrası dönemde dalgalanmalar gösterdiğini söylemek mümkündür.

Grafik 6: Satın Alan Şirketler İçin Kümülatif Anormal Getiriler (-40, +40)



Çalışmada araştırılan bir diğer husus, birleşme işlemlerinde hedef şirket hissedarları için değer yaratılıp yaratılmadığıdır. Toplam 74 hedef şirketin (-40, +40) günlük olay penceresi kapsamında analiz edildiği çalışmada, alıcı şirket getirilerine göre daha belirgin sonuçlara ulaşılmıştır. Tablo 15’te hedef şirketler için ortalama anormal getiriler yer almaktadır. İncelenen dönemde hedef şirketler için en yüksek anormal getiri + % 1,111 ile duyuru öncesi 2. günde, en düşük anormal getiri ise - % 1,166 ile duyuru sonrası 4. günde görülmektedir. Her iki gün için istatistiksel anlamlılık derecesi % 5’tir. Duyuru öncesi döneme bakıldığında 36. ve 35. günlerde % 10 anlamlılık derecesinde sırasıyla, + % 0,638 ($t = 1,877$) ve - % 0,467’lik ($t = - 1,76$) şeklinde ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Duyuru gününe yaklaştıkça, istatistiksel olarak anlamlı, çok sayıda aşırı pozitif getirinin olduğu gün bulunmaktadır. Duyuru öncesi 9. günde + % 0,808 ($t = 2,052$), 6. günde + % 1,074 ($t = 2,172$), 5. günde + % 0,855 ($t = 1,671$), 2.

günde + % 1,111 ($t = 2,266$) ve 1. günde + % 0,948 ($t = 2,09$) seviyesinde aşırı getiri hesaplanmıştır. Bu getirilerin 5. günde olanı % 10, diğerleri % 5 seviyesinde anlamlıdır. Duyuru sonrası döneme bakıldığında ise, % 5 anlamlılık derecesinde 4. günde - % 1,166 ($t = - 2,371$), 12. günde + % 0,818 ($t = 2,114$), 24. günde - % 0,692 ($t = - 2,374$), 39. günde - % 0,779 ($t = - 2,339$) ve % 10 anlamlılık seviyesinde 28. günde + % 0,599 ($t = 1,801$) oranında ortalama anormal getiriler tespit edilmiştir.

Hedef şirketler için özellikle duyuru öncesi 10 günlük dönemde anlamlılık derecesi yüksek pozitif aşırı getiriler görülmektedir. Bu durum, içeriden öğrenenlerin varlığının işareti sayılabilir. Duyuru güne yaklaştıkça sıklığı artan bu pozitif getiriler, her ne kadar gün bazında çok yüksek görünmese de (+ % 1 civarında), toplamda önemlidir.

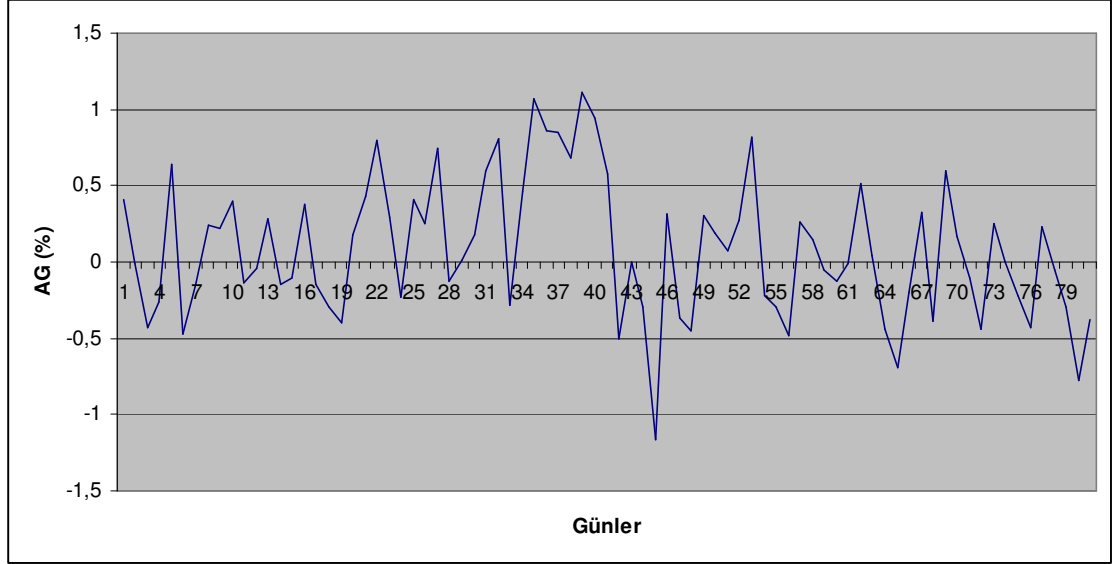
Tablo 15: Hedef Şirketler İçin Ortalama Anormal Getiriler

Gün	AG (%)	T-istatistik	Gün	AG (%)	T-istatistik
-40	0,405767	1,009	1	-0,49842	-0,55
-39	-0,01423	-0,047	2	0,002391	0,004
-38	-0,42756	-1,356	3	-0,29871	-0,902
-37	-0,26079	-0,861	4	-1,16686	-2,371 **
-36	0,63821	1,877 *	5	0,31047	0,719
-35	-0,46767	-1,76 *	6	-0,36244	-0,961
-34	-0,1516	-0,302	7	-0,45308	-1,342
-33	0,23734	0,755	8	0,303539	0,788
-32	0,218471	0,504	9	0,188871	0,468
-31	0,393488	0,951	10	0,070802	0,174
-30	-0,13134	-0,321	11	0,276885	0,77
-29	-0,04284	-0,096	12	0,818272	2,114 **
-28	0,286953	0,667	13	-0,21638	-0,741
-27	-0,15136	-0,364	14	-0,29774	-0,831
-26	-0,10244	-0,244	15	-0,48661	-1,221
-25	0,372729	1,049	16	0,259812	0,704
-24	-0,14931	-0,398	17	0,150033	0,37
-23	-0,29804	-0,819	18	-0,05553	-0,163
-22	-0,39614	-0,724	19	-0,12272	-0,344
-21	0,174256	0,489	20	-0,01049	-0,037
-20	0,434358	1,395	21	0,512772	1,428
-19	0,794263	1,513	22	0,044909	0,129
-18	0,294835	0,725	23	-0,43769	-1,417
-17	-0,2258	-0,521	24	-0,69263	-2,374 **
-16	0,404188	1,06	25	-0,19633	-0,469
-15	0,252467	0,682	26	0,326286	0,796
-14	0,749394	1,633	27	-0,38437	-0,833
-13	-0,12145	-0,332	28	0,599445	1,801 *
-12	0,014935	0,041	29	0,168436	0,425
-11	0,174865	0,502	30	-0,10496	-0,333
-10	0,598161	1,657	31	-0,44078	-1,231
-9	0,808398	2,052 **	32	0,25395	0,832
-8	-0,28257	-0,658	33	-0,00331	-0,011
-7	0,462827	1,098	34	-0,22497	-0,685
-6	1,074928	2,172 **	35	-0,42683	-1,365
-5	0,855651	1,671 *	36	0,229009	0,664
-4	0,845147	1,282	37	-0,04743	-0,183
-3	0,686905	1,312	38	-0,29619	-0,948
-2	1,111166	2,266 **	39	-0,77979	-2,339 **
-1	0,948658	2,09 **	40	-0,37762	-1,261
0	0,571803	0,606			

* % 10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Grafik 7: Hedef Şirketler İçin Ortalama Anormal Getiriler (-40, +40)



Grafik 7 hedef şirketler için ortalama anormal getirileri göstermektedir. Grafikten de görüleceği üzere, duyuru öncesi 10 günlük dönemde, günlük % 1 civarında ortalama anormal getiri tespit edilmiştir.

Tablo 16: Hedef Şirketler İçin Kümülatif Anormal Getiriler

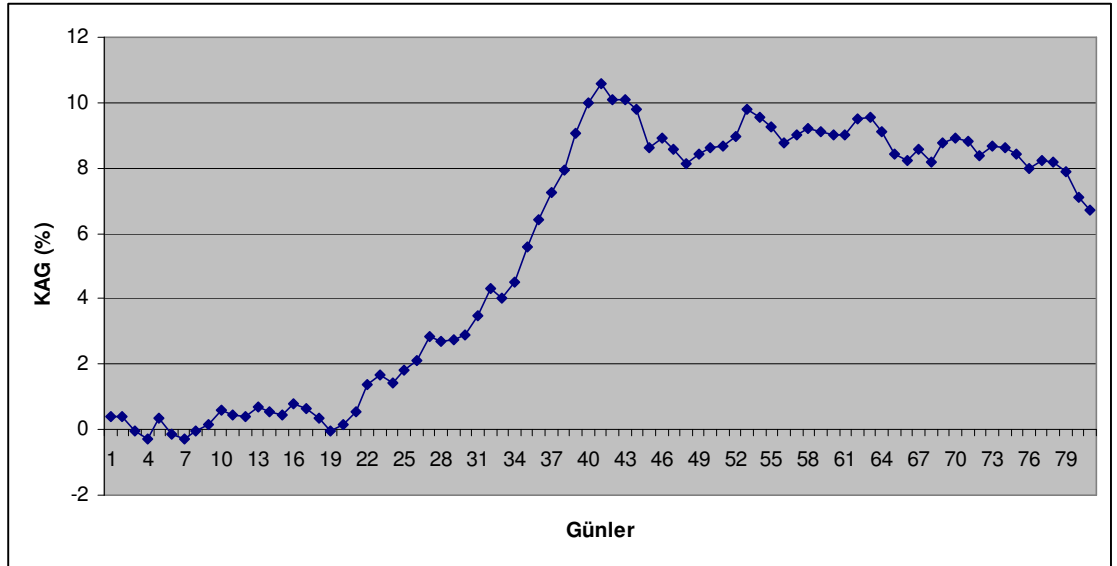
Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)	Gün	KAG (%)
-40	0,405767	-23	0,355794	-6	5,567707	11	8,960482	28	8,771519
-39	0,391538	-22	-0,04034	-5	6,423358	12	9,778754	29	8,939955
-38	-0,03602	-21	0,133912	-4	7,268506	13	9,562374	30	8,83499
-37	-0,29682	-20	0,56827	-3	7,955411	14	9,264637	31	8,394209
-36	0,341393	-19	1,362533	-2	9,066577	15	8,778027	32	8,648158
-35	-0,12627	-18	1,657368	-1	10,01524	16	9,037839	33	8,644847
-34	-0,27788	-17	1,431566	0	10,58704	17	9,187872	34	8,419876
-33	-0,04054	-16	1,835755	1	10,08862	18	9,132342	35	7,993041
-32	0,177936	-15	2,088222	2	10,09101	19	9,009619	36	8,22205
-31	0,571424	-14	2,837616	3	9,7923	20	8,999129	37	8,174615
-30	0,440086	-13	2,716165	4	8,625442	21	9,511901	38	7,878426
-29	0,397251	-12	2,7311	5	8,935911	22	9,55681	39	7,098637
-28	0,684204	-11	2,905965	6	8,573469	23	9,119118	40	6,721017
-27	0,532849	-10	3,504126	7	8,120385	24	8,426484		
-26	0,430414	-9	4,312524	8	8,423924	25	8,230155		
-25	0,803142	-8	4,029952	9	8,612795	26	8,556441		
-24	0,653836	-7	4,492779	10	8,683598	27	8,172074		

Hedef şirketler için, $(-40, +40)$ şeklindeki günlük olay penceresinde en yüksek kümülatif anormal getiri, $+ \% 10,587$ ile duyuru günü gerçekleşmektedir. En düşük kümülatif anormal getiri ise $- \% 0,296$ ile duyuru öncesi 37. gündedir. Olay penceresinin tamamı değerlendirildiğinde, kümülatif anormal getiri $+ \% 6,721$ olarak hesaplanmaktadır. Bu değere ilişkin t-istatistiği 1,646'dır. Bu değer, istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla,

“ $H_{2,0}$ = Birleşme işleminin duyurulduğu tarih ve etrafındaki 40'ar günlük dönemde, hedef şirketlerin sağladıkları kümülatif anormal getiriler 0'dır.”

şeklindeki hipotez reddedilememektedir.

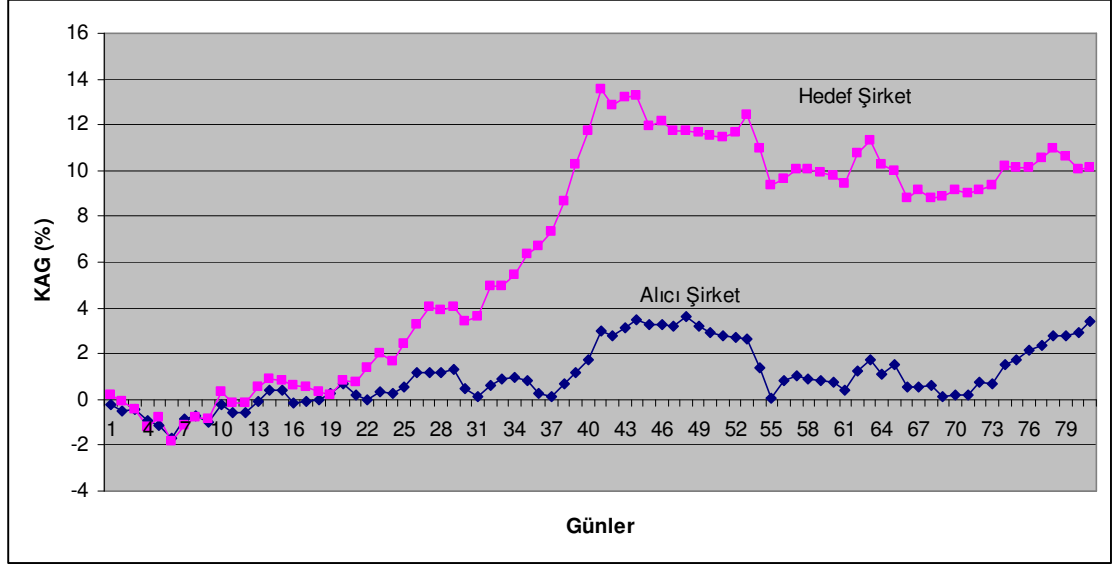
Grafik 8: Hedef Şirketlerin Kümülatif Anormal Getirileri (-40, +40)



Grafik 8’de yer verilen, hedef şirketler için kümülatif ortalama getiriler oldukça açıklayıcı sonuçlar ortaya koymaktadır. Duyuru öncesi 40 ile 20. gün arasında - % 0,28 ile + % 0,8 arasında dar bir bantta değişen kümülatif anormal getiriler, duyuru öncesi 20. günden itibaren açık biçimde yükselmeye başlamakta ve duyuru günü + % 10,587 ile en yüksek seviyesine ulaşmakta ve incelenen dönem sonuna kadar + % 7-10 bandında bulunmaktadır.

Hedef şirketler için kümülatif ortalama getiriler duyuru öncesi 20. günden itibaren yükselmeye başlamakta ve duyuru günü en üst seviyeye çıkmaktadır. Gün bazında özellikle duyuru öncesi günlerde istatistiksel anlamlılığa sahip pozitif ortalama anormal getiriler tespit edilmesi, söz konusu dönemler için hedef şirket hissedarları için değer yaratıldığına işaret eder. Bu durum aynı zamanda içeriden öğrenenlerin varlığının ve bu sayede pozitif anormal getiriler elde edildiğini göstermektedir.

Grafik 9: Hedef ve Satın Alan Şirketlerin Kümülatif Anormal Getirileri



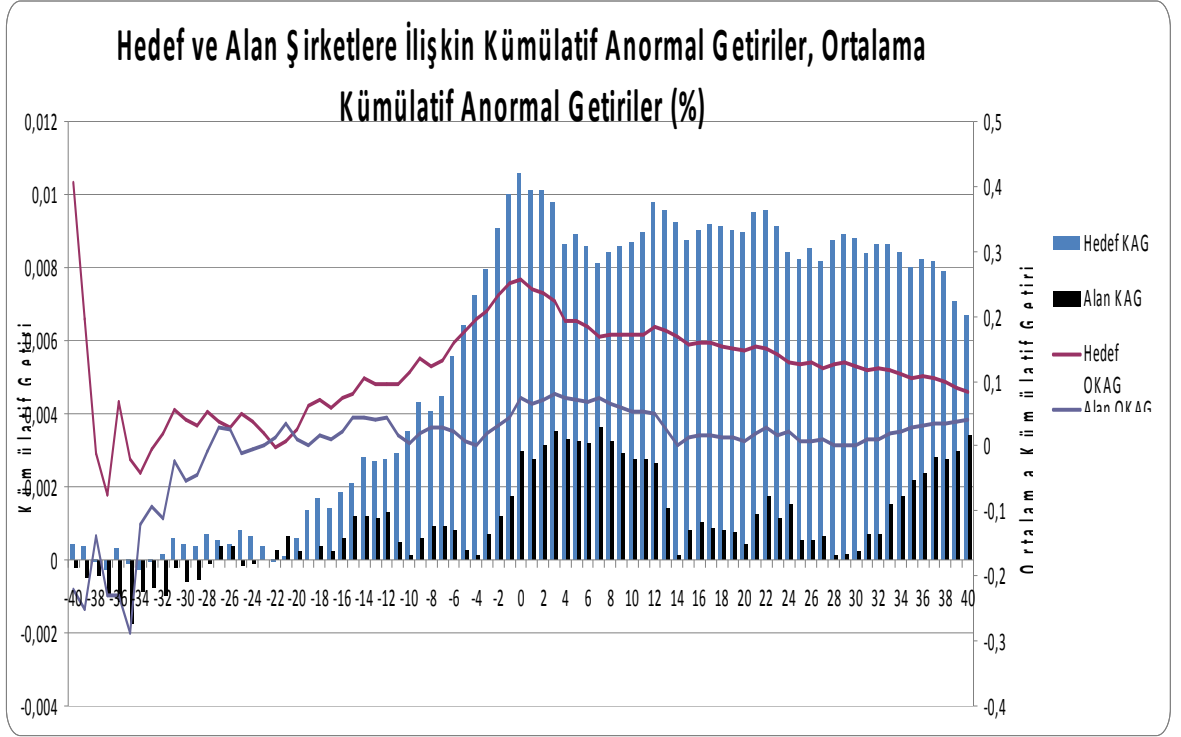
Grafik 9’da hedef ve satın alan şirketler için olay penceresi dahilinde kümülatif ortalama anormal getiriler gösterilmektedir. Duyuru öncesi 20. gün civarına kadar birbirine yakın giden hedef ve satın alan şirketler kümülatif ortalama getirileri, bu tarih sonrasında önemli biçimde hedef şirket hissedarları lehine farklılaşmıştır. Özellikle duyuru tarihinde, söz konusu fark en yüksek değerlerinden birisindedir.

Satın alan şirketler açısından bakıldığında, duyuru günü öncesi dönemde kümülatif anormal getiriler negatif ya da + % 1’den aşağı seviyededir. Duyuru tarihini takip eden günlerde ise % 4’e yaklaşan pozitif getiriler görülmektedir. Alıcı şirket hissedarları için duyuru sonrası 10. günden itibaren azalmaya başlayan getiriler, 15. - 30. günler arasında % 0 ile + % 2 arasındadır. Alıcı şirketler için duyuru tarihi sonrasında nispeten dar bir aralıkta dalgalı getiriler hesaplanmıştır. Bu durum, alıcı şirket hisselerine yatırım yapan yatırımcıların servetlerinde sınırlı da olsa dalgalanma yaşamaları anlamını taşır.

Hedef şirket kümülatif anormal getirilerinde ise duyuru öncesi 20. günden itibaren çok belirgin bir artış görülmektedir. Duyuru gününe kadar oldukça dik eğimli bir artışla % 10'lar seviyesine ulaşan getiriler, duyuru sonrasında hafif azalış göstermekte ve inceleme dönemi sonuna kadar + % 7 - 10 bandında seyretmektedir. Bu değerler, hedef şirket hissedarlarının birleşme işlemi kamuya duyurulmadan önce, kayda değer pozitif kümülatif anormal getiriler elde ettiğini ve buna bağlı olarak servetlerinde artış yaşadıklarını göstermektedir. Yatırımcılar satın alan şirketler yerine hedef şirket hisselerini alarak daha fazla kazanç sağlayabilirler. Çalışmada ulaşılan sonuçlar literatürde ulaşılan sonuçlara paraleldir. Bununla birlikte, birleşmeye taraf olan şirketlere ilişkin başka unsurların da dikkate alınmasıyla yapılacak çalışmalarla daha açıklayıcı bulgulara ulaşılması mümkündür.

Ek 3'teki tabloda satın alan şirketler ve hedef şirketler için olay penceresi kapsamındaki her bir gün, bazında ortalama kümülatif anormal getiriler (OKAG) yer almaktadır. Ortalama kümülatif anormal getiriler, kümülatif anormal getirilerin gün sayısına bölünmesiyle bulunmakta ve aşırılıkların düzeltilmesine yardım etmektedir. Söz konusu tabloda ayrıca hedef şirket günlük ortalama kümülatif anormal getirileri ile satın alan şirketlerin değerleri farkları da hesaplanmaktadır. İncelenen 81 günün sadece 2'sinde fark negatif çıkmaktadır (-22. ve -21. günlerde). Bu durum, hedef şirketlere ait ortalama kümülatif anormal getirilerin, iki gün hariç, alıcı şirket getirilerinden büyük olduğunu gösterir. Ortalama kümülatif anormal getiriler arasındaki farklara ilişkin t-istatistiği % 1 güven seviyesinde anlamlıdır.

Grafik 10: Kümülatif Anormal Getiriler ve Ortalama Kümülatif Anormal Getiriler



Çalışmada ayrıca, olay penceresi içerisinde daha küçük pencereler bazında aşırı değerler de incelenmektedir. Bu kapsamda, hedef şirketler ve satın alan şirketler için $(-20, +20)$, $(-10, +10)$, $(-5, +5)$, $(-2, +2)$, $(-1, +1)$, $(-40, -1)$, $(-20, -1)$, $(-10, -1)$, $(-5, -1)$, $(-40, 0)$, $(-20, 0)$, $(-10, 0)$, $(-5, 0)$, $(-1, 0)$, $(0, +1)$, $(0, +5)$, $(0, +10)$, $(0, +20)$, $(0, +40)$, $(+1, +5)$, $(+1, +10)$, $(+1, +20)$ ve $(+1, +40)$ alt olay pencereleri bakımından kümülatif anormal getiriler incelenmiş, ulaşılan sonuçlara Tablo 17’de yer verilmiştir.

Tablo 17: Çeşitli Olay Pencerelelerinde Kümülatif Anormal Getiriler

Satın Alan Şirketler			Hedef Şirketler		
Olay Penceresi	KAG (%)	T-istatistik	Olay Penceresi	KAG (%)	T-istatistik
(-40, +40)	3,378679	0,810	(-40, +40)	6,721017	1,646
(-20, +20)	-0,24594	-0,078	(-20, +20)	8,865217	2,741**
(-10, +10)	2,27362	1,128	(-10, +10)	5,777633	2,057*
(-5, +5)	2,433545	1,436	(-5, +5)	3,368204	1,416
(-2, +2)	2,414732	2,066	(-2, +2)	2,135601	1,425
(-1, +1)	1,552704	1,224	(-1, +1)	1,022044	0,786
(-40, -1)	1,747764	0,678	(-40, -1)	10,01524	3,565**
(-20, -1)	1,081654	0,591	(-20, -1)	9,881323	5,205***
(-10, -1)	1,26971	0,968	(-10, -1)	7,10927	5,583***
(-5, -1)	0,93984	0,813	(-5, -1)	4,447528	12,786***
(-40, 0)	2,98542	1,051	(-40, 0)	10,58704	3,746**
(-20, 0)	2,31931	1,065	(-20, 0)	10,45313	5,509***
(-10, 0)	2,507366	1,463	(-10, 0)	7,681073	6,026***
(-5, 0)	2,177496	1,410	(-5, 0)	5,019331	10,773***
(-1, 0)	1,779376	2,557	(-1, 0)	1,520461	4,035
(0, +1)	1,010984	0,690	(0, +1)	0,073385	0,069
(0, +5)	1,493706	1,102	(0, +5)	-1,07932	-0,710
(0, +10)	1,00391	0,629	(0, +10)	-1,33164	-0,814
(0, +20)	-1,3276	-0,514	(0, +20)	-1,01611	-0,511
(0, +40)	1,630916	0,493	(0, +40)	-3,29422	-1,270
(+1, +5)	0,25605	0,383	(+1, +5)	-1,65113	-1,321
(+1, +10)	-0,23375	-0,238	(+1, +10)	-1,90344	-1,309
(+1, +20)	-2,56525	-1,169	(+1, +20)	-1,58791	-0,844
(+1, +40)	0,39326	0,128	(+1, +40)	-3,86602	-1,542

* % 10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

*** % 1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 17'deki veriler genel olarak değerlendirildiğinde duyuru günü öncesi ve sonrasını içeren nispeten uzun dönemler için ((-40, +40), (-20, +20) gibi) hedef şirketlerin alıcı şirketlere göre daha yüksek kümülatif anormal getiri sağladığı görülmüştür. Ancak hemen duyuru öncesi ve sonrası günlerde ise ((-2,+2), (-1, +1)) tersi bir durum söz konusudur. İncelenen olay pencereleri bakımından en yüksek anormal getiri hedef şirket

hissedarlarının (-40, 0) döneminde elde ettikleri yaklaşık % 10,59 oranındaki pozitif kümülatif anormal getiridir.

Bu verilere göre yatırımcılar, birleşme işlemlerinde hedef şirket konumundaki şirketlerin hisselerine yatırım yaparak (Bu durum önceden öğrenme, şans ya da çok sağlıklı analizlere dayalı tahminlerle mümkün olabilir.) 41 günde % 10'dan fazla aşırı kazanç sağlamıştır. Duyuru sonrası döneme ilişkin olay pencerelerinde ise satın alan şirketler için net bir durum söz konusu değilken, hedef şirket yatırımcıları için duyuru günü sonrası dönemlerde değer kaybı görülmektedir. Bir başka deyişle, duyuru günü veya sonrasında hedef şirket hisselerine yatırım yapanlar servetlerinde azalma görmektedir. Değerlendirilen olay pencereleri içerisinde en yüksek kümülatif anormal getiri, - %3,866 ile (+1, +40) dönemine ilişkindir. Değerlendirilen olay pencereleri kapsamında, satın alan şirketlerin kümülatif anormal getirileri istatistiksel anlamlılığa sahip değildir. Öte yandan hedef şirket getirileri, duyuru öncesi pencereler bağlamında istatistiksel olarak oldukça anlamlı sonuçlar vermektedir. Örneğin, (-20, -1), (-10, -1), (-5, -1), (-20, 0), (-10, 0) ve (-5, 0) pencerelerine ilişkin t-istatistikleri % 1 güven seviyesinde anlamlı çıkmaktadır. (-20, +20), (-40, -1), (-40, 0) değerleri % 5 ve (-10, + 10) ise % 10 seviyesinde istatistiksel anlamlıdır. Hedef şirketler için duyuru öncesi % 10'lar seviyesine gelen kümülatif anormal getiriler istatistiksel olarak yüksek güven seviyesinde anlamlı iken, duyuru sonrası olay pencerelerine ait değerlerin istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır. Bu durum, hedef şirketler için (-20, -1), (-10, -1), (-5, -1), (-20, 0), (-10, 0), (-5, 0), (-20, +20), (-40, -1), (-40, 0) ve (-10, + 10) olay pencereleri

kapsamında H_0 hipotezinin reddedilmesi sonucunu ortaya çıkarır. Dolayısıyla, söz konusu olay pencereleri kaspamında hedef şirket hissedarlarının aşırı kazanç elde ettiği söylenebilir.

5.4. Birleşme İşleminde Değere Etki Eden Faktörlerin Belirlenmesi

Çalışmanın bu bölümünde birleşme işlemlerinin duyurusuyla yaratılan aşırı getirilere etki eden faktörler incelenmektedir. İncelemede çoklu regresyon yöntemi kullanılmaktadır.

5.4.1. Çoklu Regresyon Yöntemi

“Çoklu regresyon analizi, bağımlı değişkenle ilişkili olan iki ya da daha çok bağımsız değişkene (yordayıcı değişkenlere) dayalı olarak, bağımlı değişkenin tahmin edilmesine yönelik bir analiz türüdür. Çoklu regresyon analizi, bağımsız değişkenler tarafından bağımlı değişkende açıklanan toplam varyansın yorumlanmasına, açıklanan varyansın istatistiksel anlamlılığına, bağımsız değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlılığına ve bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki ilişkinin yönüne ilişkin yorum yapma olanağı verir. Çoklu doğrusal regresyon analizi için matematiksel model, n tane bağımsız değişken için şu şekilde yazılabilir:

$$\hat{Y} = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + \dots + b_n X_n$$

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki ortak etkisi R^2 ile incelenir. Bu değer tüm değişkenlerin birlikte Y’de açıkladıkları varyans oranını verir.

Çoklu regresyon analizinde eğimler (b_i), diğer değişkenler sabit tutulduğunda o bağımsız değişkendeki birim artışa karşılık bağımlı değişkendeki değişim miktarını gösterir ve kısmi eğim ya da kısmi regresyon katsayısı olarak da isimlendirilir.” (Büyüköztürk, 2002: 94)

“Çoklu regresyon en iyi şekilde, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin normal veya normale yakın dağıldığı durumda uygulanabilir. Çoklu regresyonun bir diğer varsayımı, bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı olmamalıdır. Ayrıca, bağımsız değişkenlerin etkilerinin doğrusal olduğu kabul edilir” (Akgül ve Çevik, 2003: 328).

Çoklu regresyon modelinde bazı durumlarda bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki doğrusal olmayabilir. Böyle durumlarda doğrusal – olmayan regresyon söz konusudur.

5.4.2. İncelenen Faktörlerin (Bağımsız Değişkenlerin) Tespiti

Çalışmada değerlendirilen işlemlerin farklı unsurlara göre sınıflandırılması mümkündür. Bu unsurlara örnek olarak ödeme şekli, şirketlerin kamu şirketi olması, işlem taraflarının ülkesi, tarafların faaliyet sahalarının çakışması, tarafların nispi büyüklükleri, işlemin niteliği (varlık satışı, birleşme, vs.) verilebilir.

Detaylı ve sağlıklı veri temininin mümkün olduğu pazarlara yönelik yapılan çalışmalarda, yukarıda bazı örnekleri sıralanan unsurların işlem duyurusu ile yaratılan değere etkileri analiz edilebilmektedir. Ancak, çalışmamızda incelenen işlemlere ait çok sayıda unsurun sağlıklı biçimde toplanması mümkün olmamıştır. Veri teminine ilişkin bu kısıt kapsamında, “işlemin uluslararası olması” ve “ tarafların faaliyet sahalarının ilgili olması” (dikey veya yatay işlemler) değerlendirilecek unsurlar (bağımsız değişkenler) olarak belirlenmiştir. Çalışmadaki bağımlı değişken ise birleşme işlemlerine ilişkin duyuru ile yaratılan ya da tahrip edilen değerdir. Bağımlı değişkenin sayısal olarak ifadesi, her bir şirketin olay penceresi kapsamındaki kümülatif anormal getirisiidir.

Belirlenen ilk bağımsız değişken olan “işlemin uluslararası olması” ile, taraflardan en az birisinin (satın alan ya da hedef şirket ayrımı gözetilmeksizin) yabancı şirket olması kastedilmektedir. Eğer taraflardan birisi yabancı bir şirket ise, işlem uluslararası bir işlem olarak nitelendirilir. Tarafların her ikisinin de Türk şirketi olması durumunda ise yerel birleşme söz konusudur. İkinci olarak, tarafların faaliyet sahalarının birbiriyle yatay ya da dikey boyutta örtüşmesi “ilgili işlemler”, tamamen farklı olması ise “aykırı işlemler” olarak tanımlanmıştır.

Modelde, belirlenen iki bağımsız değişkenin, bağımlı değişkeni açıklama gücü test edilmektedir. Bir başka ifadeyle, birleşme işlemleriyle yaratılan veya tahrip edilen değerle, işlemin uluslararası olması ve işlem taraflarının ilgili konularda faaliyet göstermesi hususları arasındaki ilişki araştırılmaktadır.

5.4.3. Hipotezler ve Yöntem

Çalışmada, birleşme duyurusu ile yaratılan kümülatif anormal getiri ile işlem taraflarından en az birisinin yabancı şirket olması ve tarafların faaliyet alanlarının ilgili olması hususları arasındaki doğrusal ilişki, alıcı şirketler, hedef şirketler ve tüm örneklem açısından incelenmektedir. Bu çerçevede H_0 ve H_1 hipotezleri şu şekilde belirlenebilir:

1. Grup (Satın Alan Şirketler Açısından)

$H_{3,0}$: Bağımlı değişken (satın alan şirketlerin kümülatif anormal getirisi) ile, bağımsız değişkenler seti (işlemin uluslararası olması ve tarafların faaliyet konularının ilgili olması) arasında doğrusal bir ilişki yoktur.

$H_{3,1}$: Bağımlı değişken (satın alan şirketlerin kümülatif anormal getirisi) ile bağımsız değişkenler seti (işlemin uluslararası olması ve tarafların faaliyet konularının ilgili olması) arasında doğrusal bir ilişki vardır.

2. Grup (Hedef Şirketler Açısından)

$H_{4,0}$: Bağımlı değişken (hedef şirketlerin kümülatif anormal getirisi) ile, bağımsız değişkenler seti (işlemin uluslararası olması ve tarafların faaliyet konularının ilgili olması) arasında doğrusal bir ilişki yoktur.

$H_{4,1}$: Bağımlı değişken (hedef şirketlerin kümülatif anormal getirisi) ile bağımsız değişkenler seti (işlemin uluslararası olması ve tarafların faaliyet konularının ilgili olması) arasında doğrusal bir ilişki vardır.

3. Grup (Birleşmeye Taraf Şirketler Açısından)

$H_{5,0}$: Bağımlı değişken (tarafların kümülatif anormal getirisi) ile, bağımsız değişkenler seti (işlemin uluslararası olması ve tarafların faaliyet konularının ilgili olması) arasında doğrusal bir ilişki yoktur.

$H_{5,1}$: Bağımlı değişken (tarafların kümülatif anormal getirisi) ile bağımsız değişkenler seti (işlemin uluslararası olması ve tarafların faaliyet konularının ilgili olması) arasında doğrusal bir ilişki vardır.

$H_{3,0}$, $H_{4,0}$ ve $H_{5,0}$ hipotezlerinin test edilmesi amacıyla oluşturulan modelin ifadesi şu şekildedir:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \varepsilon$$

Denklemdaki Y bağımlı değişkeni, a sabit katsayıyı, b_1 işlemin uluslararası olması durumunun katsayısını, b_2 tarafların faaliyet gösterdikleri alanların ilgili olması durumunun katsayısını, ε ise hata katsayısını gösterir.

5.4.4. Bulgular

Ampirik çalışmanın ilk bölümünde birleşme işlemiyle alıcı ve hedef şirket hissedarları açısından değer yaratılıp yaratılmadığı, bu bölümde ise ilk bölümde elde edilen bulgulara dayalı olarak, işlemin uluslararası olma niteliğinin ve ilişkili pazarda olma özelliğinin değere etkisi incelenmiştir.

Çalışmada değerlendirilen, 43 alıcı şirketin taraf olduğu işlemlerin tamamında, satın alınan şirketler Türk şirketleridir. Satın alan şirketlerin de İMKB'ye kote Türk şirketleri olması nedeniyle, modeldeki X_1 bağımsız değişkenlerinin tümünün değeri “0” olmaktadır. Bu durum modelin regresyon sonuçlarını anlamsız kılmaktadır.

Diğer taraftan yapılan analizler sonucunda, hedef şirketler için oluşturulan modelin bağımlı değişkeni açıklama gücünün yaklaşık % 16 seviyesinde olduğu görülmüştür ($R^2 = 0,1560$). R^2 değeri, iki değişkenli bir model için genel kabul gören bir anlamlılık düzeyinde bulunmuştur.

Hedef şirketler bakımından, modelin bağımsız değişkenlerinden birisi olan “uluslararası olma” niteliğinin, istatistiksel olarak anlamlılığının bulunmadığı ancak, diğer bağımsız değişken olan “ilgili pazarlarda olma” durumunun % 1 güven aralığında anlamlı olduğu (0,0063) hesaplanmıştır. Bu durum hedef şirketler açısından, satın alan şirketlerin ilgili pazarlarda faaliyet göstermesinin anormal getirilere etkisinin olabileceğini göstermektedir.

Tablo 18: Modelin Regresyon Analizi Sonuçları (Hedef Şirketler)⁸⁸

Değişken	Katsayı	t-istatistik	Olasılık
a	-0,203223	-1,179047	0,2424
X_1	0,058054	0,451717	0,6529
X_2	0,363394	2.818430	0,0063

$R^2 = 0,1560$, F-İstatistiği = 6,376768, Durbin-Watson İstatistiği = 1,542564, $N=74$

Tablo 18'deki verilere göre, $H_{4,0}$ hipotezinin reddedilmekte, $H_{4,1}$ hipotezi kabul edilmektedir. Modeldeki, “ilgili pazarda olma” kriterinin oldukça yüksek istatistiksel anlamlılığı olan bir açıklayıcı olduğu görülmektedir. Bir başka deyişle, satın alan şirketin ilgili pazarlarda faaliyet gösteren bir şirket olması, hedef şirket hissedarlarının pozitif aşırı getiri elde etmelerine yardımcı olmaktadır.

Hedef şirketler ve alıcı şirketlerin birlikte değerlendirilmesi durumunda ise, modelin açıklama gücü yaklaşık % 13 olmakta ($R^2 = 0,125760$), $H_{5,0}$ hipotezi reddedilmekte, $H_{5,1}$ hipotezi kabul edilmektedir. Tarafların ilgili pazarlarda olması durumunun % 1 güven seviyesinde istatistiksel anlamlılığı bulunmaktadır. Modeldeki diğer bağımsız değişken (uluslararası işlem olma durumu) istatistiksel anlamlılığa sahip değildir.

⁸⁸ Modelde, X_1 uluslararası olma, X_2 tarafların ilgili pazarda olması durumunu göstermektedir. Analizlerde $H_{3,0}$, $H_{4,0}$ ve $H_{5,0}$ hipotezinin testinde, taraflardan biri yabancı şirketse “1” (iki taraf da Türk şirketiye “0”), tarafların faaliyet konuları birbiriyle yatay ya da dikey anlamda ilgiliyse “1” (değilse “0”) kukla değerleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak, değerlendirilen her bir şirket için günlük anormal getirilerin (-40, + 40) ortalaması alınmıştır.

Tablo 19: Modelin Regresyon Analizi Sonuçları (Tüm Şirketler)

Değişken	Katsayı	t-istatistik	Olasılık
a	-0.252946	-2.371838	0.0194
X_1	0.116284	1.397754	0.1649
X_2	0.349140	3.213593	0.0017

$R^2 = 0,125760$, F-İstatistiği = 8,055607, Durbin-Watson İstatistiği = 1,650471, $N=117$

Bu modelin analiz sonuçlarında elde edilen 0,125760 R^2 değeri de, iki değişkenli bir model için genel kabul gören bir anlamlılık derecesine sahiptir. Çalışmada, her iki regresyon analizi için tespit edilen, tarafların ilgili pazarlarda faaliyet göstermesinin yaratılan artı değeri pozitif etkilediği sonucunun, birleşmelerde pazar gücü ve sinerji hipotezlerini destekler nitelikte olduğu söylenebilir.

SONUÇ

2000’li yıllarda, küresel ölçekte daha önce görülmemiş büyüklükte şirket birleşme ve satın almaları gerçekleşmiştir. Benzer durum Türkiye için de geçerlidir. Ernst & Young danışmanlık firması verilerine göre, 2006 yılında Türkiye’de yaklaşık 19,2 milyar \$ tutarında birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu muazzam sermaye hareketlerinin ekonomik, sosyal ve hatta politik alanda önemli etkileri olabilmektedir. Gerçekleşen ve hatta kamuoyuna duyurulmakla birlikte gerçekleşmeyen şirket birleşmeleriyle kazanan ve kaybeden taraflar söz konusudur. Hedef ve alıcı şirketlerin hissedarları ve çalışanları, danışmanlık firmaları ve hatta sosyal çevre anılan işlemlerden etkilenen taraflardan bazılarıdır. Şirket birleşmelerinin etkileri kısa ve uzun vadede görülebilir. Bu etkilerin en önemlileri, uzun vadede birleşen şirketlerin başarılı bir biçimde entegrasyonu, kısa vadede ise piyasaların işleme verdiği tepkilerdir.

Birleşme işlemlerinin kamuoyuna açıklanmasına piyasanın verdiği tepki (taraf şirketlerin hisse senedi fiyatına olan etkisi) “gelir etkisi” olarak adlandırılır. Eğer işlem piyasalar tarafından, değer yaratıcı olarak algılanıyorsa tarafların hisse fiyatlarında normal üzeri pozitif getiriler görülür. Tersisi durumda ise hisse fiyatları aşağı yönlü hareket eder. Genel olarak bakıldığında yapılan çalışmalar, hedef şirket hissedarlarının birleşme işlemleriyle pozitif aşırı getiri sağladığını göstermektedir.

Hedef şirket hissedarlarının birleşme işlemlerinin kazançlı tarafı olması, satın alma süreçlerinin bir çeşit açık artırmaya benzemesinden kaynaklanır. Ne kadar çok alıcı

adayı olursa hedef şirket için ödenen bedel de o ölçüde yüksek olmaktadır. Bu süreçte, satın alma primi olarak tanımlanan değerin artması, piyasa fiyatının çok üzerinde bedelleri gündeme getirmekte ve hedef şirket hissedarlarının aşırı getirisini garantilemektedir.

Finansal piyasalarda cereyan eden bu olaylar, esasında mikro ölçekte şirketlerin gerçekleşen ve beklenen hareketlerinin yansımasıdır. Buna ilişkin çeşitli hipotezler ortaya atılmıştır. Pazar gücü, çeşitlendirme, vergi avantajı, sinerji hipotezleri, birleşmelerle hissedarlar açısından yaratılan katma değerlerin açıklanması için ortaya atılan hipotezlerden bazılarıdır.

Kurumsal finansman teorisine göre, şirketler her türlü faaliyetlerinde şirket değerinin maksimize edilmesi nihai amacını gözetmelidir. Bu amaca yönelik olarak yapılacak uygulamaların sistematik hale getirilmesi, “Değere Dayalı Yönetim” (Value Based Management) kavramının ortaya çıkmasına yol açmıştır. Değere Dayalı Yönetim, hissedar değerini şirket amaçları arasında en üst sırada konumlandırır. 1980’li yıllarda Alfred Rappaport tarafından ortaya atılan bu kavramın savunduğu düşünce, sonraki dönemlerde Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added), Toplam Hissedar Getirisi (Total Shareholder Return) gibi farklı isimlerle iş dünyasının gündemini meşgul etmeye devam etmiştir.

Kurumsal finansman teorisinin hissedar değerine ilişkin söylemine yönelik olarak, yeniden yapılandırma (corporate restructurings) kapsamında, kazançlı olmayan varlık ya da bölümlerin satılması, maliyetlerin azaltılması amacıyla bazı birimlerin birleştirilmesi gibi yöntemler uygulanabilir. Tüm bu yöntemlerin temelinde şirketlerin esas faaliyetlerini gerçekleştirirken değer artırıcı işlemlere odaklanmaları yatmaktadır.

Türkiye’deki şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin kayda değer seviyelere gelmesi son beş yıl içinde olmuştur. Özellikle ekonomide belli oranda istikrarın sağlanması, ÖİB ve TMSF bünyesindeki şirketlerin satılmaları, küresel piyasalardaki gelişmeler (nispeten düşük faizler, likidite fazlalığı, özel sermaye fonlarının faaliyetleri, vs.), Türkiye’deki şirket birleşmelerinin nn açan etkenlerden bazılarıdır. Çalışmada 2000-2007 döneminde, en az bir tarafı, İMKB’ye kote şirketlerin gerçekleştirdiğı 116 işlem analiz edilmiştir. 116 işleme taraf, 43 alıcı ve 74 hedef şirket bulunmaktadır. Bu işlemlerin % 71’i yatay ya da dikey birleşmelerdir. Kalan işlemler ise ağırlıklı olarak finansal yatırımcıların taraf olduğı işlemlerden oluşmaktadır. Değerlendirmeye alınan işlemlerin bir kısmı tamamlanmış, bir kısmı tamamlanmadan sona erdirilmiştir. Bir kısım işlem ise bekleme safhasındadır.

Çalışmada birleşme duyurusunun gelir etkisi ve gelire etki eden iki unsurun (işlemin uluslararası ve ilgili pazarda olması) analizi yapılmıştır. Gelir etkisine ilişkin inceleme, olay çalışması yöntemi kullanılarak, birleşme duyurusunun 40 gün öncesi ve sonrası dönemde günlük bazda anormal getirilerin tespitiyle gerçekleştirilmiştir. Anormal getiriler, “Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi” kullanılarak hesaplanmıştır.

Çalışma sonucunda, hedef şirket hissedarlarının özellikle duyuru günü öncesi 10 günde günlük bazda kayda değer pozitif anormal getiriler elde ettiği tespit edilmiştir. Bu kapsamda, Duyuru öncesi 10. günde % 1,65, 9. günde % 2, 6. günde % 2,17, 5. günde % 1,67, 4. günde % 1,28, 3. günde % 1,31, 2. günde % 2,26, 1. günde % 2,09 ve duyuru günü % 0,6 pozitif anormal getiriler hesaplanmıştır. Bu getirilerin 9, 6, 5, 2 ve 1. günlerdeki değerleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Kümülatif anormal getirilere bakıldığında ise duyuru öncesi döneme ilişkin çeşitli olay pencerelerinde hedef şirket hissedarlarının önemli kümülatif anormal getiriler elde ettiği görülmektedir. (-40, -1) olay penceresinde % 10, (-20, -1)'de % 9,88, (-10, -1)'de % 7,1, (-5, -1)'de % 4,44 pozitif kümülatif anormal getiriler söz konusudur. Bu getirilerin tümü istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Yapılan analizler göstermektedir ki, hedef şirket hissedarları birleşme duyurusu öncesinde piyasaya göre önemli ekstra getiriler sağlamaktadır. Ancak olay penceresinin tümü (-40, + 40) alındığında hesaplanan, % 6,72 seviyesindeki pozitif kümülatif anormal getirinin istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır.

Duyuru öncesi 20. günden itibaren ciddi bir yükseliş trendine giren (yukarıda belirtilen olay pencereleri kapsamında istatistiksel anlamlılığa sahip) kümülatif anormal getiriler, içeriden öğrenenlerin varlığının göstergesi sayılabilir. Duyuru sonrası günlerde ise, hedef şirket hissedarları için piyasaya göre belirgin olmayan negatif getiriler görülmüştür. Genel olarak değerlendirildiğinde, birleşme işlemlerinin kazançlı tarafı hedef şirket hissedarları olmaktadır. Bu bulgu, yapılan çalışmaların genelinde ulaşılan sonuçlarla paraleldir (Maquieira ve diğerleri (1998), Mulherin (2000), Martinez-Jérez (2003), Beitel ve diğerleri (2002)).

Çalışma sonucunda alıcı şirket hissedarlarının durumuna ilişkin olarak, hedef şirket hissedarlarındaki kadar belirgin sonuçlara ulaşılamamıştır. Gün bazında bakıldığında, alıcı şirket hissedarlarının, özellikle duyuru günü yaklaştıkça (duyuru öncesi üç gün) günlük % 0,5'ler seviyesinde pozitif anormal getiri sağladığı tespit edilmiştir. Ancak bu değerler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Alıcı şirketler için pozitif anormal getirilerin duyuru günü etrafında yoğunlaşması, Mulherin (2000), Kohers ve Kohers (2000) ve Buysschaert ve diğerlerinin (2002) bulgularıyla aynı yöndedir.

Öte yandan alıcı şirket hissedarları, duyuru günü piyasaya göre istatistiksel olarak anlamlı bulunan % 1,23 civarında pozitif anormal getiri elde etmektedir. Bu getiri tüm olay penceresindeki en yüksek günlük anormal getiridir. Duyuru sonrası günlerde ise alıcıların hisse senetlerinde belirgin düşüşler tespit edilmemiştir.

Anormal getirilerin kümülatif bazda değerlendirilmesi durumunda, alıcı şirketlerin duyuru öncesi 22. güne kadar negatif kümülatif getiriler elde ettiği görülmüştür. Duyuru öncesi 22. günden itibaren pozitif geçen kümülatif getiriler, duyuru gününe gelindiğinde % 3 seviyesine ulaşmaktadır. (-40, + 40) olay penceresinde kümülatif getiriler % 3,37 olmaktadır. Ancak bu değer istatistiksel olarak anlamlı değildir. Alıcı şirket hissedarlarının çeşitli olay pencereleri bakımından hesaplanan kümülatif anormal getiri değerlerinin hiçbirisinin istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır.

Özet olarak birleşme işlemleri, hedef şirket hisselerinde, işlemin kamuoyuna duyurulmasından önce pozitif anormal getiriye yol açmaktadır. Bir başka deyişle, hedef şirket hissedarları ilgili dönemlerde servetlerinde piyasaya göre nispi artışlar görmektedir. Diğer yandan, alıcı şirket hisseleri için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin (pozitif veya negatif) istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır.

Çalışmada ayrıca, birleşme işlemlerine ilişkin hesaplanan kümülatif getirilere etki eden unsurlar araştırılmıştır. Veri sıkıntısının nispeten az olduğu batılı ülke piyasalarına ilişkin yapılan çalışmalarda, ödeme şekli, ilgili pazardaki kamu müdahalesinin seviyesi, tarafların nispi büyüklükleri, işlemin uluslararası olma özeliği, tarafların faaliyet alanlarının ilgili olması gibi pek çok unsur incelenebilirken, bu çalışmada ancak son iki unsur değerlendirilebilmiştir. Yapılan analizlerde, alıcı şirketler için anlamsız sonuçlara ulaşılmıştır. Hedef şirketler ve tüm örneklem bağlamında işleme taraf şirketlerin ilgili pazarlarda olmasının, kümülatif getirilere pozitif anlamda etki ettiği tespit edilmiştir. Bu bulgu, pazar gücü ve sinerji hipotezlerini destekler niteliktedir. Piyasa, rakip şirketlerin veya birbiriyle tedarik ilişkisi içerisinde olan şirketlerin birleşmesine pozitif yaklaşmakta ve bu türden işlemlere bir anlamda prim vermektedir.

Sermayenin inanılmaz bir hızla, ülkeden ülkeye aktığı günümüz finansal piyasalarında, şirket birleşmeleri küresel bir olgu haline gelmiştir. Bu kaçınılmazı güç durumdan Türk ekonomisi ve şirketleri de payına düşeni almaktadır. Başta bankacılık, sigortacılık, perakendecilik, akaryakıt dağıtımı, alt yapı hizmetleri gibi sektörlerde olmak üzere, pek çok yabancı şirket Türk şirketlerini satın almaktadır.

Türkiye’de özellikle son birkaç yıldır gözlenen bir başka işlem türü ise, özel sermaye fonlarının satın almalarıdır. Bu tür işlemler salt finansal nitelikli olup aykırı birleşme türündedir. Özellikle küresel ölçekte yaşanacak finansal durgunluk, belli sektörlerde doygunluğa erişilmesi, korumacı politikaların devreye sokulması, likidite sıkıntısı gibi nedenlerle kesintilere uğraması riski bulunsa da, gerek uluslararası arenada, gerekse Türk piyasalarında şirket evliliklerinin önümüzdeki yıllarda artarak devam edeceği öngörülebilir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Akgüç, Ö., (1998), **Finansal Yönetim**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın.

Akgül, A., Çevik, O., (2003), **İstatistiksel Analiz Teknikleri**, Ankara, Emek Ofset.

Auerbach, A. J. (ed.), (1988), **Corporate Takeovers: Causes and Consequences**, Chicago, University of Chicago Press.

Aydın, N., (1990), **İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği**, Ankara, TOBB Yayın No: Genel 150, AR-GE 62.

Benninga, S. Z., Sarig, H. O., (1997), **Corporate Finance: A Valuation Approach**, USA, McGraw-Hill.

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., (1996), **The Economics of Strategy**, USA, John Wiley & Sons Inc.

Bishop, S., Walker, M., (1999), **Economics of E.C. Competition Law: Concepts, Application and Measurement**, U.K., Sweet and Maxwell Ltd.

Black, A. (ed.), (2004), **Corporate Finance Questions of Value**, U.K., FT Prentice Hall.

Black, A. ve diğerleri, (1998), **Hissedar Değeri Arayışı: Performansı Etkileyen Faktörlerin Yönetimi**, İstanbul, Dünya Yayıncılık.

Brealey, R. A., Myers, S. C., (2000), **Principles of Corporate Finance**, USA, Irwin Mc-Graw-Hill.

Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J., (2001), **İşletme Finansının Temelleri**, İstanbul, Literatür Yayıncılık.

Büyüköztürk, Ş., (2002), **Sosyal Bilimler İçin Veri Analizi El Kitabı**, Ankara, Pegem Yayıncılık.

Carlton, D. W., Perloff, J. M., (2000), **Modern Industrial Organization**, USA, Addison Wesley, Longman.

Campell, A. W., Mackinlay, A. K., (1997), **The Econometrics of Financial Markets**, USA, Princeton University Press.

Chandler, A. D. Jr., (1990), **Scale and Scope: the Dynamics of Industrial Capitalism**, Cambridge, The Belknap Press.

Church, J., Ware, R., (2000), **Industrial Organization A Strategic Approach**, USA, McGraw-Hill.

Cooke, T. E., (1986), **Mergers and Acquisitions**, U.K., Basil Blackwell Ltd.

Coyle, B., (2000), **Mergers and Acquisitions**, U.K., CIB Publishing.

Çelik, O., (1999), **Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi**, Ankara, Turhan Kitapevi.

Damodaran, A., (1996), **Investment Valuation**, USA, John Wiley & Sons Inc.

Damodaran, A., (2001), **Corporate Finance: Theory and Practice**, USA, John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A., (2002), **Investment Valuation**, USA, John Wiley & Sons Inc.

Dökmen, Üstün, (2005), **Küçük Şeyler**, İstanbul, Sistem Yayıncılık.

Epstein, J. B., Mirza, A. A., (2006), **Wiley IFRS 2006 Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards 2006**, USA, John Wiley & Sons.

Ercan, M. K. ve diğerleri, (2006), **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması**, İstanbul, Literatür Yayınları.

Feldman, S. J., (2005), **Principles of Private Firm Valuation**, USA, John Wiley & Sons Inc.

Frank, H.R., (1997), **Microeconomics and Behavior**, USA, The McGraw-Hill Companies Inc.

Gaughan, P. A., (1996), **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings**, New York, John Wiley and Sons.

Gaughan, P. A., (2002), **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings**, New York, John Wiley and Sons.

Gaughan, P. A., (2005), **Mergers: What can Go Wrong and How to Prevent It**, USA, John Wiley and Sons.

Gilson, R. J., Black, B. S., (1995), **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**,

New York, The Foundation Press.

Graham, B., Zweig, J., (2003), **Intelligent Investor**, USA, Harper Business Essentials.

Grant, M. R., (2002), **Contemporary Strategy Analysis**, U.K., Blackwell Business.

Greenwald, B. C. N. ve diğerleri, (2001), **Value Investing**, New Jersey, Wiley & Sons, Inc.

Grundy, T., Johnson, G., Scholes, K., (1998), **Exploring Strategic Financial Management**, U.K., FT Prentice Hall.

Gürbüz, A. O., Ergincan, Y., (2004), **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul, Literatür Yayınları.

Hawes, T., (2002), **The Shareholder Value**, U.K., Financial World Publishing.

Hirschey, M., Pappas, L. J., (1993), **Managerial Economics**, USA, Thomson Learning.

Hitchner, J. R., (2003), **Financial Valuation**, USA, Wiley Finance.

Hubbard, C. L., Hawkins, C. A., (1969), **Theory of Valuation**, USA, International Textbook Company.

İçke, T. B., (2007), **Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü**, İstanbul, Derin Yayıncılık.

Jensen, M. C., (2000), **A Theory of the Firm**, USA, Harvard University Press.

Jones, A., Sufrin, B., (2004), **EC Competition Law: Text, Cases and Materials**, New York, Oxford University Press.

Johnston, J., (1960), **Statistical Cost Analysis**, New York, McGraw-Hill.

Karan, M. B., (2004), **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara, Gazi Kitabevi.

Karaşin, A. G., (1986), **Sermaye Piyasası Analizleri**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No. 4.

Keyder, N., Tileylioğlu, A., Oran, A., (2008), **Ekonomi İşletme Sözlüğü**, Ankara, Seçkin.

Knight, J. A., (1998), **Value – Based Management Developing a Sytematic Approach to Creating Shareholder Value**, USA, McGraw-Hill.

- Krames, J.A., (2006), **7 Dahi CEO**, İstanbul, Pegasus Yayınları.
- Koller, T., Wessels, D., Goedhart, M., (2005), **Valuation**, USA, McKinsey & Company.
- Lipsey, R. G. ve Diğerleri, (1990), **Economics**, USA, Harper & Row Publishers.
- Mctaggart, J. M., Kontes, P. W., Mankins, M. C., (1994), **The Value Imperative**, New York, The Free Press.
- Micklethwait, J., Wooldridge, A., (2003), **The Company: A Short History of a Revolutionary Idea**, New York, Modern Library Edition.
- Mueller, D. C., (1986), **The Modern Corporation: Profits, Power, Growth and Performance**, U.K., Harvester Press.
- Oster, S. M., (1999), **Modern Competitive Analysis**, USA, Oxford University Press.
- Özer, Y., İyibil, A., Can, İ., (1997), **Anonim ve Limited Şirketler Rehberi**, Ankara, Özbacı Yayınları.
- Öztunalı, A., (2003), **Yatay Yoğunlaşmalarda Tek Teşebbüs Hakimiyeti, 4054 Sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun ve AB Mevzuatı Uygulamaları**, Ankara, Rekabet Kurumu Yayınları.
- Palepu, G. K., Healy, M. P., Bernard, L. V., (2000), **Business Analysis & Valuation**, USA, South Western College Publishing.
- Porter, M. P., (1998), **Competitive Strategy**, USA, The Free Press.
- Pulaşlı, H., (2007), **Şirketler Hukuku Temel Esaslar**, Adana, Karahan Yayıncılık.
- Rappaport, A., (1998), **Creating Shareholder Value**, USA, The Free Press.
- Rock, L. M., Rock, H. R., (1990), **Corporate Restructuring**, USA, Mc-Graw-Hill.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., (1999), **Corporate Finance**, USA, Irwin McGraw-Hill.
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., Jordan, B. D., (2006), **Corporate Finance Fundamentals**, New York, McGraw-Hill.
- Sarıkamış, C., (2003), **Satın Almalar ve Yeniden Yapılandırma Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Avcıol Basım.
- Sayılgan, G., (2003), **Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı**, Ankara, Turhan

Kitabevi.

Sirower, M. L., (1997), **The Synergy Trap, How Companies Lose the Acquisition Game**, New York, The Free Press.

Sümer, H., Pernsteiner, H. (ed.), (2004), **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Alfa Yayınları.

Stewart, G. B., (1999), **The Quest for Value**, USA, Harpercollins Publishers.

Tarakçı, H., (1995), **Mükellefiyetlerin Sona Ermesi ve Kurumlaşma**, İstanbul, Değişim Yayınları.

Tevfik, T. A., (2005), **Hisse Senedi Değerlemesi**, İstanbul, Literatür Yayınları.

Türk, H. S., (1986), **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Olgaç Matbaası.

Türkay, O., (1989), **Mikroiktisat Teorisi**, Ankara, Turhan Kitapevi.

Ünver, Ö., Gamgan, H., (1999), **Uygulamalı İstatistik Yöntemler**, Ankara, Siyasal Kitapevi.

Varian, H.R., (1990), **Intermediate Economics**, USA, W.W. Norton & Company.

Varona, E.V., (2002), **Merger Control in the European Union**, New York, Oxford University Press.

Vernimmen, P. ve diğerleri, (2005), **Corporate Finance Theory and Practice**, U.K., John Wiley and Sons Ltd.

Watson, D., Head, A., (2004), **Corporate Finance Principles and Practice**, U.K., Pearson Education Ltd.

Weston, J. F., Chung, S. K., Hoag, E. S., (1990), **Mergers, Restructuring, and Corporate Control**, Singapore, Prentice-Hall International.

Weston, J. F., Chung, S. K., Siu, A. J., (1990), **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**, USA, Prentice-Hall.

Weston, J. F., Mitchell, M. L., Mulherin, J. H., (2004), **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**, USA, Pearson Educational International Edition.

Yalkın, Y. K., (2005), **Genel Muhasebe İlkeler ve Uygulamalar**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım.

MAKALELER

Agrawal, A., Jaffe, F. J., 2003, "Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 38(4), s. 721-747.

Alford, A. W., 1992, "The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method", **Journal of Accounting Research**, 30, s. 94-108.

Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E., 2001, "New Evidence and Perspectives on Mergers", **Journal of Economic Perspectives**, 15(2), s. 103-120.

Andre, P., Kooli, M., L'her, J.F., 2004, "The Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market", **Financial Management**, Winter, s.27-43.

Antoniou, A., Petmezas, D., Zhao, H., 2007, "Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions", **Journal of Business Finance and Accounting**, 34 (7-8), s. 1221-1244.

Asquith, P., 1983, "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", **Journal of Financial Economics**, 11, s. 51-83.

Banerjee, A., Owers, J. E., 1992, "Wealth Reduction in White Knight Bids," **Financial Management**, 21, s. 48-57.

Berger, G. P., Ofek, E., 1995, "Diversification's Effect on Firm Value", **Journal of Financial Economics**, 37(1), s. 39-65.

Bhojraj, S., Lee, C. M. C., 2002, "Who is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms", **Journal of Accounting Research**, 40, s. 407-439.

Boatman, J. R., Baskin, E. F., 1981, "Asset Valuation in Incomplete Markets", **The Accounting Review**, 56, s. 38-53.

Bouwman, H. S. C., Fuller, K., Nain, S. A., 2003, "Stock Market Valuation and Mergers", **MIT Sloan Management Review**, Fall, s. 9-11.

Bradley, M., Desai, A., Kim, E. H., 1983, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?", **Journal of Financial Economics**, 11, s. 183-206.

Bradley, M., Desai, A., Kim, E. H., 1988, "Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", **Journal of Financial Economics**, 21, s. 3-40.

- Brown, S. J., Warner, J. B., 1980, "Measuring Security Price Performance", **Journal of Financial Economics**, 8, s. 205-258.
- Brown, S. J., Warner, J. B., 1985, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", **Journal of Financial Economics**, 14, s. 3-32.
- Bruner, R., 1988, "The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 23, s. 199-217.
- Bruner, R., 2002, "Does M&A Pay ? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", **Journal of Applied Finance**, 12, s. 48-68.
- Bruner, R., 2004, "Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research", **Journal of Applied Corporate Finance**, 16(4), s. 63-76.
- Bugeja, M., Walter, T., 2001, "An Emprical Analaysis of Some Determinants of the Tarmaget Shareholder Premium in Takeovers", **Accounting and Finance**, November, s. 33-60.
- Buysschaert, A., Deloof, M., Jegers, M., 2002, "Equity Sales in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders? A Clinical Study", **Journal of Corporate**, 11, s. 20-56
- Byrd, J., Hickman, K., 1992, "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids", **Journal of Financial Economics**, 32, s. 195-214.
- Campa, M. J., Hernando, I., 2004, "Shareholder Value Creation in European M&As", **European Financial Management**, 10(1), s. 47-81.
- Capron, L., 1999, "The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions", **Strategic Management Journal**, 20, s. 987-1018.
- Chatterjee, S., 1986, "Types of Synergy and Economics Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", **Strategic Management Journal**, 7, s. 119-139.
- Cooper, I. A., Nyborg, K. G., 2006, "The Value of Tax Shields IS Equal to the Present Value of Tax Shields", **Journal of Financial Economics**, 81, s. 215-225.
- Copeland, T., Dolgoff, A., 2006, "Expectations – Based Management", **Journal of Applied Corporate Finance**, 18(2), s. 82-97.
- Çukur, S., Eryiğit, R., 2006, "Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Yıl 21, Sayı 243, s. 96-107.

- Dann, L. Y., Mayers, D., Raab, R. J. Jr., 1977, "Trading Rules, Large Blocks and the Speed of Price Adjustments", **Journal of Financial Economics**, 4, s. 3-22.
- Davidson III N. W., Cheng, T. W. L., 1997, "Target Firm Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns?", **Journal of Business Finance & Accounting**, 24 (3) - (4), s. 465-474.
- DeLong, G. L., 2001, "Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers", **Journal of Financial Economics**, 59, s. 221-252.
- Dennis, D. K., McConnell, J. J., 1986, "Corporate Mergers and Security Returns", **Journal of Financial Economics**, 16, s. 143-187.
- Dodd, P., 1980, "Mergers Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth", **Journal of Financial Economics**, 8, s. 105-138.
- Dodd, P., Ruback, R., 1977, "Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, 5, s. 351-373.
- Duokas, J., Holmen, M., Travlos, N., 2002, "Diversification, Ownership, and Control of Swedish Corporations", **European Financial Management**, 8, s. 281-314.
- Eckbo, E. B., Thorburn, K. S., 2000, "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 35(1), s. 1-25.
- Elberfeld, W., 2002, "Market Size and Vertical Integration: Stigler's Hypothesis Reconsidered", **Journal of Industrial Economics**, 50(1), s. 23-42.
- Elgers, T. P., Clark, F. J., 1980, "Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence", **Financial Management**, 9(2), s. 66-72.
- Erwin, G. R., Perry, S. E., 2000, "The Effect of Foreign Diversification on Analysts' Prediction Errors", **International Review of Financial Analysis**, 9(2), s. 121-145.
- Fama, E. F. ve diğerleri, 1969, "The Adjustment of Stock Prices to New Information", **International Economic Review**, 10(1), s. 1-21.
- Fernandez, P., 2004, "Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories", **Journal of Applied Finance**, 10(1), s. 50-71.
- Franks, J., Harris, R., Titman, S., 1991, "The Post-Merger Share-Price Performance of Acquiring Firms", **Journal of Financial Economics**, 29, s. 81-96.
- Ghosh, A., 2001, "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate

Acquisitions?", **Journal of Corporate Finance**, 7, s.151-178.

Goergen, M., Renneboog, L., 2004, "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Crossborder Takeover Bids", **European Financial Management**, 10, s. 9-45.

Golbe, D. L., White, L. J., (1988), "A Time Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy", A. J. Auerbach (ed.) içinde, s. 265-302.

Graham, J. R., Campbell, H., 2001, "Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, **Journal of Financial Economics**, 60, s. 187-243.

Gross, S. K. H., Lindstadt, H., 2005-2006, "Horizontal and Vertical Takeover and Sell - Off Announcements: Abnormal Returns Differ By Industry", **Corporate Ownership and Control**, 3(2), s. 23-30.

Güneş, İ. H., Akbıyık, A. A., 2002, "Kurumlar Vergisi Kanunu Açısından İşletmelerde Vergisiz Birleşmeler", **Mali Çözüm**, Sayı 57.

Hazelkorn, T., Zenner, M., Shivdasani, A., 2004, "Creating Value with Mergers and Acquisitions", **Journal of Applied Corporate Finance**, 16(2-3), s. 81-90.

Healy, P. M., Palepu, G. K., Ruback, S. R., 1992, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", **Journal of Financial Economics**, 31, s. 135-175.

Healy, P. M., Palepu, G. K., Ruback, S. R., 1997, "Which Takeovers are Profitable? Strategic or Financial? ", **Sloan Management Review**, Summer, s. 45-57.

Houston, J., James, C., Ryngaert, M., 2001, "Where do Merger Gains Come from? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders", **Journal of Financial Economics**, 60, s. 285-331.

Huang, Y. S., Walking, R. A., 1987, "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements – Payment, Acquisition Form and Managerial Resistance", **Journal of Financial Economics**, 19, s. 329-349.

Jarrel, G., Brickley, J., Netter, J., 1988, "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", **Journal of Economic Perspectives**, 2(1), s. 49-68.

Jarrell, G., Poulsen, A., 1989, "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence From Three Decades", **Financial Management**, 18, s. 12-19.

Jennings, R. H., Mazzeo, M. A., 1991, "Stock Price Movements Around Acquisition Announcements and Management's Response", **Journal of Business**, 64(2), s. 139-163.

Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and

Takeovers”, **AEA Papers and Proceedings**, 76(2), s. 323-327.

Jensen, M. C., 2001, “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”, **Journal of Applied Corporate Finance**, 14(3), s. 8-21.

Jensen, M. C., Ruback, R. S., 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", **Journal of Financial Economics**, 11, s. 5-61.

Kaplan, N. S., Weisbach, S. M., 1992, “The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures”, **Journal of Finance**, 47, s. 107-138.

Kaplan, N. S., 1989, “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” **Journal of Financial Economics**, 24, s. 217-254.

Kargın, S., 2001, “Mergers and Tender Offers: A Review of the Literature”, **Yönetim ve Ekonomi**, 7 (1), s. 244-255.

Keown, A. J., Pinkerton, J. M., 1981, “Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation” **Journal of Finance**, 36, s. 855-869.

Kohers, N., Kohers T., 2000, “The Value Creation Potential of High-Tech Mergers”, **Financial Analysts Journal**, 56 (3), s. 40-51.

Lang, L., Stulz, R., Walking, R., 1989, “Managerial performance, Tobin’s q and the Gains from Successful Tender Offers”, **Journal of Financial Economics**, 24, s. 137-154.

Langetieg, T., 1978, “An Application of a Three-factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger”, **Journal of Financial Economics**, 6, s. 365-384.

Leland, H. E., 2007, “Financial Synergies and the Optimal Scope of the Firm: Implications for Mergers, Spinoffs, and Structured Finance”, **The Journal of Finance**, 62 (2), s. 765-769.

Limmack, R. J., 1991, “Corpoarte Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986”, **Accounting and Business Research**, 21, s. 239-251.

Loughran, T., Vijh, A. M., 1997 “Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?”, **The Journal of Finance**, 52 (5), s. 1765-1790.

Lubatkin, M., 1983, “Mergers and the Performance of the Acquiring Firm”, **Academy of Management Review**, 8(2), s. 218-225.

Mandacı, P. E., 2004, “Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans**, 225, s. 118-123.

- Mandacı, P. E., 2005, “Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı ve Performanslarına Etkileri”, **İktisat İşletme ve Finans**, Ağustos, s. 60-67.
- Mandelker, G., 1974, “Risk and Return: The Case of Merging Firms”, **Journal of Financial Economics**, 1, s. 303-335.
- Manne, G. H., 1965, “Mergers and the Market for Corporate Control”, **Journal of Political Economy**, 73, s. 110-120.
- Maquieira, C. P., Megginson, L. W., Nail, L., 1998, “Wealth Creation Versus Wealth Redistribution in Pure Stock-For-Stock Mergers”, **Journal of Financial Economics**, 48, s. 3-33.
- Markides, C., Oyon, D., 1988, “International Acquisitions: Do They Create Value for Shareholders?”, **European Management Journal**, 16(2), s. 125-135.
- McWilliams, A., Siegel, D., 1997, “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues”, **Academy of Management Journal**, 40(3), s. 626-657.
- Meulbroek, L. K., 1992, “An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading”, **Journal of Finance**, 47(5), s. 1661-1701.
- Mitchell, M., Netter, J., 1989, “Triggering 1987 Stock Market Crash: Antitakeover Provisions in the Proposed House Ways and Means Tax Bill”, **Journal of Financial Economics**, 24, s. 37-68.
- Mitchell M., Stafford, E., 2000, “Managerial Decisions and Long-Ter Stock Price Performance”, **Journal of Business**, 73, s. 287-329.
- Mitchell, M., Pulvino, T., Stafford, E., 2004, “Price Pressure Around Mergers”, **The Journal of Finance**, 59(1), s. 31-63.
- Modigliani, F., Miller, M. H., 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” **American Economic Review**, 48, s. 261-297.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., 2005, “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring Firm Returns in the Recent Merger Wave”, **Journal of Finance**, 60(2), s. 757-782.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, W. R., 1990, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, **The Journal of Finance**, 45, s. 31-48.
- Mueller, C. D., 1977, “The Effects of Conglomerate Mergers: A Survey of the Empirical Evidence”, **Journal of Banking and Finance**, 1, s. 315-347.

- Mulherin, J. H., Boone, A. L., 2000, "Comparing Acquisitions and Divestitures", **Journal of Corporate Finance**, 6, s. 117-139.
- Murphy, K. J., 1985, "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", **Journal of Accounting and Economics**, 7, s. 11-42.
- Myers, S. C., 1974, "Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions", **Journal of Finance**, 29, s. 1-25.
- Myers, S. C., 2001, "Capital Structure", **Journal of Economic Perspectives**, 15, s. 81-102.
- Rappaport, A., 1981, "Selecting Strategies That Create Shareholder Value", **Harvard Business Review**, May-June, s. 139-149.
- Rappaport, A., 2005, "The Economics of Short-Term Performance Obsession", **Financial Analysts Journal**, 61(3), s. 65-79.
- Rappaport, A., 2006, "Ten Ways to Create Shareholder Value", **Harvard Business Review**, September, s. 66-79.
- Rau, R., Vermaelen, T., 1998, "Glamour, Value and the Post Acquisition Performance of Acquiring Firms", **Journal of Financial Economics**, 49, s. 223-253.
- Roll, R., 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", **Journal of Business**, 59(2), s. 197-216.
- Rozeff, S. M., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios", **Journal of Financial Research**, 5(3), s. 249-259.
- Ryngaert, M., Netter, J., 1990, "Shareholder Wealth Effects of the 1986 Ohio Antitakeover Law Revivisited: Its Real Effects", **Journal of Law, Economics and Organization**, 6, s. 253-262.
- Salter, M. S., Weinhold, W. A., 1978, "Diversification Via Acquisition: Creating Value", **Harvard Business Review**, July – August , s. 166-176.
- Schwert, W. G., 1996, "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions", **Journal of Financial Economics**, 41, s. 153-192.
- Schwert, W. G., 2000, "Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder", **Journal of Finance**, 55, s. 2599-2640.
- Servaes, H., 1991, "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", **The Journal of Finance**,

66(1), s.409-419.

Seth, A., 1990, “Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues”, **Strategic Management Journal**, 11(2), s. 99-115.

Sirower, M. L., (2004), “Achieving Valuable Growth Through M&A, Boardroom Lessons for the Acquisition Game”, A. Black (ed.) içinde, s. 239-269.

Smith, R., Kim, J., 1994, “The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack on Bidder and Target Stock Returns”, **Journal of Business**, 67, s. 281-310.

Stigler, G. J., 1951, “The Division of Labor is Limited by the Extent of the Market”, **Journal of Political Economy**, 59, s. 185-193.

Stillman, R., 1983, “Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers”, **Journal of Financial Economics**, 11, s. 225-240.

Stewart, G. B., 2003, “How to Fix Accounting: Measure and Report Economic Profit”, **Journal of Applied Corporate Finance**, 15 (3).

Travlos, N. G., 1987, “Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns”, **Journal of Finance**, 42(4), s. 943-963.

Varaiya, N, Ferris, K., 1987, “Overpayin in Corporate Takeover: The Winner’s Curse”, **Financial Analysts Journal**, 43, s. 64-70.

Walker, M. M., 2000, “Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring – Firm Shareholder Wealth”, **Financial Management Association**, Spring..

Walter, G. A., Barney J. B., 1990, “Management Objectives in Mergers and Acquisitions”, **Strategic Management Journal**, 11, s. 79-86.

Yılgör, A. G., (2004), “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satınalma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, H. Sümer ve H. Pernsteiner (ed.) içinde, s. 381-408.

Yörük, N., Ban, Ü., 2006, “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 40, s. 88-101.

DİĞER KAYNAKLAR

Antoniou, A., Arbour, P., Zhao, H., 2006, “Measuring the Economic Gains of Mergers and Acquisitions: Is it Time for a Change?”, Working Paper, September.

Asquith, P., Bruner, R., Mullins, D., 1987, “Merger Returns and the Form of Financing”, Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices, 34, s. 115-146.

Beitel, P. D., 2002, “Explaining the M&A Success in European Bank Mergers and Acquisitions”, University of Witten/Herdecke, Working Paper.

Bild, M. ve diğerleri, 2002, “Do Takeovers Create Value? A Residual Income Approach on U.K. Data”, University of Cambridge Working Paper, No. 252.

Booth, L., 1998, “What Drives Shareholder Value?”, The Federated Press Creating Shareholder Value Conference Paper, October.

Campa, J. M., Hernando, I., 2002, “Value Creation in European M&As”, Research Paper, No: 471, October.

Caruso, A., Palmucci, F., “Measuring Value Creation in Bank Merges and Acquisitions”, Working Paper.

Cools, K., King, K., Tsusaka, M., 2004, “Growing Through Acquisitions”, Boston Consulting Group Report, May.

Çitçi, R. G., 2004, “Ölçek Küçültme Stratejileri Çerçevesinde Mal Varlığının Devri Suretiyle Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması”, SPK Yeterlilik Etüdü.

Damodaran, A., 2006, “Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence”, 2006. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (16 Temmuz 2007).

Dobbs, R., 2006, “Creating Value from Mergers”, **McKinsey Quarterly**, November. http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M_A/Creating_value_from_mergers_1863 (16 Eylül 2007).

Doğanay, M., Öztunalı, A., Yücelen, A., 2006, “Değerleme Teorisinde Rekabetçi Avantaj Dönemi Modeli: İMKB’den Örnekler” Küreselleşme Sürecinde İşletmelerin Finans Yönetimi-10. Ulusal Finans Sempozyumu.

Dünya Gazetesi, 10.01.2007.

Ebiçlioğlu, F. K., 2005, “Uluslararası Muhasebe Standartları Kapsamında Şirket Birleşmeleri ve Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara

Üniversitesi.

Ernst&Young, “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu”, Ocak 2007

Ernst&Young, “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2005 Raporu”, Ocak 2006

Ernst&Young, “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu”, Ocak 2005

Ernst&Young, “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2003 Raporu”, Ocak 2004

Federal Trade Commission, Statistical Reports on Mergers and Acquisitions, 1977.

Floreani, A., Rigamonti, S., 2001, “Mergers and Shareholders’ Wealth in the Insurance Industry”, Università Cattolica de S. Cuore.

FORTUNE, No. 8, 2007.

FORTUNE, No.13, 2007.

Gregory, K. V., 2000, “Economies of Scale International Liner Shipping and Ongoing Industry Consolidation: An Application of Stigler’s Survivorship Principle”, Virginia Polytechnic Institute and State University Master Thesis.

Hou, K., Robinson, T. D., 2006, “Industry Concentration and Average Stock Returns”, Seminar Paper.

Investment Company Institute ve The Securities Industry Association Raporu, 2002.

Jensen, M. C., 1987, “The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy”, Conference Paper, s. 102-143.

Kuipers, D., Miller D., Patel, A., 2002, “Shareholder Wealth Effects in Cross-Border Market for Corporate Control” Indiana University Research Paper.

Martinez-Jerez, A. F., 2003, “Interaction Between Accounting and Corporate Governance: Evidence from Business Combinations”, Harvard University, Unpublished Working Paper.

Mulherin, J. H., 2000, “Incomplete Acquisitions and Organizational Efficiency”, Penn State University, Working Paper.

Olsen, E. E., Stelter, D., Plachke, F., 2005, “Balancing Act”, Boston Consulting Group Report.

Peterson, P. P., 1989, “Event Studies: A Review of Issues and Methodology”, University of Nebraska-Lincoln Research Paper.

PriceWaterHouseCoopers Türkiye Danışmanlık Hizmetleri, 2006, “Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları”.

http://www.vergiportali.com/doc/pb/PwC-Infomag%20Ek_Nisan%2006_small.pdf (15 Ağustos 2007)

Raj, M., Forsyth, M., 2001, “UK Horizontal Takeovers and Bidder Gains”, Aberdeen Business School.

Rekabet Kurumu 2006 Yılı Faaliyet Raporu, www.rekabet.gov.tr (3 Ağustos 2007).

Schmid, M. M., Walter, I., 2007, “Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value ?”, Research Paper.

SPK Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları, 2004 <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=68&fn=68.pdf> (11 Eylül 2007).

SPK, “Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ”.

Statistical Reports on Mergers and Acquisitions, Federal Trade Commission, USA, 1977.

The Chartered Institute of Management Accountants Report, 2004, “Maximizing of Shareholder Value”, November. www.cimaglobal.com (20 Temmuz 2007).

The McKinsey Quarterly, 2005, “Over Estimating Merger Synergies”.

UNCTAD, “World Investment Report 2006”, 2006.

Vulpiani, M., 2004, “Analysis of Value Creation in M&A Operations”, Research Paper.

Wu, Y., Ray, S. C., 2005, “Technical Efficiency and Stock Market Reaction to Horizontal Mergers”, Working Paper.

Yörük, V. U., 2002, “Şirket Birleşmeleri”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu.

<http://www.analiz.com> (25 Haziran 2007)

<http://www.eab.ege.edu.tr/pdf/3/C1-S1-2-M1.pdf> (8 Ekim 2007)

<http://www.duke.edu/~charvey/Classes/wpg/bfglost.htm> (19 Eylül 2007)

http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020501/2243 (22 Eylül 2007)

<http://www.marakon.com> (22 Ekim 2007)

http://www.sabanci.com.tr/pdf./2006tr/SABANCI_FR_2006.pdf (6 Temmuz 2007)

<http://www.securities.com> Dealwatch (15 Ağustos 2007)

<http://www.spk.gov.tr/ofd/KurumsalYonetim/index.html?tur=ilkeler> (19 Eylül 2007)

<http://www.the-chiefexecutive.com/glossary/value-based-management.html> (12 Temmuz 2007)

<http://www.thomson.com> (3 Eylül 2007)

http://www.tools.marakon.com/print.php?multipage=true&filename=ida_031208_favaro_p (15 Haziran 2007)

<http://www.turkcell.com.tr/index/0,1028,92800,00.html> (6 Temmuz 2007)

www.valuebasedmanagement.net (12 Temmuz 2007)

http://www.yalinenstitu.org.tr/makale_detay.asp?id=14 (1 Ağustos 2007)

KANUNLAR

Bankalar Kanunu

Gelir Vergisi Kanunu

Kurumlar Vergisi Kanunu

Rekabetin Korunması Hakkında Kanun

Sermaye Piyasası Kanunu

Türk Ticaret Kanunu

EK-1: SATIN ALAN ŞİRKETLER

Duyuru Günü	Hedef Şirket	Satın Alan Şirket
18.07.2007	Kemer Yayıncılık	Dogan Gazetecilik
13.07.2007	TAV İzmir Terminal	TAV
31.05.2007	Noro Tip Özel Sağlık Merkezi	Acıbadem
16.04.2007	ERE Elektrik Üretim Dağıtım	Sabancı Holding
13.03.2007	Rotor Elektrik	Zorlu Enerji
31.01.2007	Olkusan Oluklu Kutu-Packaging	Tire Kutsan
09.01.2007	Anadolu Cetelem Tüketici	Türkiye Ekonomi Bankası
22.12.2006	T Enerji Üretim	Turcas Petrol
18.12.2006	Askam Kamyon İmalet ve Ticaret	Sabancı Holding
03.10.2006	Global Hayat Sigorta AŞ	Denizbank
11.09.2006	Kudos Tekstil AŞ	Arat Tekstil
07.08.2006	Aplus Hastane Otelcilik	Acıbadem
01.08.2006	Elazığ Çimento	Çimentaş
01.05.2006	Limas Liman Hizmetleri AŞ	Baticim
13.10.2005	Ladik Cement	Akçansa
15.08.2005	Tansaş Perakende Mağazacılık	Migros
06.01.2005	TEDAŞ	Sabancı Holding
12.02.2004	Bayındır Hayat Sigorta	Acıbadem
06.11.2003	Bayındır Hayat Sigorta	Ray Sigorta
26.09.2003	TSD Tekstil Sanayileri	Bisaş
14.07.2003	Tutas Türk Turizm AŞ	Marmaris Altinyunus
14.07.2003	Mars Sinema Turizm ve Sportif	İş Girişim
21.02.2003	Oypa-Stores(11)	Migros
22.10.2002	Toprak Bank-Branched(9)	Finansbank
14.10.2002	Sabah	Doğan Holding
25.09.2002	Toprak Yatırım Bank	Global Menkul Değerler
26.08.2002	Hedef Menkul Değerler	Global Menkul Değerler
29.07.2002	Demir Enerji Sanayi ve Ticaret AŞ	Ayen
06.02.2002	İktisat Yatırım Menkul	Global Menkul Değerler
25.12.2001	Hedef Menkul Değerler	Global Menkul Değerler
21.12.2001	Ege Yatırım	Global Menkul Değerler
24.10.2001	Merkez Enerji Otoproduksiyon	Ayen
11.10.2001	Mikrodalga Elektronik Sistem	Aselsan
29.08.2001	Servus Computer	TSKB
10.07.2001	Yaşar Yatırım Menkul Değerler	Global Menkul Değerler
09.07.2001	Cobb İstanbul Ana Damızlık	Banvit
24.04.2001	Benkar Tüketici Fin.ve Kart	Akbank
23.02.2001	Gaz Aletleri	Aygaz
16.02.2001	Tadpi Gıda	Banvit
10.10.2000	İsdemir	Eregli Demir Çelik Fabrikaları
03.04.2000	Infoshop	Doğan Holding
03.02.2000	Akdemir Çelik Sanayi	İzmir Demir Çelik
11.01.2000	Makro Center	Tansaş

EK-2: HEDEF ŞİRKETLER

Duyuru Tarihi	Hedef Şirket	Satın Alan Şirket
12.07.2007	Anel Telekomunikasyon	Purlear Enterprises
05.07.2007	Petkim Petrokimya Holding AS	Investor Group
05.07.2007	Garanti Bankası	Deutsche Bank AG
21.06.2007	AFM Uluslararası Film	AI Group Ltd
01.06.2007	Acibadem Sağlık Hizmetleri	Abraaj Capital Ltd
29.05.2007	Kartonsan	Asli Gıda ve Kimya
28.05.2007	Türk Demir Dokum	Vaillant Saunier Duval Iberica
21.05.2007	Migros Türk Ticaret AS	Seeking Buyer
18.05.2007	TAT Konserve	Templeton Asset Mgmt(In)Pvt
17.05.2007	Ulker Gıda	Selcuk Gıda AS
30.04.2007	Turkcell	Altimo
20.04.2007	Tire Kutsan Oluklu Mukavva	Mondi Packaging Paper Swiece
20.03.2007	Ray Sigorta	TBIH
23.02.2007	Batıçım	OCI Cimento Anonim Sirketi
19.02.2007	Döktaş	Componenta Oyj
13.02.2007	Boyrer	Citigroup Venture Capital
08.02.2007	Doğan Yayın	Lone Pine Capital LLC
18.01.2007	Garanti Bankası	Lone Pine Capital LLC
30.11.2006	Trabzonspor Sportif Yatırım	Deutsche Bank AG
30.11.2006	Bossa	Seeking Buyer
23.11.2006	Alternatifbank	Alpha Bank AE
09.11.2006	Turcas	OAO LUKOIL Holdings AG
17.10.2006	Akbank	Citigroup Inc
06.10.2006	Global Menkul Değerler	Banca d'Intermediazione
06.09.2006	İzocam	JV-Isover,Alghanim
10.08.2006	Dardanel	Investor Group
21.06.2006	Şekerbank	TuranAlem Securities JSC
31.05.2006	Denizbank	Dexia Participation Belgique
26.05.2006	Deva Holding	Advent Pharma Holding SARL
03.04.2006	Finansbank	National Bank of Greece SA
26.01.2006	Batıçım	Orascom Constr Ind SAE
24.01.2006	Petrol Ofisi	OMV AG
01.12.2005	Sabancı Holding	CA-IB Investmentbank AG
04.10.2005	Ereğli Demir Çelik	Ataer Holding AS
23.09.2005	İzmir Demir Çelik	Sahin-Koc Çelik Sanayi
13.09.2005	TÜPRAŞ	Investor Group
25.08.2005	Garanti Bankası	GE Consumer Finance Inc
15.08.2005	Tansaş	Migros Türk Ticaret AS
15.06.2005	Şekerbank	Rabobank
07.06.2005	Global Menkul Değerler	Banca d'Intermediazione
03.05.2005	Gima	Carrefour SA
12.04.2005	Türk Dış Ticaret Bankası	Fortis Group NV
31.03.2005	Turkcell	Alfa Group
31.01.2005	Yapi ve Kredi Bankası	Koc Finansal Hizmetler AS
12.07.2004	Türkiye Ekonomi Bankası	BNP Paribas SA
30.01.2004	Tüpraş	Investor Group
09.10.2003	BSH Profilo SA	Deutsche Bank AG
05.08.2002	Tire Kutsan	Bomsas Mukavva

03.04.2002 Alternatifbank
18.03.2002 Petrol Ofisi
31.01.2002 Tekstil Finansal Kiralama
17.01.2002 Yapı Kredi Sigorta
17.01.2002 Kent Gıda
02.01.2002 Kipa
15.11.2001 Finansbank
23.10.2001 Kereviş
05.10.2001 Petrol Ofisi
05.10.2001 TÜPRAŞ
06.09.2001 Yapı ve Kredi Bankası
16.08.2001 Penguen Gıda
06.07.2001 Kartonsan
02.07.2001 Finansbank
11.06.2001 Çimentas İzmir Çimento
04.06.2001 Garanti Bankası
31.05.2001 Tuborg
02.02.2001 EGS Gayrimenkul Yatırım
23.01.2001 Zorlu Enerji
04.12.2000 Viking Kağıt
02.10.2000 Kardemir
24.05.2000 TÜPRAŞ
05.04.2000 Petkim
21.02.2000 TANSAŞ
28.01.2000 Petrol Ofisi
12.01.2000 Ege Profil

Credit Agricole Indosuez
Undisclosed Acquiror
Rant Finansal Kiralama
Muenchener Ruckversicherungs
Cadbury Schweppes PLC
Tesco PLC
Investor Group
Nestle SA
Investors
Investors
ABN AMRO Bank NV
DEG
Park Holding
BNP Paribas SA
Cementir SpA
Cementir SpA
IntesaBci SpA
Carlsberg Breweries A/S
Sanko Textile AS
Merrill Lynch & Co Inc
Investor Group
Investor Group
Seeking Buyer
Investors
Start Investments Ltd
Investor Group
Deceuninck NV

EK-3: KAG VE OKAG DEĞERLERİ (%)

Günler	Hedef KAG	Hedef OKAG	Alan KAG	Alan OKAG	Hedef OKAG- Alan OKAG
-40	0,405766964	0,405766964	-0,219782109	-0,2197821	0,625549073
-39	0,391537674	0,195768837	-0,499216709	-0,2496084	0,445377191
-38	-0,036023922	-0,012007974	-0,411527899	-0,137176	0,125167992
-37	-0,296816603	-0,074204151	-0,917100052	-0,229275	0,155070862
-36	0,341393109	0,068278622	-1,150582211	-0,2301164	0,298395064
-35	-0,126273734	-0,021045622	-1,716068496	-0,2860114	0,264965794
-34	-0,277875022	-0,039696432	-0,849225906	-0,121318	0,081621555
-33	-0,04053532	-0,005066915	-0,738704129	-0,092338	0,087271101
-32	0,177935949	0,019770661	-0,997639695	-0,1108489	0,130619516
-31	0,571423503	0,05714235	-0,227572606	-0,0227573	0,079899611
-30	0,440086288	0,040007844	-0,580107353	-0,052737	0,092744876
-29	0,39725076	0,03310423	-0,540674574	-0,0450562	0,078160445
-28	0,684204199	0,052631092	-0,118653834	-0,0091272	0,06175831
-27	0,53284918	0,038060656	0,381197957	0,0272284	0,01083223
-26	0,430413568	0,028694238	0,395889848	0,0263927	0,002301581
-25	0,803142471	0,050196404	-0,176613495	-0,0110383	0,061234748
-24	0,653836154	0,03846095	-0,085533339	-0,0050314	0,043492323
-23	0,355793966	0,019766331	-0,00161188	-8,955E-05	0,01985588
-22	-0,040344039	-0,00212337	0,257516322	0,0135535	-0,015676861
-21	0,133911984	0,006695599	0,666110197	0,0333055	-0,026609911
-20	0,568270218	0,027060487	0,210718036	0,0100342	0,017026294
-19	1,362533422	0,061933337	0,011404925	0,0005184	0,061414932
-18	1,657368002	0,072059478	0,35491401	0,015431	0,056628434
-17	1,431566392	0,0596486	0,235730732	0,0098221	0,049826486
-16	1,835754598	0,073430184	0,576315283	0,0230526	0,050377573
-15	2,088221592	0,080316215	1,167888442	0,0449188	0,035397429
-14	2,837616042	0,10509689	1,178635078	0,0436532	0,061443739
-13	2,716165245	0,097005902	1,15780211	0,0413501	0,055655826
-12	2,731099792	0,094175855	1,296162993	0,0446953	0,049480579
-11	2,905964787	0,096865493	0,478053789	0,0159351	0,080930367
-10	3,504125795	0,113036316	0,12808506	0,0041318	0,10890454
-9	4,312523929	0,134766373	0,607637107	0,0189887	0,115777713
-8	4,029951929	0,122119755	0,911872001	0,0276325	0,094487271
-7	4,4927788	0,132140553	0,939821627	0,0276418	0,10449874
-6	5,567707175	0,159077348	0,807924212	0,0230835	0,135993799
-5	6,423358153	0,178426615	0,256921601	0,0071367	0,171289904

-4	7,268505564	0,196446096	0,094837619	0,0025632	0,193882917
-3	7,955410806	0,209352916	0,701923435	0,0184717	0,190881247
-2	9,066577128	0,232476337	1,206044021	0,0309242	0,201552131
-1	10,01523521	0,25038088	1,747763842	0,0436941	0,206686784
0	10,58703777	0,258220433	2,985419842	0,0728151	0,185405315
1	10,08862071	0,240205255	2,758747935	0,0656845	0,17452078
2	10,09101199	0,234674697	3,116655701	0,0724804	0,162194332
3	9,792299644	0,222552265	3,500842977	0,0795646	0,142987652
4	8,625441716	0,191676483	3,30380096	0,0734178	0,118258683
5	8,935911475	0,194258945	3,24146963	0,0704667	0,123792214
6	8,573468525	0,182414224	3,182413959	0,0677109	0,114703289
7	8,120384893	0,169174685	3,63324332	0,0756926	0,093482116
8	8,423924145	0,171916819	3,220689375	0,0657284	0,106188465
9	8,612795427	0,172255909	2,894711345	0,0578942	0,114361682
10	8,683597899	0,170266625	2,751673883	0,0539544	0,116312236
11	8,960482477	0,172316971	2,732351156	0,0525452	0,119771756
12	9,778754311	0,184504798	2,652371701	0,0500447	0,134460049
13	9,562374348	0,177081006	1,38344575	0,0256194	0,151461641
14	9,26463742	0,168447953	0,08768884	0,0015943	0,166853611
15	8,778027018	0,156750482	0,8234173	0,0147039	0,142046602
16	9,037839178	0,158558582	1,019628497	0,0178882	0,140670363
17	9,187872118	0,158411588	0,889684869	0,0153394	0,143072194
18	9,132341721	0,154785453	0,817254306	0,0138518	0,140933685
19	9,00961901	0,150160317	0,777563	0,0129594	0,137200934
20	8,999129277	0,147526709	0,420165622	0,006888	0,140638748
21	9,511901294	0,153417763	1,261574645	0,020348	0,133069785
22	9,556809867	0,151695395	1,737563952	0,0275804	0,124115015
23	9,119117997	0,142486219	1,135164622	0,0177369	0,124749271
24	8,426484144	0,129638218	1,529410667	0,0235294	0,106108823
25	8,230155392	0,124699324	0,536749959	0,0081326	0,116566749
26	8,55644132	0,127708079	0,563571574	0,0084115	0,119296563
27	8,172074273	0,120177563	0,634370569	0,009329	0,110848584
28	8,77151882	0,127123461	0,127225378	0,0018438	0,125279615
29	8,939954589	0,127713637	0,182547395	0,0026078	0,125105817
30	8,834990145	0,124436481	0,198080692	0,0027899	0,121646612
31	8,3942087	0,116586232	0,723315414	0,010046	0,106540185
32	8,648158318	0,118467922	0,714728612	0,0097908	0,108677119
33	8,64484652	0,11682225	1,529705135	0,0206717	0,096150559
34	8,41987563	0,112265008	1,707245841	0,0227633	0,089501731
35	7,993041371	0,105171597	2,160537599	0,0284281	0,076743471

36	8,222049881	0,106779869	2,35610348	0,0305987	0,076181122
37	8,174615478	0,104802763	2,785848039	0,035716	0,069086762
38	7,878426052	0,099726912	2,754290197	0,0348644	0,064862479
39	7,098636965	0,088732962	2,952026446	0,0369003	0,051832631
40	6,721016782	0,082975516	3,378679372	0,0417121	0,041263425