

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI FİNANSAL RAPORLAMA SİSTEMİ ÇERÇEVESİNDE
ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE TERS BİRLEŞMELER

Yüksek Lisans Tezi

Halil İbrahim ÖZKAN

Ankara - 2021

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI FİNANSAL RAPORLAMA SİSTEMİ ÇERÇEVESİNDE
ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE TERS BİRLEŞMELER

Yüksek Lisans Tezi

Halil İbrahim ÖZKAN

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Orhan ÇELİK

Ankara – 2021

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ULUSLARARASI FİNANSAL RAPORLAMA SİSTEMİ ÇERÇEVESİNDE
ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE TERS BİRLEŞMELER

Yüksek Lisans Tezi

Halil İbrahim ÖZKAN

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Orhan ÇELİK

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ

Adı ve Soyadı

- 1- Prof. Dr. Orhan ÇELİK
- 2- Prof. Dr. Ercan BAYAZITLI
- 3- Prof. Dr. Rafet AKTAŞ

Tez Savunması Tarihi

05/10/2021

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(13.10.2021)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Halil İbrahim ÖZKAN

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	iii
TABLolar LİSTESİ.....	iv
 BÖLÜM 1_ŞİRKET BİRLEŞMELERİ.....	1
1.1. ŞİRKET BİRLEŞMESİ NEDİR?	3
1.2 ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TÜRLERİ NELERDİR?.....	4
1.3 ŞİRKET BİRLEŞME DALGALARI.....	6
1.3.1 BİRİNCİ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	7
1.3.2. İKİNCİ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ.....	8
1.3.3. ÜÇÜNCÜ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	9
1.3.4 DÖRDÜNCÜ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	10
1.3.5 BEŞİNCİ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ.....	11
1.3.6. ALTINCI DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	12
1.4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ.....	15
1.4.1. BÜYÜME	15
1.4.2. SİNERJİ	17
1.4.3. ÇEŞİTLENME.....	19
1.4.4 DİĞER NEDENLER	21
1.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	21
1.6. DEĞERLENDİRME.....	28
 BÖLÜM 2_ TERS BİRLEŞMELER	29
2.1 TERS BİRLEŞME NEDİR?	30
2.2 TERS BİRLEŞME NEDEN TERCİH EDİLİR?	35
2.3 TERS BİRLEŞME NASIL YAPILIR?	47
2.4. BİRLEŞME SONRASI ŞİRKETİN HAYATTA KALMASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	51
2.6 TERS BİRLEŞMENİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI.....	55
2.7 TERS BİRLEŞMELERDE SERMAYE ARTIRMA YOLLARI	60
2 8 TERS BİRLEŞME HAKKINDA OLUMLU VE OLUMSUZ GÖRÜŞLER	63

BÖLÜM 3 TERS BİRLEŞME ÖRNEĞİ.....	72
3.1 Devralan A A.Ş.'nin 31.12.20XX Tarihli Finansal Durum Tablosu	73
3.2 Devralınan (Kabuk) B A.Ş.'nin 31.12.20XX Tarihli Finansal Durum Tablosu	74
3.3 Birleşme İşlemine Ait Kayıtlar ve Bilanço	75
 SONUÇ	 79
 KAYNAKÇA.....	 82
ÖZET	91
ABSTRACT.....	92



KISALTMALAR

TMS: Türkiye Muhasebe Standartları

TFRS: Türkiye Finansal Raporlama Standartları

IFRS: International Financial Reporting Standards – Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

IPO: Initial Public Offering – Halka Arz

Ar-Ge: Araştırma ve Geliştirme

PCAOB: Public Company Accounting Oversight Board – Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu

SPAC: Special-Purpose Acquisition Company – Birleşme Amaçlı Ortaklık

PIPE: Private Investment in Public Equity – Kamu Sermayesine Yapılan Özel Yatırım

SEC: U.S. Securities and Exchange Commission – ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu

SEO: Seasoned Equity Offering – Tecrübeli (İkincil) Hisse Senedi Arzı

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo-1: Yıl ve Sektör Bazında KOBİ Birleşmeleri

Tablo-2: Birleşme Getirileri

Tablo-3: Ters Birleşme Şeması Sermaye Yapılarının Değişimi ve Ödeme Yöntemleri

Tablo-4: Ters Devralmanın Endüstriyel Dağılımı

Tablo-5: Ters Birleşmenin Nedenleri

Tablo-6: Ters Birleşme Şeması

Tablo-7: A A.Ş. Birleşme Öncesi Bilançosu

Tablo-8: B. A.Ş. Birleşme Öncesi Bilançosu

Tablo-9: A. A.Ş. Birleşme Sonrası Bilançosu

Tablo-10: A. A.Ş. Birleşme Sonrası Finansal Yatırımlar Tablosu

BÖLÜM 1

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Tüm dünya ile beraber Türk menşeli şirketlerin, yurtdışı pazarlarda aktif birer oyuncu haline gelmeleri; ihracat ile başlayıp doğrudan yatırımlarla devam eden bir uzun soluklu bir serüvendir. Yerel üreticilerden çok uluslu şirketlere dönüşüm, muhasebenin küreselleşmesi sonucunu doğurmuş; iştiraklerden bağlı ortaklıklara geniş bir yelpazede yatırımların dağılımı sıkça rastlanan bir durum olmuştur.

Bu çalışma dahilinde şirket birleşmelerinin özel bir alt türü olan ters birleşmenin açıklanması, bu yolla kurulan grup şirketlerinin birleşmeyi nasıl muhasebeleştirdiklerini ve oluşan yeni ortaklığın finansal tablolarının nasıl ortaya çıkarıldığının açıklanması amaçlanmıştır.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak şirketler, hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda, daha önce olmadığı kadar rekabetçi koşullarla karşılaşmaktadır. Günümüzde şirketler bu koşullar altında farklı büyüme stratejileri izlemekte, değişen piyasa şartları ve regülasyonlar karşısında esnek ve hızlı çözümler geliştirebilmektedir.

İlgili rekabet stratejilerinden biri de büyüme stratejisidir. Büyüme dar anlamında şirket değerinin artması veya paydaşların menfaatlerinde gerçekleşen pozitif artış olarak tanımlanabilir. Geniş anlamda ise pazar payından üretim imkanlarına, müşteri ve tedarikçi ağlarına, know-how ve haklara kadar bir çok alanda

ölçülebilir gelişmeyi ifade etmektedir. İşletme tarihi boyunca büyüme, farklı perspektiflerden açıklanmaya çalışılmış; yaygın görüş 2000’li yılların başında bugünkü genel görünümüne ulaşmıştır. Bu kapsamda büyüme stratejileri temel olarak içsel ve dışsal stratejiler olarak iki ana grup altında incelenmektedir.

Bunlardan ilki olan içsel büyüme stratejisinde şirket; kendi faaliyetleri neticesinde ortaya çıkardığı veya dış kaynak kullanımı (borçlanma) neticesinde yarattığı değerleri yeni yatırımlara dönüştürerek büyümeyi hedefler. Bu yaklaşımda şirketin hukuki statüsünde veya ortaklık yapısında herhangi bir değişik yaşanmazken şirket varlıklarını muhtelif kaynaklar ile arttırılması temel amaçtır.

Şirketlerin rekabet koşullarına ayak uydurmaları, erişemedikleri kimi müşteri çevrelerine erişme imkanı yaratmaları, kredi ve finansman olanaklarını geliştirmeleri ve kimi zaman ticari engellere takılan teknoloji transferlerini gerçekleştirmelerini sağlayacak ikinci büyüme stratejisi ise dışsal büyüme stratejileridir. Dışsal büyüme stratejilerinde temel olan şirketin başka bir şirket ile ortaklık kurması, onu devralması veya belirli alanlar için centilmenlik anlaşması imzalaması gibi birçok şekilde gerçekleştirilebilmektedir.

Büyümenin şirketler için hayati önem taşıdığı ve şirketlerin rekabet koşullarına uyum sağlamasının zorunlu olduğu günümüzde şirket birleşmeleri yaygınlaşmakta ve buna paralel olarak bu alandaki akademik çalışmalar da artmaktadır. Bu bölümde şirket birleşmelerini kavramsal çerçevesi, türleri, temel özellikleri, amaçları ve piyasa üzerindeki etkileri açısından incelemeye çalışacağım.

1.1. ŞİRKET BİRLEŞMESİ NEDİR?

Türkçe ve yabancı dillerdeki yazın incelendiğinde Türk Ticaret Kanunu'nda “Birleşme” ile tek bir terim olarak ifade edilen ilgili durum için, kimi kaynaklarda “Birleşme (Merger)”, “Satın Alma (Acquisiton)” ve Devralma (Takeover)” olmak üzere farklı kullanımların karşımıza çıktığını söyleyebiliriz. Şirket birleşmeleri birleşme (merger), satın alma (aquisitions), konsolidasyon (consolidation), ortak girişim (joint venture) ve stratejik anlaşmalar (strategic alliances) gibi farklı yöntemlerle gerçekleşebilmektedir.

Birleşme (Merger); şirketlerin birbirleriyle birleşerek ya tüzel kişiliğe sahip başka bir şirket kurmaları ya da bir veya bir kaçının diğer kuruma katılmaları şeklinde ifade edilmektedir (Ataman, 2000). Bu işlem her iki şirketin de hissedarlarının onayı alınarak gerçekleştirilir ve genellikle birleşme sonrası şirketin yönetimi birleşen şirketlerin yönetim kadroları tarafından paylaşılır.

Satın alma ya da ele geçirme ise bir şirketin varlıklarının veya hisselerinin başka bir şirket tarafından satın alınması işlemi olarak tanımlanmaktadır (Grinblatt ve Titman, 2002). Satın almalarda bir şirketin mülkiyetinin başka bir şirkete geçişi söz konusudur ve satın alan şirket yönetimi ele alır.

Konsolidasyonda ise satın almanın aksine iki şirket de varlığına son vererek yen bir şirket oluştururlar. Burada bir ele geçirme söz konusu değildir, sadece birleşme sonrası şirket varlığını sürdürür ve faaliyetlerine devam eder.

Ayrıca daha çok belli bir alanda ya da proje özelinde ekonomik ya da teknolojik kaynakların birleştirilmesini ifade eden ortak girişim, bu ortaklaşmanın daha dönemsel olduğu ve şirketlerin bağımsızlıklarının daha yüksek oldu stratejik ortaklıklar da şirket birleşme yöntemleri arasında sayılabilir (Yılgör, 2002).

Birleşme, TFRS-3 standardının yayınlandığı orijinal dilde “Combinations” kullanımı ile karşımıza çıkmaktadır. Yukarıda sıralı olan tüm birleşme tipleri de bu kapsam içerisinde yer almaktadır. Dilimizde birleşme kelimesi ile de satın alma, devralma kelimelerini ortaklaştırmak mümkündür.

1.2 ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TÜRLERİ NELERDİR?

Şirket birleşmelerinin, birleşmeyi gerçekleştiren şirketlerin ekonomik faaliyet alanları ve birleşmelerin hukuki yapılarına göre farklı türleri vardır. Birleşmeyi gerçekleştiren şirketlerin ekonomik faaliyet alanlarına göre birleşmeler dört grupta incelenebilir: yatay birleşmeler, dikey birleşmeler, dairesel birleşmeler ve karma birleşmeler.

Yatay birleşmeler, aynı alanda faaliyet gösteren iki şirketin birleşmesidir. Bu tarz birleşmelerde benzer ürünleri üreten iki rakip şirket birleşerek pazar paylarını genişletme ve rekabette üste çıkmayı hedefleyebilirler. Ayrıca sınır ötesi yatay birleşmeler bir şirketin yabancı pazarlara açılma stratejisi olarak değerlendirilebileceği gibi yerel olarak yapılan yatay birleşmeler de yerel şirketlerin ölçek ekonomisinden

faaydalanarak yabancu firmalarla rekabette g   kazanmasını sağlayan bir strateji olarak değerlendirilebilir (Zhang & Chen, 2002).

Dikey birleşmeler birleşen şirketler arasında faaliyet alanları açısından alıcı satıcı ilişkisi olan birleşmelerdir (Fan & Goyal, 2006). Bu genelde aynı ürünün farklı üretim ya da pazara sunulma süreçlerinde faaliyet gösteren şirketler arasında olur. şirketler dikey birleşmeler yoluyla ürünün üretimini aşamasına doğru geriye ya da t keticiiye ulaşma aşamasına doğru ileriye doğru genişlerler. Bu tarz birleşmeler şirketlere ürünlerinin üretiminin daha entegre bir biçimde gerçekleşmesini sağlayarak pazarda avantaj sağlar.

Dairesel (concentric) birleşmeler ise aynı ürünün üreticisi olmayan ya da aralarında alım satım ilişkisi olmayan ancak benzer müşteri kitlesine hitap eden ya da benzer alanlarda farklı şekilde hizmet veren şirketler arasında yapılan birleşmelerdir. Örneğin, bankacılık ve kredi hizmetleri veren Citicorp ile yine finansal alanda ancak daha çok sigorta alanında hizmet veren Travelers Group'un birleşmesi dairesel birleşmeler içinde değerlendirilebilir (Kumar, 2019). Benzer müşteri kitlesine hitap eden şirketlerin birleşerek bir sinerji oluşturması o hizmetleri ayrı ayrı veren şirketlere karşı rekabet güçlerini artırmalarını sağlayabilmektedir.

Yığınsal (conglomerate) birleşmeler ise birbiriyle ilgisi olmayan alanlarda faaliyet gösteren iki şirketin birleşmesidir. Bu tür birleşmeler şirket içinde faaliyet ve ürün çeşitliliğini artırmak ve girişim anlamında riski farklı alanlara dağıtmak amacıyla gerçekleşebilir.

Şirketler hukuksal yapılarına göre ise tröst, holding, konsorsiyum gibi biçimsel birleşmeler; kartel, konsern, centilmenlik anlaşmaları gibi biçimsel olmayan birleşmeler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

1.3 ŞİRKET BİRLEŞME DALGALARI

Şirket birleşmelerinin tarihi incelendiğinde, özellikle finansal aktivitenin ve bu alandaki çalışmaların yoğun olduğu ABD’de, şirket birleşmelerinin yoğunlaştığı ve azaldığı dönemler olduğu görülmektedir. Şirket birleşmelerinin yoğunlaştığı dönemler genelde akademik literatürde şirket birleşme dalgaları olarak ifade edilmektedir (Gaughan, 2017).

Şirket birleşmelerinin tarihi ve şirket birleşme dalgalarının oluşum sürecini anlamak şirket birleşmelerinin nedenleri ve sonuçlarını anlamak açısından önemlidir. Mitchell ve Mulherin (1996) şirket birleşmelerindeki yoğunlaşmaların sektördeki bazı ekonomik ve teknolojik şoklarının etkisiyle olabileceğini ifade etmektedir.

Ekonomik şok şirketlerin artan talebe ve rekabetçi piyasa koşullarına ayak uydurmak için büyümek zorunda kalmalarından kaynaklanır. Bunu mümkün kılmak içinse şirketler doğal yoldan içsel büyüme stratejileri yerine daha hızlı büyüme sağlayan birleşme ve satın almaları yöntemlerini tercih etmektedirler. Bazı şirketler uygun stratejilerle pazardaki ekonomik ve teknolojik şokları avantaja çevirir ve hızlı

büyüme sağlayan birleşme ve satın almalar bu stratejiler arasında değerlendirilebilir (Rhodes-Kropf ve ark., 2005). Harford (2005) de ekonomik ve teknolojik şokların şirket birleşme dalgalarını oluşturabileceğini ifade etmekle birlikte bu şokların kendi başına yeterli olmadığını ifade etmiş, birleşme ve satın almaların mümkün olması ve varlıkların yeniden dağıtımı için ayrıca sektörde yeterli likit sermayenin bulunması gerektiğini belirtmiştir.

Ovtchinnikov (2013) geleneksel görüşün aksine birleşme dalgalarının piyasalardaki deregülasyonlar sonrası oluştuğunu öne sürmüştür. Ona göre piyasalardaki beklenmedik gidişat (ya da bazı özel grupların çıkarları) bazı serbestleşmeleri doğurur ve bu serbestleşmelerden sonra birleşme ve satın almalar kötü performans gösteren şirketler için bir çıkış yolu olarak ortaya çıkar. Bunun sonucunda da birleşme dalgaları oluşabilir.

Şirket birleşme dalgaları tarihsel olarak altı dönemde incelenmektedir. Bu dönemleri ve özelliklerini burada kısaca ifade etmenin şirket birleşmelerini tarihsel bağlamı içinde değerlendirmek açısından önemli olduğunu düşünüyorum.

1.3.1 BİRİNCİ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Birinci dalga şirket birleşmeleri, 1883 ekonomik krizinden sonra gerçekleşmiş, 1898-1902 tarihleri arasında en yoğun dönemini yaşamış ve 1904 tarihinde bitmiştir (Gaughan, 2017). Bu dönemdeki birleşmelerin çoğu yatay

birleşmelerdir ve yaşanan yoğun yatay birleşmeler belirli alanlarda tekelleşmelerin oluşmasıyla sonuçlanmıştır. Bu durum bazı şirketlerin çok fazla büyümesine bazı şirketlerinse yok olmasına neden olmuştur. Bu dönemde rekabeti azaltan tekelleşmelerin ve büyük servetlerin oluşmasına engel olmak için bazı yasalar çıkarılsa da bunlar pek etkili olmamıştır. Birleşme dalgasının bitişi yasal düzenlemeler aracılığıyla değil bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar ile yani finansal nedenlerle gerçekleşmiştir.

1.3.2. İKİNCİ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

İkinci dalga şirket birleşmeleri, 1916 ve 1929 yılları arasında gerçekleşmiştir (Gaughan, 2017). Birinci dalga birleşmelerin aksine ikinci dalga birleşmelerin çoğunu dikey birleşmeler oluşturmuş, bunun yanında ilgisiz alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin bir araya geldiği şirket birleşmeleri de sıkça gerçekleşmiştir. İlk dönemde oluşan tekelleşmenin aksine bu dönem oligopollerin¹ oluşmasında etkili olmuştur. 1929 krizi ile ikinci dalga şirket birleşmeleri sona ermiştir.

¹ Oligopoli pazarın ya da belli bir sektörün az sayıdaki büyük şirket tarafından kontrol edilmesi anlamında kullanılan bir terimdir. ABD’de tütün ve elektrik sektörlerinin oligopolik bir yapı gösterdiği literatürde ifade edilmiştir (Appelbaum, 1982).

1.3.3. ÜÇÜNCÜ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Üçüncü dalga şirket birleşmeleri, 1965 ve 1969 yılları arasında gerçekleşmiştir. Yığınsal (conglomerate) birleşme dönemi olarak da adlandırılan üçüncü dalga şirket birleşmelerinin çoğunu birbiriyle ilgisiz alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin yaptığı birleşmeler oluşturmuştur. Yayınlanan bir raporda 1965 ve 1975 yılları arası yapılan şirket birleşmelerinin %80'inin yığınsal birleşmeler olduğu ifade edilmiştir (Federal Trade Commission, 1977). Şirketler kendi sektörleri içinde farklı alanlara yönelerek değil farklı sektörlerle de girerek faaliyetlerini çeşitlendirmeye çalışmışlardır (Servaes, 1996).

Bu durumun yığınsal birleşmelerin sağladığı “riski dağıtma” avantajından faydalanma amacıyla gerçekleştiği düşünülebilir. Ancak tarihsel olarak bakıldığında büyümek isteyen ve gerekli imkanları olan ancak rekabeti korumak amacıyla çıkarılan kanunlar tarafından önü kesilen şirketlerin bulduğu alternatif bir büyüme stratejisi olarak değerlendirilebilir (Gaughan, 2017). Bu dönemde çeşitlenmeye gidilmesinin nedenleri üzerine değişik fikirler mevcuttur ancak çeşitlenmenin şirket için geri dönüşünün yüksek olduğunu ifade eden çalışmalar mevcuttur (Matsusaka, 1993). 1968 yılında bazı yığınsal birleşme yapan şirketlerin kar oranlarındaki düşüş ve 1989 yılında rekabeti sağlamak için çıkan yeni yasal düzenlemelerle üçüncü dalga şirket birleşmeleri sona ermiştir. Üçüncü dalga şirket birleşmeleri, belirli bir alanda özelleşmenin daha etkili olduğu düşünülen kapitalist ortama karşıt örnek oluşturması açısından önemlidir ancak başarısız olmasının sebebi olarak da yine bu durum - yöneticilerin girdikleri sektörler hakkındaki bilgisizliği- gösterilmektedir.

1.3.4 DÖRDÜNCÜ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Dördüncü dalga şirket birleşmeleri 1984 ve 1989 yılları arasında gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki birleşmelerin en önemli ayırt edici niteliği, birleşmelerin önemli bir kısmının düşmanca birleşme² (hostile merger ya da hostile takeover) özelliği göstermesidir (Gaughan, 2017). Bu nedenle bu dönemde bir şirketin yüksek miktarda hissesini ele geçirerek yönetimde değişiklikler yapma hakkını kazanmayı ifade eden şirket baskını (corporate raider) tabiri kullanılmaya başlanmıştır.

Dördüncü dalga şirket birleşmelerinin diğer önemli bir özelliği de diğer şirket birleşme dalgalarına kıyasla çok büyük firmaların birleşme ya da devralma için hedef haline gelmesidir. Bu nedenle bu döneme ayrıca mega birleşmeler dönemi de denilmektedir.

Bu dönemdeki düşmanca şirket birleşme ilanlarının bir kısmı spekülatif, kısa sürede kar elde etme amacıyla da gerçekleşmiştir. Bazı durumlarda başka şirketi düşmanca ele geçirmeye çalışan bir şirketin amacı hedef şirketi devralmak değil, bazen elindeki hisseleri daha yüksek fiyattan satmasını sağlayacak bir ortam hazırlayarak arbitraj üzerinden para kazanmak olabilmektedir. Düşmanca birleşmelerin

² Düşmanca (hostile) birleşme *alıcı* şirketin *hedef* şirketin yöneticilerinin itirazına rağmen şirketi devralmasını ifade eder. Bu işlem, hedef şirketin hissedarlarına hisselerini satmaları için teklifler götürmek, hisse senetleri açıktan işlem gören şirketlerden yönetimi ele alacak miktarda hisse almak, ortakların oy haklarını vekaletle devralmak ya da şirket yönetimine kabul etmek zorunda kalacakları bir teklifle gitmek gibi değişik stratejilerle gerçekleştirilmektedir (Dağlı & Ayaydın, 2012).

yaygınlaştığı ve kabul gördüğü bu dönemde bu tür spekülâtif durumlar üzerinden kazanç sağlama gibi durumlar da gözlenmiştir.

1990'larda ekonomideki genel yavaşlama ile birlikte dördüncü dalga şirket birleşmeleri de sona ermiştir.

1.3.5 BEŞİNCİ DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Beşinci dalga şirket birleşmeleri 1992 ve 2001 yılları arasında gerçekleşmiştir (Gaughan, 2017). Dördüncü dalga birleşmelerde şirketler birleşme işlemleri için çoğunlukla büyük miktarda borç içine girmişlerdir. Bu dönemde geçmiş hataların tekrarlanmaması için şirketler şirket birleşmeleri ve devralmalar için daha stratejik anlaşmalara yönelmişlerdir. Bu dönemde birçok büyük çaplı birleşme gerçekleşse de bunların çoğunluğu stratejik anlaşmalar sonucunda gerçekleşmiş düşmanca birleşmelerin sayısı azalmıştır.

Bu dönemdeki birleşmelerde de yine büyüme motivasyonları etkili olmuş ancak şirketler borçlanma yerine özkaynaklarını kullanarak birleşme ve devralma yoluyla dış büyüme stratejilerini gerçekleştirmişlerdir.

Beşinci dalga birleşmeler yoğun olarak iki şirketin varlığına son vererek ortak bir şirket kurması ile sonuçlanan konsolidasyon biçiminde gerçekleşmiştir. Bu konsolidasyon birleşmelerindeki amaç çoğunlukla bölgesel faaliyet gösteren şirketlerin birleşip büyüyerek hem ölçek ekonomisinden faydalanmak hem de ulusal

çapta faaliyet gösteren bir şirkete dönüşmek olmuştur. Dördüncü dalga birleşmelerdeki kısa dönemde kar etme amaçları yerine uzun dönem stratejik planlar bu birleşmelerde etkili olmuştur.

Moeller ve Schlingemann (2005) bu dönemdeki şirket birleşmelerinin performans ve getirilerini inceledikleri çalışmalarında bu birleşmelerin çoğunun hedef şirketler için yüksek getiriler sağladığını ancak alıcı şirketler için zararlı sonuçlandığını ifade etmişlerdir. Buna rağmen birçok alıcı firmanın bu dönemde işlemlerine devam etmesi ise şirket yöneticilerinin 2000'lerde pazarda oluşan balonu fark edememelerinden dolayı, piyasadaki yüksek değerlenme eğilimini göz önüne alarak kısa dönem getirilere odaklanması gösterilmiştir. 2001 yılında yaşanan durgunluk ve kriz dönemiyle beşinci dalga şirket birleşmeleri de sona ermiştir.

1.3.6. ALTINCI DALGA ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

Altıncı dalga şirket birleşmeleri yaklaşık olarak 2003 yılında başlamış ve 2007 yılında sona ermiştir (Gaughan, 2017). Bu dönemde alıcı şirket yöneticilerinin birleşme ve satın almalara eski birleşme dalgalarına göre daha az iyimserlikle yaklaştıkları, önerilen tekliflerin daha düşük olduğu ifade edilmiştir (Alexandridis, Mavrovitis ve Travlos, 2012). Ancak bu dönem de yine alıcı şirketlerin kayıplarıyla sonuçlanmıştır. Alexandridis ve ark. (2012) bu durumun piyasadaki yüksek nakit dengesi nedeniyle artan serbest nakit akışı sorunu ve yatırımcıların birleşme ve

devralma işlemlerine eskisi kadar olumlu bakmayışı nedeniyle gerçekleşmiş olabileceğini ifade etmişlerdir.

McCarthy, Dolfsma ve Weitzel (2016) altıncı dalga şirket birleşmelerinin inceledikleri çalışmalarında, ilk beş şirket birleşme dalgalarının daha çok ABD merkezli olduğunu ancak altıncı dalga şirket birleşmelerinin global düzeyde yaşandığını ifade etmişler ve çalışmalarında altmış ülkedeki şirket birleşmelerini analiz ederek altıncı dalga şirket birleşmelerinin global boyutunu göstermişlerdir.

Diğer şirket birleşme dalgalarında olduğu gibi altıncı dalga şirket birleşmeleri de 2008 yılında yaşanan ekonomideki durgunluk nedeniyle sona ermiştir.

	Mikro Girişimler	Küçük Girişimler	Orta Boyutlu Girişimler	Büyük Girişimler	Toplam	KOBİ %si
Yıl						
1996	3	21	190	1.004	1.218	17,6%
1997	2	22	249	1.368	1.641	16,6%
1998	6	48	243	1.576	1.873	15,9%
1999	14	95	364	1.385	1.858	25,5%
2000	28	108	421	1.293	1.850	30,1%
2001	22	76	222	981	1.301	24,6%
2002	26	61	147	956	1.190	19,7%
2003	29	59	147	869	1.104	21,3%
2004	19	88	255	951	1.313	25,9%
2005	23	66	192	996	1.277	22,0%
2006	18	84	177	1.017	1.296	21,5%
2007	24	53	178	991	1.246	20,5%
Toplam	214	781	2.785	13.387	17.167	21,9%

	Mikro Girişimler	Küçük Girişimler	Orta Boyutlu Girişimler	Büyük Girişimler	Toplam	KOBİ %'si
Sektörler						
Tarım	1	-	12	61	74	17,6%
Madencilik	40	42	62	458	602	23,9%
İnşaat	2	7	38	300	347	13,5%
İmalat	52	226	822	5.100	6.200	17,7%
Lojistik	1	14	65	850	930	8,6%
İletişim	11	51	135	947	1.144	17,2%
Perakende	18	54	165	1.375	1.612	14,7%
Hizmetler	89	387	1.456	4.296	6.228	31,0%
Toplam	214	781	2.755	13.387	17.137	21,9%
Bölge						
Batı Avrupa	32	280	857	2.880	4.049	28,9%
ABD	182	501	1.898	10.507	13.088	19,7%
Toplam	214	781	2.755	13.387	17.137	21,9%
Statüler						
Hedef Halka Açık	54	203	797	6.596	7.649	13,8%
Hedef Özel Şirket	160	578	1.958	6.792	9.488	28,4%
Toplam	214	781	2.755	13.388	17.137	21,9%

Tablo-1: Yıl ve Sektör Bazında KOBİ Birleşmeleri - McCarthy, Dolfsma ve Weitzel (2016)

Yine aynı çalışmada incelendiği üzere ilgili birleşmelerin önemli bir kısmının imalat sektöründe gerçekleştiği, Birleşik Devletler’de Batı Avrupa’nın 3 katından daha fazla ve hedef şirketin çoğunlukla özel şirket olduğu görülmüştür. Altıncı dalga şirket birleşmeleri döneminde birleşmeye taraf şirketlerden KOBİ statüsünde olanlar ağırlıklı olarak hizmetler sektöründedir. Batı Avrupa bölgesinde ise birleşmeye taraf olan şirketlerin yüzdesel olarak daha büyük bir kısmı KOBİ statüsündedir.

1.4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ

1.4.1. BÜYÜME

Büyüme, şirket birleşmelerinin altında yatan motivasyonların başında gelmektedir. Daha önce ifade ettiğimiz değişen pazar koşulları ve yüksek rekabet ortamında büyümek şirketler için hayati önem taşımaktadır. Şirketler iç büyüme ve dış büyüme stratejileri kullanarak büyürler. İç büyüme şirketin kendi kaynakları aracılığıyla daha doğal ve yavaş bir büyüme şekliyle dış büyüme birleşme ve satın almalar yoluyla daha hızlı bir büyüme stratejisi olabilmektedir (Papadakis, 2007).

Büyümenin bir boyutu şirketin kendi sektörü içinde farklı alanlara ya da ürünlere yönelmesidir. Johnson & Johnson şirketinin birleşme ve satın almalar yoluyla başarılı bir şekilde büyümesi bu duruma güzel bir örnek teşkil etmektedir. Johnson & Johnson şirketi 1990 yılından 2016 yılına kadar 100'ün üzerinde stratejik birleşme ve satın alma gerçekleştirerek hijyen ürünleri üreten bir şirketten, medikal cihazlar ve nadir hastalıklar için ilaçlar üreten geniş çaplı bir şirkete dönüşmeyi başarmıştır (Institute For Mergers, Acquisitions and Alliance, 2021, <https://imaa-institute.org/project/johnson-johnson/>). Karim ve Mitchell (2004) Johnson & Johnson şirketinin büyüme stratejilerini inceledikleri çalışmalarında, şirketin birleşme ve satın almalar yoluyla başarılı bir dış büyüme stratejisi ortaya koymasını, şirketin birleşme ve satın almalar sonrasında şirket yapılanmasında yaptıkları başarılı değişiklikler ve iç kaynakların kullanımı ile dış kaynakların kullanımı arasında kurdukları denge ile açıklamışlardır.

Büyümenin diğ er bir boyutu, şirketin coğrafi açıdan sınırlarını genişletmeyi istemesidir. Bu bölgesel bir şirketin dış büyüme stratejileri ile ulusal bir şirkete dönüşme çabası şeklinde olabileceğı gibi sınır ötesi birleşme ve satın almalarla başka ülkelerin pazarlarına girme çabası şeklinde de gerçekleşebilmektedir. Şirket, girmek istediğı yeni pazarın koşullarını ve özelliklerini bilmediğı için birleşme ve satın almalar bu tür bir büyüme için hızlı ve daha az riskli bir alternatif olarak görülebilmektedir. (Shimizu, Hitt, Vaidyanath & Pisano, 2004).

Şirketin faaliyet gösterdiği sektör içerisinde durgunluk görülmesi ya da talebin daralması durumunda da büyüme stratejisi olarak birleşme ve satın almalar ön plana çıkabilmektedir. Şirketler bu durumda ilgili seçeneklerden uygun bir büyüme stratejisi benimseyebilmekte, durgunluktan bu yöntemler ile en az etkilenmenin yolunu bulmaya çalışabilmektedir.

Şirketlerin birleşme ve satın alma yoluyla hızlı bir büyüme gerçekleştirme motivasyonlarından biri de şirketin hisse değerlerini artırarak şirket hissedarlarına kazanç sağlamadır. Birleşmelerin hisse senetleri üzerindeki kısa ve uzun vade getirileri hakkında değişik görüşler mevcuttur (Çakıcı, Hessel & Tandon, 1996; Markides & Oyonı 1998). Farklı tür şirket birleşmelerinin piyasa açısından sonuçlarını çeşitli yönleriyle değerlendiren geniş bir literatür mevcuttur. Bu konuya gelecek bölümde daha ayrıntılı olarak değineceğiz.

Sınır ötesi şirket birleşme ve satın almalarında ülkeler arasındaki döviz kurları da etkilidir. Ülkelerinin paraları daha değerli olan şirketler çoğunlukla alıcı

konumunda bulunurken paralarının değeri düşük olan ülkelerdeki şirketler daha çok hedef konumunda bulunmakta ve gelen yüksek önerileri geri çevirmekte daha çok zorlanmaktadır.

1.4.2. SİNERJİ

Şirket birleşme ve satın almalarındaki diğer bir neden de şirketlerin başka şirketlerle birleşerek sinerji yaratma isteğidir (Feldman & Hernandez, 2021). Sinerji kelime anlamı olarak birleşen iki parçanın toplam değerlerini aşan fazladan bir değer üretmesi anlamına gelmektedir. Şirket birleşmeleri açısından değerlendirildiğinde bu değer yaratma, birkaç şekilde gerçekleşebilir.

Birinci sinerji yaratma şekli operasyonel sinerji olarak ifade edilebilir. Birleşme gerçekleştiren iki şirket faaliyetlerindeki ortaklık ve uyum sayesinde ya da dış büyümenin getirdiği avantajlar ile ölçek ekonomisinden faydalanarak üretim maliyetlerini düşürüp ayrı ayrı faaliyet gösterdikleri durumdan daha karlı bir konuma gelebilirler (Chatterje, 1986). Ölçek ekonomisinden faydalanmak amacıyla gerçekleştiren birleşmeler daha çok aynı alanda faaliyet gösteren şirketler arasında yapılan yatay birleşmelerdir (Fee & Thomas, 2004).

Bazı çalışmalar birleşme ve satın alma işlemleri sonrasındaki olumlu yönetim değişikliğini de şirket birleşmelerinin sinerji anlamında getirileri arasında saymışlardır (Asquith, 1983; Bradley, Desai & Kim, 1983). Yönetim açısından kötü performans

gösteren şirketlerin daha iyi bir yönetime sahip şirketler tarafından devralındığı şirket birleşmelerinin daha iyi bir performans sergilediğini gösteren çalışmalar da şirket birleşmelerindeki yönetim değişiminin sinerji olarak değerlendirilebileceği görüşünü desteklemektedir (Wang & Xie, 2009). Ayrıca şirket birleşmeleri şirketlerin pazar payını artırarak rekabette güç kazanmalarını ve fiyat belirleme konusunda daha çok söz sahibi olmalarını sağlayabilir. Ancak rekabeti koruma ve tekelleşmeyi önleme amacıyla çıkarılan kanunlar bu tür amaçlarla yapılan birleşmeleri zaman zaman engelleyebilmektedir.

İkinci sinerji yaratma şekli ise literatürde finansal sinerji olarak ifade edilmiştir (Damodaran, 2005). Şirketler birleşme sonrası nakit akışını artırma imkanı bulabilirler ya da likit varlığı yüksek olan şirketler getiri potansiyeli yüksek projeleri olan ancak bunları gerçekleştirecek imkanı olmayan şirketlerle birleşerek sinerji yaratabilirler. Ayrıca birleşme sonrası şirketlerin büyümesi onlara daha fazla borç ve kredi alanı açarak faaliyetlerini genişletmelerini sağlayabilir. Bunun dışında kar eden şirketlerin zarar eden şirketlerle birleşerek bazı vergi yükümlülüklerinden kaçınmaları da yine şirket birleşmelerinin sinerji açısından getirileri arasında sayılabilir.

Operasyonel sinerjinin aksine finansal sinerji amacıyla gerçekleşen şirket birleşme ve satın almaları daha çok ilgisiz alanlarda faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleşen yığınsal birleşme (conglomerata) özelliği göstermektedir.

Sinerji yaratma amaçlı birleşmelere verilebilecek en iyi örneklerden biri P&G'nin 2005 yılında Gillette'i alması olabilir (Kumar, 2019). Bu birleşme ile P&G

hem bazı ürünlerde rakibi olan Gillette’i ele geçirerek pazar payını ve fiyat belirleme gücü artmış hem de Gillette’in halihazırda çok etkin olduğu pazarlara hızlı bir giriş yapmıştır.

1.4.3. ÇEŞİTLENME

Şirket birleşme ve satın alma motivasyonlarından bir diğeri de şirket faaliyetlerinde çeşitlenme yaratmaktır (Scott, 1989). Çeşitlenme bir şirketin kendi faaliyet alanı içerisinde yan alanlara yönelmesi ya da kendi faaliyet alanının tamamen dışında başka bir alana yönelmesi olarak tanımlanabilir.

Daha önce yığınsal (conglomerate) birleşmelerde ve yığınsal birleşme dönemi olarak adlandırılan üçüncü dalga şirket birleşmelerinde bahsettiğimiz gibi çeşitlenme şirket için risk azaltıcı bir etki yapabilmektedir (Amihud & Lev, 1981). Şirketler farklı sektörlerde faaliyet göstererek belirli bir sektördeki olası aksama ya da durağanlığı daha iyi tolere edebilirler.

Birleşme ve satın alma yoluyla şirket faaliyetlerinde çeşitlenmeye gitmenin altında yatan diğeri bir neden de şirketlerin daha karlı sektörlerle geçme isteğidir. Çeşitlenme amacıyla yapılan şirket birleşmeleri daha önceki bölümde ifade ettiğimiz gibi bir sinerji yaratmasa bile şirketlere faaliyet alanlarını daha fazla getiri imkanı sunan sektörlerle doğru genişletme imkanı sunabilmektedir.

Şirket faaliyetlerinde çeşitlenme sağlayan yığınsal (conglomerate) birleşmelerin etkileri üzerine çeşitli çalışmalar mevcuttur. Elgers ve Clark (1980) 300'ün üzerinde şirket birleşmesini inceledikleri çalışmalarında yığınsal birleşmelerin hisse senetleri üzerindeki olumlu etkisinin yığınsal olmayan birleşmelere göre daha fazla olduğunu bulmuşlardır. Ancak buna karşı olarak şirket faaliyetlerindeki çeşitlenmenin şirket değerini düşürdüğünü savunan çalışmalar da vardır (Berger & Ofek, 1995; Lang & Stulz, 1994). Berger ve Ofek (1995) 1986 ve 1991 yılları arasında faaliyet alanlarında çeşitlenmeye giden şirketleri inceledikleri çalışmalarında, çeşitlenmenin şirketlerin değerlerinde ortalama %15'lik bir kayba yol açtığını bulmuşlardır.

Çalışmalardaki bu farklılıkların örneklem olarak aldıkları şirketlerden ve çalışmaların yapıldığı zamandaki dönemseller koşullardan kaynaklandığı düşünülebilir. Ancak, şirket faaliyetlerinde çeşitlenmenin şirketler için kazançları ve zararları literatürde uzunca tartışılrsa da burada çeşitlenmenin şirket birleşme ve satın almalarındaki önemli motivasyonlardan biri olduğunu ifade etmeyi yeterli görüyoruz.

Şirket faaliyetlerinde çeşitlenmeye gitmek amacıyla birleşme ve satın alma yapmanın önemli örneklerinden bir General Electric şirkettir. General Electric şirketi tarihi boyunca ulaşımdan sağlığa, jet motoru yapımından petrol alanına kadar faaliyetlerini çeşitlendirmiş ve çeşitlenmeyi büyüme stratejilerinden biri haline getirmiş bir şirkettir (Thompson, 2017, <http://panmore.com/general-electric-generic-strategy-intensive-growth-strategies>).

1.4.4 DİĞER NEDENLER

Yukarıda belirttiğimiz büyüme, sinerji ve çeşitlenme gibi stratejik nedenler dışında şirket birleşme ve satın almalarının nedenlerinden başka şirket yöneticilerinin hırsları (Roll, 1986), şirketlerin Ar-Ge altyapılarını güçlendirme motivasyonları (Milliou & Pavlou, 2013) ve belirli vergi muafiyetlerinden yararlanma amaçları (Gilson, Scholes & Wolfson, 1988) da şirket birleşme ve satın almalarının nedenleri arasında gösterilebilir.

1.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Şirketlerin yaptıkları stratejik hamleler yatırımcı davranışları üzerinde etkili olarak şirketlerin hisse senedi fiyatlarını olumlu ya da olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Şirket birleşmelerinin birleşme işlemine dahil olan şirketlerin değeri üzerindeki kısa ve uzun vade getirileri literatürde farklı açılardan incelenmiştir. Birleşme ilanlarının piyasa üzerindeki etkilerini incelemek şirket birleşmelerinin nedenlerini ve sonuçlarını anlamak açısından büyük önem arz etmektedir. Bu bölümde şirket birleşmelerinin şirket değerlerine olan etkisi farklı ülkelerde yapılan çalışmalardan örnekler verilerek incelenecektir.³

³ Bu bölümdeki incelenen çalışmalar bütün şirket birleşme ve satın almalarını içermektedir. Ters Birleşmelere, ve İlk Halka Arz işlemlerine, piyasaların verdiği tepkilere ise Ters Birleşmeler kısmında ayrıca değinilmiştir.

Jansen ve Ruback (1983) şirket birleşmelerinin hisse senedi getirilerini inceleyen 13 çalışmayı birleştirdikleri analizlerinde şirket birleşmelerinde getirilen yüksek tekliflerin hedef şirketin hisselerinde %20 ve %30 arasında artış sağladığını bulmuşlardır. Alıcı şirketlerin birleşme ilanlarından aldıkları getirileri ise %4 civarında olduğu ifade edilmiştir. Çalışmalar alıcı şirketlerin birleşmelerde kar mı yoksa zarar mı ettiği konusunda farklı görüşler bildirmektedirler. Bazı çalışmalar alıcı şirketlerin zaman içerisinde birleşmelerden kazanç elde ettiklerini ifade ederken (Dodd, 1980), bazı çalışmalar birleşmelerin hem kısa vadede hem uzun vadede alıcı şirketin hisseleri üzerinde ya olumsuz bir etkisi olduğunu ya da istatistiksel olarak anlamlı bir olumlu etkisi olmadığını ifade etmektedirler (Agrawal, Jaffe & Mandelker, 1992; Frank, Harris & Titman, 1991).

Başarılı Kurumsal Devralmalar ile İlişkili Hisse Senedi Fiyatlarının Değişikliği

Devralma Tekniği	Hedef (%)	Teklifler (%)
Satınalma Teklifleri	30	4
Birleşmeler	20	0
Ele Geçirme Mücadeleleri	8	-

Başarısız Kurumsal Devralmalar ile İlişkili Hisse Senedi Fiyatlarının Değişikliği

Devralma Tekniği	Hedef (%)	Teklifler (%)
Satınalma Teklifleri	-3	-1
Birleşmeler	-3	-5
Ele Geçirme Mücadeleleri	8	-

Tablo-2: Birleşme Getirileri - Jansen ve Ruback (1983)

Wong & Cheung (2009) 2000 ve 2007 yılları arasında Asya ülkelerinde şirket birleşme ilanlarının alıcı ve hedef şirketin hisse senedi fiyatları üzerine etkisini inceledikleri çalışmalarında birleşme ilanlarının hedef şirketin hisse senedi fiyatlarına olumsuz etkisi olduğunu bulmuşlardır. Alıcı şirket içinse birleşme ilanları piyasada olumlu karşılık bulmaktadır ve alıcı şirketin hisseleri birleşme ilanı sonrasında istatistiksel olarak anlamlı değer kazanmaktadır. Bu örnekte de olduğu gibi farklı ülke piyasalarının farklı dönemlerde birleşme ilanlarına değişik şekillerde tepki verdiğini görmekteyiz. Buradaki durumun nedeni, Asya piyasalarında birleşme ilanının hedef şirket için kötü performans göstergesi, alıcı şirket içinse umut vadeden bir işlem olarak değerlendirilmesi olabilir.

Hekimoğlu ve Tanyeri (2011) Türkiye’de şirket birleşme ilanlarının hedef şirketin hisse senedi fiyatları üzerine olan etkilerini incelemişlerdir. 1991 ve 2009 yılları arasında Türkiye’de gerçekleşen 125 şirket birleşmesini dahil ettikleri örneklemelerinde birleşme ilanının hedef şirketin hisseleri üzerinde %8.56’lık bir artış sağladığını bulmuşlardır. Bu oranın Avrupa ve ABD’deki şirket birleşme ilanlarının getirileri üzerine yapılan çalışmalardaki oranlarda düşük olmasını Türkiye piyasasında genelde piyasaya sızan bilgilerden dolayı şirket birleşme tarihinin tespit edilmesinde yaşanan zorluklar (Cornett, Tanyeri & Tehranian, 2011) ve Türkiye’deki rekabet ortamındaki farklılıklarla açıklamışlardır.

Çelikçevik (2012) çalışmasında Türkiye’deki 2005 ve 2011 yılları arasında gerçekleşen şirket birleşmelerinin şirketlerin piyasa değerine olan kısa vade etkilerini

incelemiş ve birleşme ilanlarının şirket değerlerine olan pozitif etkisini ortaya koymuştur.

Eyceyurt ve Serçemeli (2013) ise yine 2008 ve 2009 yılları arasında Türkiye’deki şirket birleşme ve satın almalarını inceledikleri çalışmalarından şirket birleşme ilanlarının şirketlerin hisse senetleri üzerinde kısa vadede (5-15 gün) olumlu bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Uzun vadede (180 gün) ise istatistiksel olarak anlamlı bir pozitif getiri gözlenmemiştir. Ancak kısa bir dönemde az sayıda şirket birleşmesinin incelendiği bu çalışma üzerinden bir sonuca varmak zor görünmektedir.

Sektörel farklılıklar da birleşme ve satın alma işlemlerine piyasaların tepkisini etkileyebilmektedir. Özellikle yatay ve dikey birleşmelerin etkisiyle büyümenin şirket gelirlerinde büyük olumlu etkiler yaratacağı düşünülen sektörlerde birleşme ve satın almalar hem hedef hem de alıcı şirketin hisse fiyatlarında kısa ve uzun vadede daha büyük getiriler sağlayabilmektedir (Panayides & Gong, 2002). Panayides & Gong (2002) deniz taşımacılığı sektöründe birleşme ve satın alma ilanlarının birleşmeye dahil olan şirketler için olumlu piyasa getirilerini 1995 ve 1999 yılları arasında bu sektörde yapılan birleşme ve satın almaları inceledikleri çalışmalarında göstermişlerdir. Yine Mall ve Gupta (2019) da Hindistan’da bankacılık sektöründe 400’e yakın birleşmeyi dahil ettikleri çalışmalarında birleşme ve satın alma ilanlarının birleşmeye dahil olan şirketlerin hisseleri üzerindeki olumlu getirilerini göstermişlerdir. Burada yine Hindistan’da bankacılık sektöründeki konsolidasyonlara piyasanın olumlu tepki göstermesinde bölgesel ve sektörel farklılıkların etkisini görmekteyiz.

Birleşme yapan şirketlerin ne amaçla birleşmeyi gerçekleştirdikleri ve birleşme ilanlarında neyin vurgusunu yaptıkları da piyasaların birleşmelere vereceği tepkiyi etkileyebilmektedir. Birleşen şirketlerin aynı alanda ya da birbirini tamamlayan alanlarda faaliyet gösterdiğinde mi yoksa çeşitlenme amacıyla farklı alanlarda faaliyet gösterdiğinde mi daha büyük bir değer üreteceği literatürde bir tartışma konusudur (Hitt, Harrison, Ireland & Best, 1998; Datta, Pinches & Narayanan, 1992). Swaminathan, Murshed ve Hulland (2008) farklı amaçlarla gerçekleşen birleşmelerin birleşme yapan şirketlerin değerleri üzerine etkilerini inceledikleri çalışmalarında; çeşitlenmenin amaç olduğu ve birleşen şirketlerin farklı kaynaklara sahip olduğu birleşmelerin iş birliği vurgusu yapılmadığında, konsolidasyonun amaç olduğu birleşmelerde ise iş birliği vurgusu yapıldığında iki şirket için de daha fazla değer üretildiğini bulmuşlardır.

Ayrıca bazı çalışmalar nakit ile gerçekleştirilen birleşme teklifleri ile hisse senedi ile gerçekleşen teklifleri hisse senedi fiyatlarına etkisi üzerinde incelemişlerdir. Travlos ve Papaioannou (1991) nakit para ile yapılan tekliflerin alıcı şirketlerin hisselerinde %1.3'lük, hisse senedi ile yapılan tekliflerin ise %0.8'lik bir düşüşle sonuçlandığını bulmuşlardır.

	Artış		Artış	
	Hisse Senedi Teklifli	Nakit Teklifli	Hisse Senedi Teklifli	Nakit Teklifli
Yıl				
1972	1	1	1	-
1973	2	3	-	-
1974	-	1	1	1
1975	1	1	1	3
1976	1	2	2	1
1977	2	2	3	-
1978	2	6	1	2
1979	-	3	2	1
1980	1	-	3	1
1981	-	3	-	2
Toplam:	10	22	14	11
Dönem				
1972-1976	5 (%50)	8 (%36)	5 (%36)	5 (%45)
1977-1981	5 (%50)	14 (%64)	9 (%64)	6 (%55)
Toplam:	10	22	14	11

Tablo-3: Sermaye Yapılarının Değişimi ve Ödeme Yöntemleri - Travlos ve Papaioannou (1991)

Gönüllü (2018) Türkiye piyasalarında şirket birleşmelerine verilen tepkileri belirleyen birleşme çeşidi, nakit akışı, birleşme ve devralma oranı, şirketin büyüklüğü ve kaldıraç oranı gibi faktörleri incelediği çalışmasında birleşme çeşidinin, kaldıraç oranının ve özsermaye karlılık oranının piyasaların şirket birleşmelerine verdiği tepkide etkili olduğunu bulmuşlardır. Ölçek ekonomisinden faydalanmayı sağlayan yatay birleşmeler ve maliyet avantajları sunan dikey birleşmeler piyasada şirketlerin hisse değerleri açısından olumlu bir etki yaratırken karma birleşmelerin olumsuz bir etki yarattığını tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmanın sonuçlarına göre birleşme öncesi

yüksek borç/varlık oranına sahip şirketler birleşme ilanlarında daha fazla hisse senedi getirisi sağlarken özsermaye karlılık oranı yüksek olan şirketlerin yaptığı birleşmelere piyasanın olumsuz bir tepki verdiği ifade edilmiştir.

Çalışmalara genel olarak baktığımızda birleşme ve satın alma ilanlarının sektörel ve bölgesel değişkenlerden bağımsız olarak hedef şirket için olumlu etkileri olduğunu görmekteyiz. Bu durum hedef haline gelen şirkete birleşme ya da satın almayla birlikte nakit girişi olmasıyla ya da halihazırda kötü performans gösteren şirketin daha iyi bir yönetim tarafından devralınarak iyi performans gösterme potansiyeli taşıması ile açıklanabilir. Ayrıca bu durum birleşmelerin hedef haline gelen şirket hissedarları için bir çıkış yolu olarak ya da birleşmeyi öngören yatırımcılar için bir ara kazanç yolu (Spyrou, Tsekrekos & Siougle, 2011; Yang, Segera & Feng, 2019) olarak görülebileceğini de göstermektedir.

Ancak birleşme ve satın alma ilanlarının alıcı şirketlerin hisseleri üzerindeki etkisi ise daha karışık bir tablo sunmaktadır. Bu durum tarihsel olarak düşünüldüğünde piyasalardaki birleşme ve satın almalara karşı azalan iyimserlikle ve birleşme sonrası şirketlerin önemli bir kısmında sorunlar yaşanması ile açıklanabilir. Şirket birleşmelerinin temel amaçlarından biri şirket değerini artırmak ve kazanç sağlamaktır ancak bu konuda yapılan çalışmalar bize karışık bir tablo sunmaktadır. Hangi amaçlarla yapılan hangi tür birleşmelere hangi sektör ve piyasada olumlu tepki verileceğini öngörmek zordur. Ancak bu konuda yapılan çalışmalar bize fikir verebilmektedir.

1.6. DEĞERLENDİRME

Günümüz rekabet ortamında, büyümenin şirketler için büyük önem arz ettiği düşünüldüğünde, şirket birleşmeleri hızlı bir dış büyüme stratejisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bölümde şirket birleşmelerini türleri, tarihsel çerçevesi, nedenleri ve piyasaya etkileri açısından inceledik.

Çalışmaya dahil edilen araştırmalarda da görüldüğü üzere yalnızca birleşiyor olmanın şirketler için her zaman değer arttırıcı sonuçlarının olmadığı, şirketin ihtiyacına göre uygun şartlar altında ve ancak uygun stratejiler ile birleşme kararının alınması gerektiğini görmüş olduk. Tarihsel gelişimine yer verdiğimiz şirket birleşmeleri küresel ekonominin gelişmesi ile de son yıllarda hızlı bir değişim trendine girmiştir. Piyasada büyük aktörler ile beraber sayıları gün geçtikçe artan, ölçek olarak küçük ancak toplu olarak ele alındığında büyük şirketler kadar piyasaya yön verebilen kümelenmelerin ortaya çıktığı da görülmektedir. Son yıllarda start-up olarak da adlandırılan çağdaş girişimlerin yine kendileri gibi çağdaş ve esnek finansman ihtiyaçları ortaya çıkmakta; büyüme stratejileri için piyasa koşulları dahilinde klasik finansman yöntemlerinin alternatiflerini ortaya koymaktadırlar.

Şirket birleşme çeşitlerinden biri de, yukarıda bahsetmiş olduğum ihtiyaçların karşılanması için son on yılda yaygınlaşmaya başlayan Ters Birleşmelerdir. Ters Birleşmeler devralanın bir özel bir şirket devralınanına halka açık bir şirket olduğu özel bir şirket birleşme türüdür. Bir sonraki kısımda Ters Birleşmeler konusu literatürdeki bu konuya dair yapılan çalışmalar ışığında ayrıntılı biçimde incelenecektir.

BÖLÜM 2

TERS BİRLEŞMELER

Kısaca aktif bir özel şirketin faaliyetlerini durdurmuş ya da birleşme amacıyla özel olarak oluşturulmuş bir halka açık kabuk şirket tarafından satın alınması olarak tanımlanabilecek Ters Birleşmeler gün geçtikçe daha fazla yaygınlık kazanmaktadır. İlk Halka Arz için gerekli şartları sağlayamayan küçük şirketler için kamu sermayesinden faydalanma imkanı sağladığı için de günümüz ekonomik koşullarında Ters Birleşmeler İlk Halka Arzın alternatifi olarak sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır.

2008 ve 2016 yılları arasında ABD’de 1007 özel şirket İlk Halka Arz ile halka açılırken 1346 özel şirket ise Ters Birleşme yoluyla halka açılmıştır (Bayar, Liu & Mao, 2021). Bu durum Ters Birleşmelerin gittikçe daha fazla İlk Halka Arz alternatifi olarak görülmeye başlandığını göstermektedir. Ancak İlk Halka Arz ile gerçekleşen sermaye artışı Ters Birleşmelere göre çok daha fazla olsa da (2008 ve 2015 yılları arasında İlk Halka Arz ile gerçekleşen sermaye artışı yaklaşık 51 milyar dolarken Ters Birleşmelerde ise bu miktar 8 milyar dolardır.) daha çok sayıda şirketin Ters Birleşmeyi tercih etmeye başlaması bu alana olan ilgiyi artırmıştır.

Yabancı literatürde Ters Birleşmeler ile ilgili akademik çalışmaların 2000’li yıllarda başladığını ve 2010’dan itibaren de artan bir ilgiyle bu konunun farklı yönleriyle tartışıldığını görmekteyiz. Ters Birleşmelerin piyasaya etkisi, halka açılma alternatifi olarak İlk Halka Arz ile karşılaştırılması ve Ters Birleşmelerin muhasebeleştirilmesi ve finansal raporlamaları hakkında birçok çalışma yapılmıştır.

Türkçe literatürde ise Ters Birleşmeler üzerine yapılan çalışmalar oldukça sınırlıdır (Akşin & Kıymetli Şen, 2018). Halka açılma gerekliliklerini karşılayamayacak düzeyde yeni ve küçük şirketlerin (start-uplar gibi) ülkemizde artışı göz önüne alındığında bu şirketlerin kamu sermayesinden faydalanması için önemli bir yöntem olabilecek Ters Birleşmelerin akademik anlamda çalışılmasının önemli olduğunu açıktır. Bu tez Türkçe literatürde çok az çalışılmış Ters Birleşmeler konusu için, bugüne kadar yapılan çalışmalar ışığında Ters Birleşmelerin tanımı, şirketler tarafından neden tercih edildiği, İlk Halka Arz ile karşılaştırıldığında avantajlı ve dezavantajlı yönlerini tartışarak tanıtıcı bir işlev görmeyi ve bu konudaki bir boşluğu doldurmayı hedeflemektedir.

2.1 TERS BİRLEŞME NEDİR?

Günümüzde işletmeler ölçek ekonomisinden faydalanma, dikey birleşmelerin sağladığı ekonomiler, tamamlayıcı kaynakların birleştirilmesi, fazla fonların kullanılması (Brealey, Myers ve Marcus 2007), pazar ve piyasalara girişlerdeki muhtelif engellerin bertaraf edilmesi ve benzeri birçok sebep ile birleşmeye yönelmektedirler.

Şirket birleşmeleri çeşitli amaçlarla gerçekleştirilebilir. Dış büyüme gerçekleştirerek ölçek ekonomisinin kazançlarından faydalanmak için birleşmeler gerçekleştirilebileceği gibi şirketin belli bir alanda pazar payını artırarak rekabeti azaltmak, iki şirket arası sinerji yaratarak iki şirketin de kendi değerinin üzerine

çıkmasını sağlamak ya da şirkette faaliyet çeşitliliği yaratmak amacıyla da şirket birleşmeleri gerçekleşebilmektedir (Gaughan, 2018).

Bazen ise halka açık olmayan bir şirket halka açılmak için halka açık bir şirketle birleşme yolunu seçebilir. Halka açık olmayan bir şirket halka açık bir şirket tarafından satın alınmasını sağlayıp halka açık şirketin bir kolu olarak kendisi de halka açılmış olur. Daha sonrasında halka açık şirketin hisselerinin çoğunluğunu ele geçirerek birleşme sonrası şirketin yönetimini ele alır. Bu durum Ters Birleşme ya da Ters Devralma olarak adlandırılır.

Buradaki durumun Ters Birleşme ya da Ters Devralma olarak adlandırılması yasal olarak edinen (menkul kıymet ihraç eden) olan halka açık şirketin aslında muhasebe anlamında edinilen şirket oluşundan kaynaklanmaktadır. Bu nedenle literatürde Ters Birleşmeler anlatılırken yapılan işlem bazen yasal düzlemde konuşularak “public shell acquired private company” (halka açık kabuk şirket özel şirketi satın aldı) şeklinde ifade edilirken bazen de muhasebe düzleminde “private company acquired public shell” (özel şirket halka açık kabuk şirketi satın aldı) şeklinde ifade edilmektedir. Aslında her ikisinde de gerçekleşen işlem halka açık şirketin özel şirketi satın alması, satın alma sonrasında ise özel şirketin hissedarlarının halka açık şirketin hisselerinin çoğunu eline geçirerek yönetimi devralmasıdır. Ayrıca burada önemli olan genellikle aktif faaliyet gösteren halka açık olmayan bir şirketin halka açık dormant bir şirket tarafından satın alınmasıdır. Ancak faaliyet göstermiyor olsa da halka açık kabuk şirketin likit varlıkları genelde özel şirketin likit varlıklarından fazladır.

Bazen literatürde Ters Birleşmelerin alışılanın aksine daha büyük bir şirketin daha küçük bir şirket tarafından satın alınması olarak ifade edildiği görülmektedir (Akşin & Kıymetli Şen, 2018). Ancak bu tanım yanıltıcı olabilmektedir. Çünkü halka açık bir şirket ile birleşerek halka açılan şirketlerin çoğunu küçük şirketler oluşturmaktadır. Ancak buradaki büyüklüğü faaliyette olma anlamında aldığımızda bu tanımın da geçerli olduğu düşünülebilir.

Literatürde “reverse acquisition”, “reverse takeover” veya “reverse merger” olarak karşımıza çıkabilen ve dilimize “ters birleşme” olarak çevrilen bu durum ile ilgili, TFRS-3 standardında ters birleşme işlemlerini kendi içerisinde ayrı bir başlık altında incelemektedir.

Borsaya kote olmayan bir şirket bazen halka açılmak isteyip kendi hisse senetlerini ihraç etmek istemediğinde halka açık bir şirketle birleşebilir. Bu tür işlemlere bazen ters bir birleşme veya ters İlk Halka Arz (IPO) denilebilir.

Ters Birleşmelerin önemli bir özelliği genellikle işlemde transfer edilen bedelin sermaye değil de sermaye aracı (hisse senedi ihracı) olmasıdır. Bu durumda her ne kadar yasal anlamda halka açık şirket edinen, halka açık olmayan şirket de edinilen olsa da muhasebe anlamında edinen ve edinileni belirlemek için işlem sonrası kontrol gücünün kimde kaldığını tespit etmek gerekir.

Ters Birleşmelerde halka açık şirket çoğunlukla kabuk şirket olarak nitelendirilir. Çünkü yasal olarak edinen şirket olsa da genellikle birleşme sonrasında

yalnızca birleşme öncesi halka açık olmayan şirket varlığını sürdürür ve yasal ortaklığın yönetimini ele geçirir.

Appadu, Faelten ve Levis (2014) üç grup Ters Birleşmeleri halka açık şirketlerin durumuna göre üç grupta incelemişlerdir. Birinci grup Ters Birleşmeler faaliyetlerini durdurmuş ya da iflasın eşiğinde olan ve varlıklarını nakde çevirmiş halka açık şirketlerle yapılan Ters Birleşmelerdir. Bu Ters Birleşmelerde amaç daha çok halka açık şirketi kullanarak halka açılma ya da halka açık şirketin likit varlığını aktif şirketin faaliyetleri için kullanma amacı vardır ve birleşme sonrası çoğunlukla yalnızca özel şirketin faaliyetleri devam eder. Ayrıca özel şirketin kabuk şirketin geçmiş faaliyetlerinden kalan bazı sorunları devralması gibi riskler içerirler. İkinci grup Ters Birleşmeler ise geçmiş faaliyeti olmayan ve yalnızca bir özel şirketle birleşme amacıyla kurulmuş halka açık kabuk şirketler (SPACs: Special Purpose Acquisition Company) ile yapılan birleşmelerdir. Bu şirketler yine yalnızca nominal işlemleri gerçekleştiren ve likit varlığı dışında bir varlığı olmayan şirketlerdir. SPAC'lar özel şirketlerin halka açılmasını sağlamak dışında şirkete nakit girişi sağlarlar ve tecrübeli yöneticileriyle özel şirkete sermaye piyasasında yol gösterici bir işlev de üstlenebilirler (Floros & Sapp, 2011). Üçüncü grup ise iki şirket arasında gerçek bir sinerji ve ortaklık amacıyla yapılan Ters Birleşmelerdir. Bu gruptaki birleşmelerde genelde iki şirket de birleşme sonrası kendi faaliyetlerini diğer şirketle ortaklık içinde sürdürürler.

Birleşmede halka açık şirketin yapısı önemlidir. Çünkü bu hem birleşme sonrası oluşan şirketi hem de Ters Birleşmelerin muhasebeleştirilme sürecini

etkilemektedir. Ayrıca kabuk şirketin birleşme öncesi durumu ve bağlantıları, birleşme sonrası oluşan şirketin başarısı üzerinde de etkili olabilmektedir.

Şirket birleşmelerinde yaygın bir sınıflama biçimi olan yatay ve dikey birleşmeleri Ters Birleşmeler için de uygulamamız mümkündür. Tersine birleşmelerde aynı alanda işlev gösteren firmalar birleşebileceği gibi farklı alandan firmalar da birleşebilir. Gleason, Rosenthal ve Wiggins (2005) 1987 ve 2001 arasında gerçekleşen 211 ters birleşmeyi inceledikleri çalışmalarında birleşmelerin %27'nin aynı sektörden, %31'inin yakın sektörlerden ve %41'nin ise tamamen farklı sektörlerden olduğunu belirtmişlerdir. Birleşme sonrası ile birleşen şirketlerin %52'si aynı, %33'ü birbirini tamamlayıcı sektörlerde faaliyet gösterirken ve %15'i ise tamamen farklı sektöre yönelmiştir.

	Ters Birleşmeler		Compustat	
İş Kolları				
Akaryakıt	23	5,2%	516	4,7%
Gıda	18	4,1%	183	1,7%
Kimya	81	18,4%	873	7,9%
Makine & Bilgisayar	16	3,6%	385	3,5%
Elektronik Komponent	43	9,8%	667	6,0%
Ölçüm Ekipmanları	12	2,7%	496	4,5%
İletişim	10	2,3%	360	3,3%
Elektrik-Gaz Hizmetleri	10	2,3%	416	3,8%
Sağlık Hizmetleri	11	2,5%	96	0,9%
Emlak	10	2,3%	122	1,1%
Denetim	53	12,1%	1.075	9,7%
Diğer (42 Farklı İşkolu)	153	34,8%	5.871	53,1%
Toplam	440	100,0%	11.060	100,0%

Tablo-4: Ters Devralmanın Endüstriyel Dağılımı - Gleason, Rosenthal ve Wiggins (2005)

Yukarıda görüldüğü gibi Ters Birleşmelerde birleşme sonrası oluşan yasal ortaklığın faaliyetleri değişebilmektedir. Birleşme sonrası aktif olan özel şirketin halka açık şirketi devralarak yalnızca kendi faaliyetine devam edebilir. Örneğin; elektronik alanında faaliyet gösteren ChinaBak şirketi gıda alanında faaliyet gösteren Medina Coffee ile Ters Birleşme ile birleşmiş ve daha sonra şirketin adını değiştirerek elektronik alanında faaliyetlerini sürdürmüştür (Town & District, 2008). Bu örnekte yalnızca halka açık olmayan şirketin hayatta kaldığını görmekteyiz. ChinaBak şirketi Medina Coffee'yi ABD pazarına erişim ve halka açılmak için kullanmıştır. Bununla birlikte birleşme sonrası iki şirketin sinerji yaratarak ortak faaliyetleri sürdürdüğü durumlar da vardır. Örneğin, Vivendi ve Activision ile Ters Birleşme ile birleşerek ActivisionBlizzard'ı oluşturmuşlar ve büyüyerek pazar paylarını artırmışlardır (Richtel & Pfanner, 2007)

2.2 TERS BİRLEŞME NEDEN TERCİH EDİLİR?

Ters Birleşmeleri İlk Halka Arzın alternatifi olarak kullanılmasının giderek yaygınlaştığını ifade ettik. Ancak halka açılmak isteyen bir şirket neden İlk Halka Arz yöntemi yerine Ters Birleşmeyi tercih eder? Bu kısımda literatürden ve Ters Birleşme örneklerinden faydalanarak şirketlerin Ters Birleşmeyi tercih etme nedenlerini açıklamaya çalışacağız.

Ters Birleşmenin İlk Halka Arz alternatifi olarak tercih edilmesinin en önemli nedenlerinden biri İlk Halka Arzın uzun ve masraflı bir süreç olmasıdır. İlk Halka Arzın maliyet milyonlarca dolar olabilirken Ters Birleşmenin maliyeti kabuk şirketin durumuna göre 50 bin ile 800 bin dolar arası değişmektedir (Chen & Ritter, 2000). Küçük şirketler İlk Halka Arzın maliyetini yüklenmek yerine Ters Birleşme ile halka açılmayı tercih edebilmektedirler. (Adjei, Cyree ve Walker, 2008).

Bunun yanında Ters Birleşmeler İlk Halka kıyasla çok daha kısa sürede gerçekleşebilmesi de önemli bir tercih nedenidir. Bir Ters Birleşme işlemi 2-3 ayda tamamlanabilirken İlk Halka Arzın gerçekleşmesi bir yıla kadar uzayabilmektedir (Feldman, 2010). Bunun yanında İlk Halka Arzın tanıtımı için yapılan ziyaretler ve görüşmeler İlk Halka Arz işlemi gerçekleştiren şirketlerin yöneticileri için çok fazla zaman kaybına neden olabilmektedir.

Ayrıca bir şirketin İlk Halka Arz ile halka açılmak için belli kriterleri sağlaması ve belli denetimlerden geçebilmesi gerekir. İlk Halka Arz için halka açık hale gelmek isteyen şirketin yatırımcı bir bankanın teklifi üstlenmesini sağlaması gerekir. Ancak bazı şirketler için bu mümkün olmaz çünkü yüklenicinin bu işi alması ya da şirketin borsaya kote olabilmesi için şirketin gelir, net gelir ve büyüme oranları açısından bazı kriterleri sağlaması gereklidir. Bu durumda şirket yükleniciye başvurmaya gerek duymadan halka açılmak için ters birleşmeyi tercih edebilir. Yani İlk Halka Arzın düzenleme ve kriterlerini sağlamadan kamu sermayesinden yararlanmak için Ters Birleşme tercih edilebilir. Bu nedenle Ters Birleşmelere literatürde “backdoor listing” (arka kapıdan halka açılma) denilmektedir. Ters Birleşmelerin gerçekten de İlk Halka

Arz şartlarını sağlayamayan firmalar tarafından mı tercih edildiği literatürde bir tartışma konusudur. Ancak buna daha sonraki bölümlerde değineceğiz.

Ters Birleşmelerin şirketler için kamu sermayesine hızlı, düşük masraflı ve İlk Halka Arz sürecinden geçmeden ulaşmasının yolu olduğundan bahsettik. Ancak Ters Birleşmelerin şirketler açısından stratejik nedenleri de vardır. Makamson (2010) 1994 ve 2008 yılları arasında gerçekleşen 83 Ters Birleşmeyi incelediği çalışmasında ters birleşmelerin yatırım sermayesine ulaşmanın ötesinde şirketler için stratejik başka nedenlerini de ortaya koymaya çalışmıştır.

Ters devralma yalnızca halka açılmak ve sermayeyi güvence altına almak için değil aynı zamanda bir yeniden markalaşma ya da dış pazarlara girme stratejisi olarak da kullanılabilir.

Ters birleşmelerin yeniden markalaşma amacıyla kullanılmasına ValuJet ve AirTran Airways'in ters birleşme ile birleşmesi örnek olarak verilebilir. ValuJet'in imajı 1995 ve 1996 yıllarındaki kazalardan sonra zedelendi ve mali sorunlarla karşılaştı. ValuJet AirTran Airways'i satın aldı ve bu ters birleşme sonucunda ismini AirTran Holding olarak değiştirdi. Böylece zedelenen imajını ters birleşme sonucu gelen yeniden markalaşma ile düzelterek faaliyetlerini sürdürmeyi ve genişletmeyi başardı (Brannigan, 1997).

Yeniden markalaşma zedelenen imajı düzeltmek için olabileceği gibi şirketler tarafından yeni pazarlara açılma stratejisi olarak da kullanılabilir. 2007 yılında medya

ve eğlence şirketi Vivendi'nin online oyun üreticisi olan alt kuruluşu Vivendi Games Amerika'nın bir numaralı video oyun dağıtıcısı Activision'ı satın alarak Activision Blizzard'ı oluşturdu (Richtel & Pfanner, 2007). Bu ters birleşme ile yeniden markalaşarak kendi başına girmekte başarısız olduğu platform oyunları piyasasına giriş yapmış oldu. Ayrıca bu birleşme ile şirketler piyasa paylarını artırarak oyun piyasasının devi olan Electronic Arts'a rakip olmayı başardılar. Bu durum Ters Birleşmelerin şirketlerin rekabet gücünü artırmak amacıyla da kullanıldığını göstermektedir.

Ters birleşmeler aynı zamanda şirketler için dış pazarlara açılma stratejisi olarak da kullanılmaktadır. Halka açık olmayan yabancı şirketler başka bir devletteki halka açık şirketler satın alarak yabancı pazara hızlı bir giriş yaparlar. Örneğin 2007 yılında Avrupa'nın önde gelen serbest yatırım fonlarından biri olan GLG Partners, Amerikan şirketi Freedom Acquisitions Holding'le birleşerek ters birleşme yoluyla Amerikan şirketi olmuştur (Fletcher, 2007) İşlemden Freedom Acquisitions satın alma bedeli olarak GLG Partners'a 1 milyar dolar nakit ve kendi hisselerinden 230 milyon hisse vermiştir. Tipik bir Ters Birleşme örneği olan birleşmede, satın alma bedeli hem nakit hem de hisse senedi ihracı ile yapılmıştır. Ayrıca, yasal ortaklığın ismi GLG Partners olarak değiştirilmiş ve yasal edinilen olan GLG Partners şirketinin hissedarları toplam payın %72'sini alarak kontrolü almışlardır.

Makamson (2010) 2007 yılında 200'den fazla şirketin Amerikan pazarına ters birleşme yoluyla giriş yaptığını ifade eder. Bu tarz birleşmeler Çin şirketleri tarafından da Amerika pazarına girme amaçlı kullanılmaktadır (Lee, Li & Zhang, 2015). ABD

Kamu Şirketi Muhasebe Gözetim Kurulu (PCAOB) raporunda 2007 ile 2011 yılları arasında 150'nin üzerinde Çin şirketinin ters birleşme yoluyla Amerikan pazarına giriş yaptığını belirtmiştir.

Farklı ülkelerin pazarlarına açılmanın ekonomik nedenleri olduğu gibi hukuksal nedenleri de olabilir. Ters Birleşmede yabancı özel firma hukuksal olarak yerli halka açık firma tarafından satın alındığı için yabancı firma artık o devletin hukuksal düzenlemelerine tabii olur. Dolayısıyla şirketin büyümesine olanak tanıyacak yasaların olduğu ülkelerdeki kamu şirketleriyle Ters Birleşme yapmak özel şirketler için avantajlı olabilir (Siegler & Wang, 2013).

Örneğin, ABD'de gerçekleşen Ters Birleşmeleri incelediğimizde bunların önemli kısmının Delaware Eyaleti'nde gerçekleştiğini görürüz. Wayne (2012) ABD'de gerçekleşen Ters Birleşmelerin neredeyse yarısının Delaware'de olduğunu ifade etmiştir. ABD'de Delaware Eyaleti'nin yasalarının hisse senetlerinin değerinin artmasını sağlayacak düzenlemeler getirdiği ve şirketlerin gelişimine olanak tanıyacak esneklikte olduğu için (Daines, 2001) özel şirketler Ters Birleşme için Delaware Eyaleti'ne bağlı halka açık şirketleri tercih etmektedirler. Her ne kadar sınır ötesi denetimler zor olabilse de şirketlerin gelişimlerini olumlu etkileyen düzenlemelere gönüllü olarak tabii oldukları ifade edilmektedir. Aynı zamanda bu durum özel şirketlerin dikkatini çekmek ve dışardan yatırım almak isteyen devletler için de yasaların şirketlerin gelişimi için uygun zemin hazırlayacak hale getirilmesine de neden olabilmektedir. Bu duruma örnek olarak, Nevada Eyaleti'nin şirketler hukukunu

yatırımcıları çekecek biçimde düzenlediği farklı kaynaklarda belirtilmiştir (Barzuza, 2012).

Ancak ülkeler arası gerçekleşen Ters Birleşmeler şirketler için vergiden kaçınma aracı olarak da kullanılabilmektedir. Bazı eleştirmenler ABD’de Delaware, Nevada ve Wyoming gibi eyaletlerin gevşek düzenlemeler ve düşük vergiler ile Amerika’yı “vergi cenneti” haline getirerek vergi kaçırma ve para aklama gibi faaliyetlere kapı açtıklarını ifade etmişlerdir (Browning, 2009; Wayne, 2012).

Ancak Siegel ve Wang’ın (2013) analizine baktığımızda sınır ötesi Ters Birleşmelerin yerel Ters Birleşmeler ile benzer oranda hatta daha düşük oranda askıya alınma oranına sahip olduğunu görebiliriz. Diğer şirket işlemlerinde gerçekleşen usulsüzlükler yine benzer oranlarda Ters Birleşmelerde de gerçekleşebilmektedir. Yani sınır ötesi Ters Birleşmelerin özü itibariyle zararlı ya da yoz olduğunu söylemek de bu tabloya göre yanlış olur.

Şimdiye kadar bahsettiğimiz Ters Birleşmeyi tercih etme nedenleri daha çok halka açık olmayan şirket perspektifindendi. Ancak halka açık olmayan şirketlerin Ters Birleşmeyi tercih etme nedenlerinin yanında, halka açık kabuk şirketin Ters Birleşmeyi tercih etmesinin nedenlerinden de bahsedebiliriz. Ters birleşmeler halka açık kabuk şirketler için de bir çıkış yolu olarak değerlendirilebilir. Zor durumdaki bir kamu şirketi aktif bir özel şirketle birleşerek kendi varlığını sürdürme ya da en azından birleşmenin getireceği değerlenme ile yatırımcılarının paralarının bir kısmını geri kazanmasını sağlayabilir.

Brown, Ferguson ve Lam (2011) de Ters Birleşmelerin halka açık kabuk şirketlerinin hissedarlarına kazanç sağladığını bulmuşlardır. Birleşme öncesi zor durumda olan şirketin değeri Ters Birleşme ilanı ile birlikte artmakta ve şirketin sermayedarları bu durumu bir çıkış stratejisi olarak kullanabilmektedir.

Dasilas, Grose ve Talias (2017) da Avrupa'dan 222 Ters Birleşmeyi inceledikleri örneklemelerinde Brown ve ark.'ın (2011) çalışmalarına benzer olarak Ters Birleşme işleminin halka açık kabuk şirketin hisselerinde artışa neden olarak hissedarlara kazanç sağladığını bulmuşlardır. Ancak uzun vadede bu kazançların sürdürülemediğini de ifade etmişlerdir.

Bu duruma örnek olarak, Classics International Entertainment şirketi 1996 yılında faaliyetlerini tamamen durdurmuş vaziyette iflasın eşiğindeyken iflas koruması için başvurup şirketi feshetmek yerine ters birleşme için bir teknoloji şirketi Piranha ile anlaşmıştır. Böylece şirket ters birleşme sonucunda kendi hisselerinin de değerini yükselterek devir sırasında yatırımcılarının yatırımlarının geri kazanımını kısmen de olsa sağlamıştır (Applegate, 2000).

Bu örnekte, zor durumdaki halka açık şirketlerin de kendini kabuk şirkete dönüştürerek zor durumlarından bir çıkış yolu bulabildiklerini görmekteyiz. Tabii ki buradaki durum doğal kabuklar (yani bir zamanlar faaliyeti olup sonra herhangi bir nedenle faaliyetini durdurmuş ve varlıklarını likidite etmiş şirketler) için geçerlidir. Yoksa tek amacı halka açık olmayan bir şirketle birleşmek olan SPAC (Special

Purpose Acquisition Company) gibi şirketler zaten belli şartlar altında kabuk şirkete dönmüş şirketler değil, kabuk şirket olarak var olmuş şirketlerdir.

Diğer bir çalışmada Gleason, Rosenthal ve Wiggins (2005) ters birleşmeye giden şirketlerin vekil beyanlarını incelemişler, ters birleşmeye gitmelerinde etkili olduğunu belirttikleri nedenleri yedi başlıkta toplamışlardır. Bu nedenler; büyüme, tamamlayıcı iş kollarına doğru genişleme, ölçek ekonomisinden yararlanma, özel firmanın halka açık hale gelmek istemesi, işleri çeşitlendirme, organizasyonel derinlik kazanma ve halka açık şirket için özel şirketin gücünden yararlanma olarak şirketler tarafından vekil beyanlarında belirtilmiştir. Gleason ve ark.'ın (2005) bu çalışması önemlidir çünkü diğer birçok çalışmada veriler üzerinden Ters Birleşmelerin tercih nedenleri hakkında tahmin yürütülürken bu çalışmada vekil beyanları incelenerek şirketlerin Ters Birleşme işlemi gerçekleştirmek için kendi belirttikleri nedenler ortaya konmuştur.

Ters Birleşmelerin yaygın kullanım amacı ülkelere göre de değişebilmektedir. Ters Birleşmelerle ilgili yapılan çalışmaların çoğu örneklem olarak ABD'deki Ters Birleşmeleri kullanmaktadır ancak az sayıda da olsa İngiltere ya da Avustralya'daki Ters Birleşmeleri analiz eden çalışmalar da mevcuttur. Örneğin; Appadu, Faelten ve Levis (2014) ABD'de Ters Birleşmelerin daha çok halka açık kabuk şirketler aracılığıyla halka açılma aracı olarak kullanıldığını, İngiltere'de ise daha çok ortaklık amacıyla, iki şirket arasındaki sinerji de hesaba katılarak Ters Birleşmelerin gerçekleştiğini ifade etmişlerdir. Ülkelerin piyasa koşulları ve İlk Halka Arz ya da Ters

Birleşmelere dair düzenlemeleri Ters Birleşimlerin kullanım amacını etkilediği söylenebilir.

Farklı ülkelerdeki Ters Birleşmelere değinmişken burada kısa bir not olarak şunu ekleyebiliriz; bir ülkede Ters Birleşmenin genel olarak hangi amaçlarla yapıldığı piyasanın Ters Birleşmeye olan tepkisini de etkileyebilir. Her ne kadar Ters Birleşmenin tercih edilme nedenleri, kısa ve uzun dönem performansları ve piyasanın Ters Birleşmelere tepkisine dair birçok çalışma olsa da bu çalışmaların birçoğunun sınırlı örneklem grubu kullanılarak yapıldığını ve her piyasanın ve her Ters Birleşme işleminin, birleşen şirketlerin itibarları ve amaçları ve piyasa koşullarına göre farklı sonuçları olabileceğini unutmamak gerekir.

Tüm bunlara ek olarak şirketlerin Ters Birleşmeyi tercih etmeleri faaliyet gösterdikleri alanın ihtiyaçlarıyla ilgili de olabilir. James (2007) birçok nanoteknoloji şirketinin nanoteknoloji alanı yoğun sermaye gerektiren bir alan olduğu ve bu alandaki şirketlerin İlk Halka Arzın getirdiği maliyetler ve arz sonrası belirsizlikler olmadan kamu sermayesinden yararlanmak istedikleri için Ters Birleşme yolunu seçtiklerini ifade etmiştir. Yani şirketlerin faaliyet alanları ve faaliyet alanlarından kaynaklı özel ihtiyaçları da Ters Birleşmelerin tercih edilmesinde etkili olabilmektedir.

Şirketlerin İlk Halka Arz sürecinden geçmeden halka açılmak için Ters Birleşmeyi tercih ettiğini söyledik. Ancak bir şirket neden halka açılmak ister? Bir şirketin neden halka açık hale gelmeye karar verdiği konusunda literatürde çeşitli görüşler mevcuttur. Şirketlerin likiditelerini artırmak için ya da sermaye

kısıtlamasından dolayı halka açılma yoluna gittiklerini ifade eden çalışmalar vardır (Kim & Weisbach, 2008; Poulsen & Stegemoller, 2008). Halka açılmak şirketlere kamu sermayesinden faydalanma imkanı verdiği için şirkete nakit girişi sağlar ve şirketin ilerideki alımları ya da projeleri için finansman sağlar. Bunun dışında Bau, Francis & Kohers (2003) şirketlerin borç maliyetleri arttıkça halka açılma olasılığının arttığı ifade etmişlerdir. Yani şirket borçta olduğu için halka açılarak borçlarını ödemek için finansman sağlıyor olabilirler. Bazı çalışmalar ise halka açılan firmaların kredi notlarını artırıp sermaye maliyetlerini düşürdüklerini ifade etmektedirler (Pagano, Panetta & Zingales, 1998). Bu da yine şirketin halka açılarak iç ve dış büyüme imkanlarını artırmaya çalıştıklarını göstermektedir.

Aynı zamanda halka açılma şirket için gelecekte başka şirketleri satın alarak büyüme stratejisi olarak değerlendirilmiştir (Çelikyurt, Sevilir & Shirdasani, 2010). Halka açılan şirketlerin çoğunun işlem sonrası bazı alımlar gerçekleştirmeleri de bu görüşü desteklemektedir. Görüldüğü gibi şirketler çok çeşitli amaçlarla halka açılmayı istemektedir. Halka açılmanın birincil yolu ise İlk Halka Arzdır. Ancak İlk Halka Arz ile halka açılmanın gerekliliklerini karşılayamayan ya da daha hızlı ve düşük maliyetle halka açılmanın avantajlarından faydalanmak isteyen şirketler için Ters Birleşme iyi bir alternatif olarak düşünülmektedir.

Şirketler işlerini büyütmek için sermayeye ihtiyaç duyarlar. Bu sermayeyi kendi gelirinden sağlayamayan şirketler halka açılarak, yani şirketin sahipliğini hisse şeklinde satarak, şirkete nakit girişi sağlarlar. Ancak İlk Halka Arz'da, bu işlemin getireceği sermayenin yaklaşık %7'sini halka arz işleminin gerçekleşmesine

(avukatlar, komisyoncular, muhasebeciler ve diğer ücretler) neden olur ve süreç ortalama 5-6 ay sürer. Aynı zamanda İlk Halka Arz'ın gerçekleşmesi için şirketin birçok denetimden geçmesi gerekir. Bu denetimlerden geçmek bazı işletmeler için zordur. Clark (2002) İlk Halka Arz işlemini gerçekleştiren şirketlerin ortalama on yıl iş deneyimi olduğunu belirtir; bu durum pazara hızlı bir giriş yapmak ve kamu sermayesinden faydalanarak projelerini finanse etmek isteyen genç firmaların İlk Halka Arz sürecinden geçmeden Ters Birleşmeler yoluyla halka açılma tercihlerini anlamlandırmamıza yardımcı olmaktadır.

Yatırım almak isteyen küçük firmalar için ters birleşmeler süre ve maliyet açısından avantajlar sağlar. İlk Halka Arz ile halka açılan şirketler genelde 4-5 yıllık bir geçmişi olan daha uzun süreli şirketlerken Ters Birleşme ile halka açılan şirketle daha kısa bir operasyon geçmişi olan 2-3 yıllık şirketler olabilmektedir (Floros & Shasti, 2009). Aynı şekilde Ters Birleşmelerin daha çok küçük ve gelişim aşamasında olan şirketler tarafından kullanıldığı söylenebilir. Pazara hızlı giriş yapmak için ters birleşmeler start-up girişimler tarafından İlk Halka Arz'ın alternatifleri olarak kullanılırlar (Gleason, Rosenthal & Wiggins, 2005, p.57). Bu durum daha kolay ve kısa sürede gerçekleşebilen ters birleşmelerin şirketler için hızlı yatırım alma stratejisi olarak da kullanıldığını göstermektedir.

Aşağıdaki tabloda şirketlerin Ters Birleşmeyi tercih etmelerinin bazı nedenleri özetlenmiştir.

1	Ters Birleşmede şirket uzun süren borsa denetim sürecinden geçmek zorunda değildir. Bu ise şirkete 2 aydan 12 aya kadar bir süre kazandırabilir.
2	İlk Halka Arzın koşullarını sağlayamayan genç şirketler Ters Birleşmeler aracılığıyla kamu sermayesinden faydalanabilirler.
3	Ters Birleşme için daha az yasal hazırlık süreci gerekir. Bu da daha düşük maliyetle halka açılma imkanı sağlar.
4	Ters Birleşme sonrası şirket hisselerinin çok küçük bir kısmı satıldığı için İlk Halka Arzın aksine şirket Ters Birleşmeyi gerçekleştirmek için pazar koşullarının uygun olmasını beklemek zorunda değildir. Birçok İlk Halka Arz işlemi yatırımcılardan talep görmeyeceği düşünüldüğünde son dakika iptal edilebilmektedir. Ancak Ters Birleşme için böyle bir durum söz konusu değildir.
5	Ters Birleşmelerde şirket yöneticileri İlk Halka Arzda olduğu gibi potansiyel yatırımcıları bulmak için yapılan tanıtım turlarına (roadshow) uzun süreler harcamak zorunda değildir. Bu şirket yöneticilerini zaman kaybından kurtarır.
6	İlk Halka kıyasla Ters Birleşmelerde son durumda şirket hisselerinin daha büyük bir çoğunluğu eski özel şirket hissedarlarının elinde kalır.
7	Ters Birleşmeler şirketlere yeniden markalaşma, farklı pazarlara açılma gibi stratejik amaçlarla kullanılabilir.
8	Ters Birleşme ile yabancı pazarlara açılmak şirket için hukuksal açıdan daha esnek ve şirket gelişimine daha elverişli bir ortamda faaliyet gösterme imkanı sağlayabilir.
9	Ters Birleşmeler zor durumdaki halka açık kabuk şirketler için bir çıkış stratejisi olarak kullanılabilirler.

Tablo-5: Ters Birleşmenin Nedenleri

2.3 TERS BİRLEŞME NASIL YAPILIR?

Ters Birleşmeler genelde özel bir şirketin bir kabuk halk şirketi ile birleşmesi ile olur. Kabuk şirketle birleşme işleminde özel şirketler bir kabuk girişimci ile çalışırlar. Bu girişimci kabuk şirketin ya da faaliyetleri durmuş şirketin hisselerinin çoğunu satın alarak şirketin kontrolünü alır ya da kabuk girişimci doğrudan bir şirket kurup hisselerini borsaya kaydederler ve şirket raporlarını düzenli olarak sunarlar. Bu raporlamalar, şirketin hiçbir faaliyeti olmadığı için, kolay ve ucuzdur. Kabuk girişimci özel bir şirketin kabuk şirketle birleşmesine izin verme karşılığında ücret talep eder ve kabukta sahiplik hissesini elinde tutar. Birleşmede özel şirket hissedarlarına çoğunluk payı verilir. Özel şirketin yöneticileri kabuğun yönetimini ele alır. Hisse senetleri birleşme öncesi alım satım yaptıkları borsada işlem görmeye devam ederler. Böylece özel şirket aynı hissedarlar tarafından kontrol edilip, aynı yöneticilerle faaliyet göstermesine rağmen kabuk şirketle birleşmesi sayesinde halka açık bir şirket haline gelir (Feldman, 2010).

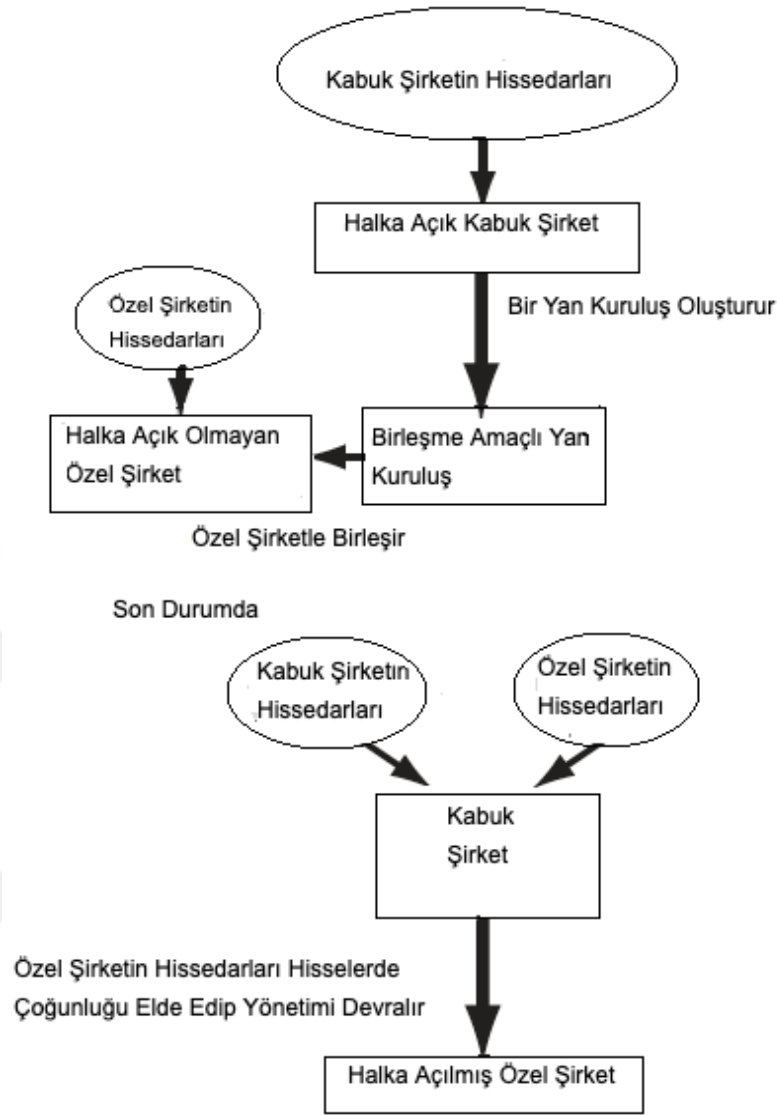
Halka açık bir kabuk şirketleri, ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) tarafından açıklandığı üzere, “hiç işlem gerçekleştirmeyen ya da yalnızca nominal işlemleri gerçekleştiren, nakit ve nakit benzerleri dışında bir mal varlığına sahip olmayan şirketler” olarak tanımlanabilir. 2015’teki SEC tanımlamasından önce bu şirketler daha önce literatürde “açık çek” (blank-check) ya da “kör havuz” (blind-pool) şirketler olarak da adlandırılmıştır. (Feldman, 2010, p.37). Halka açık bir kabuk şirketi birkaç şekilde oluşabilir. Bir şirket halka açılmış ve daha sonra bir nedenle

faaliyetlerini durdurmuş ve varlıklarını tasfiye etmiş olabilir. Yahut özel bir amaçla kamu kabuğu oluşturmak için sıfırdan kurulmuş olabilir (Feldman, 2010; Pavkov, 2006).

Feldman (2010) ters birleşmelerin genelde ters üçgen şekilde gerçekleştiğini ifade eder. Halka açık kabuk şirket bir yan kuruluş kurar ve bu yan kuruluş özel şirket ile birleşir. Birleşme sırasında özel şirketin hisseleri halka açık kabuk şirketin hisselerine dönüştürülür ve böylece birleşme sonrasında özel şirketin eski hissedarları yeni kabuğun hisselerinin büyük çoğunluğunu ele geçirmiş olur ve özel şirketin yöneticileri yeni birleşme sonrası kabuğun yönetimini ele alır.

Özel şirketin doğrudan kabuk şirketle birleşmesi de mümkündür. Ancak bu durumda birleşme maliyeti artacaktır çünkü ters üçgen şeklinde birleşmede özel şirket kabuk şirketin bir yan kuruluşuna dönüşerek kendi varlığını sürdürdüğü için işveren kimlik numaralarının ve banka hesaplarının değişimi gibi işlemlere gerek kalmaz. Aynı zamanda, farklı devletlerin yasalarına göre değişmekle birlikte, ters üçgen şeklinde gerçekleşen birleşmelerde kabuk şirketin hissedarlarının onayına gerek olmayabilir. Çünkü bu durumda özel şirket doğrudan kabuk şirketle değil, kabuk şirketin yan kolu olan şirketle birleşmektedir. Bu da yine birleşme işlemini kolaylaştırır ve maliyeti düşürür.

Aşağıdaki şemada Ters Birleşmelerin yaygın olarak nasıl gerçekleştiği özetlenmiştir.



Figür: Ters Birleşme Şeması (Feldman, 2010, s.45'ten adapte edilmiştir.)

Tablo-6: Ters Birleşme Şeması

Kabuk şirketleri genelde başarısız ya da faaliyeti durmuş şirketler oldukları için birleşme özel şirketler için bazı riskler taşır. Geçmiş davalar ya da borçlar birleşme sonrası özel şirkete sıkıntı yaratabilirler. Bu nedenle bazı şirketlere sadece edinme amaçlı açılmış kamu şirketleriyle ters birleşme yapmayı tercih etmektedirler. Birleşme Amaçlı Ortaklık'lar (SPAC: Special Purpose Acquisition Company) özel şirketlerin

İlk Halka Arz yöntemine başvurmadan halka açılmasını sağlayan özel bir tür kabuk şirketleridir. SPAC'lar şirketlere İlk Halka Arz'dan daha hızlı bir şekilde sermaye sağlayabilirler, aynı zamanda şirketin yatırım fonlarına erişmekle birlikte şirketin sahipliğini tamamen özel şirkete bırakabilirler. Fortune dergisinde 2007 yılında yayımlanan bir raporda Amerika'da Özel Amaçlı Devralma Şirketleri ile gerçekleştirilen ters birleşmelerin sayısının arttığı belirtilmiştir (Kapner, 2007).

TFRS-3 standartlarında ise Ters Birleşmeler şu şekilde açıklanmaktadır:

“...ters bileşmeler, halka açık olmayan bir işletme, halka açık hale gelmeyi isteyip kendi hisse senetlerini ihraç etmek istemediğinde gerçekleşebilir. Bunu gerçekleştirmek için halka açık olmayan işletme, halka açık bir işletmenin, kendi özkaynak paylarını, söz konusu halka açık şirketin özkaynak payları karşılığında satın almasını sağlar. Bu örnekte, halka açık işletme yasal edinendir çünkü kendi özkaynak paylarını ihraç etmiştir; halka açık olmayan işletme ise yasal edinilendir çünkü kendisinin özkaynak payları edinilmiştir” (TFRS-3, B-19, s.20).

Burada Ters Birleşmenin gerçekleşmesi açısından önemli olan yasal edinen olan halka açık şirketin muhasebe açısından edinilen (muhasebe edinileni) ve yasal edinilen olan halka açık olmayan şirketin ise muhasebe açısından edinen (muhasebe edinileni) olarak belirlenmesidir.

TFRS-3 standartlarına göre Ters Birleşme sonrasında halka açık olmayan şirketin (yasal edinilen) hissedarları yasal ortaklığın azınlık payları olarak değerlendirilirler. Yani birleşme öncesi halka açık olmayan şirketin hissedarları

yalnızca halka açık olmayan şirketin kazançları ve net varlıkları üzerinden pay alabilmekte, yasal ortaklığın net varlık ve kazançlarından pay alamamaktadır. Buna karşın halka açık şirketin hissedarları Ters Birleşme sonrasındaki yasal ortaklığın kazanç ve net varlıklarından pay alırlar.

Ters Birleşmelerin gerçekleşme şekline dair yukarıda belirttiğimiz durum önemlidir. TFRS-3 standartlarına göre birleşme sonrası yasal olarak hayatta kalan şirket halka açık olan (yasal edinileni, muhasebe edinileni) olan şirkettir. Dolayısıyla birleşme öncesi halka açık olmayan şirketin hissedarları birleşme sonrası yalnızca halka açık olmayan şirketin net varlık ve kazançlarından pay alabilmektedirler. Yabancı literatürden aldığımız örneklerde ise halka açık olmayan şirketin hissedarlarının Ters Birleşme sonrasında yasal ortaklığın hisselerinin çoğunu ele geçirerek yönetimi devraldığını görmekteyiz. Ancak TFRS-3 standartlarında yalnızca Ters Birleşme süreci ve bu sürecin muhasebeleştirilmesi açıklanmış, sonraki olası süreç ve işleyişi hakkında bir açıklamaya yer verilmemiştir.

2.4. BİRLEŞME SONRASI ŞİRKETİN HAYATTA KALMASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Halka açık şirketin birleşme öncesi ekonomik durumu birleşme sonrası başarı ya da başarısızlığı etkileyen en önemli faktörlerde biridir. Halka açık şirket birleşme öncesi çok zor durumda ise birleşme sonrası başarı oranı düşmektedir. Ayrıca, nakdin toplam varlıklara oranı da birleşme sonrası başarısızlığı ile negatif orantılıdır. Yani bir

şirket ne kadar likit ise Ters Birleşme sonrası hayatta kalma olasılığı o oranda artmaktadır.

Aynı zamanda birleşme sonrası şirket sıkıntıya girdiğinde kapalı arz yöntemine başvurduğunda hayatta kalma şansı düşerken özel fonları kullanan şirketlerin birleşme sonrası başarısı kayda değer miktarda artmaktadır (Gleason ve ark., 2005).

Literatürde şirketlerin işlem sonrası hayatta kalması açısından İlk Halka Arz ve Ters Birleşmeleri karşılaştıran çalışmalar mevcuttur. Appadu, Faelten ve Levis (2014) hem ABD'den hem de İngiltere'den İlk Halka Arz ve Ters Birleşmeleri içeren örneklemeleri üzerinde yaptıkları analizde İlk Halka Arz ile halka açılan şirketlerin hayatta kalma oranı (%93) ile Ters Birleşme yapan şirketlerin hayatta kalma oranı (%88) arasında çok büyük bir fark olmadığını bulmuşlardır. Ters Birleşme yapan şirketlerin mortalite oranının biraz daha yüksek oluşunu ise daha küçük şirketlerin Ters Birleşmeyi seçmesiyle açıklamışlardır. Ayrıca şirketin hayatta kalmasını etkileyen faktörün Ters Birleşme ya da İlk Halka Arz işlemi gerçekleştirilmesinden çok sonraki sürecin nasıl yönetildiği ile alakalı olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Farklı ülkelerin piyasa koşulları da şirketlerin performansını etkileyebilmektedir. Daha esnek ve şirket gelişimine elverişli ülkelerde işlemler daha hızlı ve kolay gerçekleşebilmekte, ayrıca birleşme sonrası daha iyi bir performans sergileyebilmektedir. Avrupa'daki SPAC şirketlerini araştıran Ignatyeva ve ark. (2013), ABD'ye kıyasla Avrupa'da SPAC'ların daha esnek koşulları olduğunu ve işlemlerin çok daha kolay ve hızlı gerçekleştiğini ifade etmişlerdir. Ayrıca

alışmalarında Avrupa'daki SPAC'ların daha iyi performans gösterdiğini tespit etmişlerdir. Ancak burada şuna dikkat etmeliyiz ki ABD'deki Ters Birleşmeleri tek bir örnek olarak alarak karşılaştırma yapmak yanıltıcı olabilir. Çünkü ABD'de farklı eyaletlerin şirket hukuku konusunda farklı düzenlemeleri olabilmektedir.

Şirketlerin hayatta kalması açısından İlk Halka Arz ve Ters Birleşmeler karşılaştıran çalışmalar da vardır. Gleason, Jain and Rosenthal (2008) 1983 ve 2003 yılları arasındaki 119 Ters Birleşme örneğini inceledikleri çalışmalarında İlk Halka Arz ile halka açılan şirketlerin %27'si borsa kotundan çıkarılırken Ters Birleşme gerçekleştiren şirketlerin %42'si borsa kotundan çıkarıldığını tespit etmişlerdir. Ayrıca şirketlerin muhtemel borsa kotundan çıkarılma süreleri İlk Halka Arzda 37 ay, Ters Birleşmede ise 24 ay olarak belirlenmiştir (Adjei, Cyree & Walker, 2008). Bunun sebebi olarak ise Ters Birleşmelerin İlk Halka Arzdaki yüklenicinin halka açılma sonrası hisse senedi alım satımında sağladığı destekten yoksun olması gösterilmiştir. Carpentier ve Suret (2008) de Ters Birleşmelerin düşük hayatta kalma oranları olduğunu, işletmenin performansına olumlu bir katkıda bulunmadığını ve borsaya kote olduktan sonra az sayıda finansal işlem gerçekleştirerek halka açılma sonrası yatırımın getiri oranının düşük olduğunu belirtmişlerdir.

Ancak burada dikkat edilmesi gerek konu, bu verileri sağlayan çalışmaların Kuzey Amerika'da (ABD ve Kanada) yapılmış olması ve analiz edilen Ters Birleşmelerin çoğunun Amerika pazarına girmek isteyen şirketler tarafından gerçekleşmesidir. Yabancı bir pazara giriş yapan yabancı şirketin Amerika Birleşik Devletleri menkul kıymetler yasalarına ve muhasebe kurallarına uyumu zor olduğu

için borsa kotundan çıkarılma gerçekleşmiş olabilir. Ya da özel şirket yöneticilerinin halka açık bir şirketi yönetme ve işletme konusunda deneyimi olmadığı için menkul kıymetler yasalarına, kurallarına veya yönetmeliklerine uyulmaması şirketi para cezalarına veya düzenleyici işlemlere maruz bırakmış ve bu da şirket faaliyetlerinin sonuçlarını ve şirketin mali durumumuzu olumsuz etkilemiş olabilir. Dolayısıyla bu tarz analiz ve karşılaştırmaların sonuçlarını değerlendirirken bu tür etkenleri de göz önünde bulundurmak gerekir.

Ayrıca farklı örneklem grubu kullanan farklı raporlarda bu istatistikler değişmektedir. Örneğin; Gleason, Rosenthal ve Wiggins (2005) kendi örneklemeleri içinde Ters Birleşme ile halka açılan şirketlerin yalnızca %46'sının iki yıl sonra hayatta kalabildiğini ifade edip ters birleşmeleri halka açılmak için riskli bir yöntem olarak gösterirken, Floros ve Shasti (2009) 408 ters birleşmeyi içeren örneklemlerinde 368 şirketin birleşme sonrası üç yıl içinde hayatta kaldığını göstermişlerdir. Başarısız olan 40 adet Ters Birleşmenin ise çoğunlukla PIPE (Kamu Sermayesine Özel Yatırım) yatırımcılarını ikna edemedikleri için uzun vade borçlar ya da döner krediler ile devam eden şirketler olduğunu ifade etmişlerdir.

Burada son olarak toplu analizlerin yanıltıcı olabileceğini de belirtmek gerekir. Çünkü Ters Birleşme işlemine giren özel şirketlerin ya da halka açık kabuk şirketlerin özellikleri, şirketlerin Ters Birleşmeye giriş amaçları, yatırımcıların gözünde şirketlerin itibarları ve Ters Birleşme ilan edildiğinde uyandırdığı tepki gibi birçok faktör Ters Birleşme sonrası şirket başarısında etkilidir. Belli tarihler arasındaki Ters Birleşme yapan şirketleri toplu şekilde analiz eden çalışmalarda yapılan toplu

analizlerin ise her zaman Ters Birleşmeler alanındaki bu çeşitliliği yansıtamayacağı da bazı çalışmalarda tartışılmıştır (Appadu, Fealten & Levis, 2014).

2.6 TERS BİRLEŞMENİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Şirketlerin neden Ters Birleşmeleri tercih ettiğini farklı örneklerle açıkladık. Ancak Ters Birleşme tercih eden şirketler için bu tercihin olumlu ve olumsuz tarafları olabilmektedir. Literatürde bu konuyu farklı yönleriyle ele alan birçok çalışma vardır.

Kote olmak için olan gereklilikleri karşılamaya gerek olmayışı Ters Birleşmelerin en önemli avantajıdır. İlk Halka Arz ile halka açılmak için şirketin bazı gereklilikleri karşılaması gerekir. Bu ise küçük ya da yeni şirketler için mümkün değildir. Küçük şirketler borsaya kote olup sermaye artırmak ve faaliyetlerine fon bulmak için Ters Birleşme yoluyla halka açılabilirler.

Ters Birleşmelerin en önemli avantajlarından biri de kısa sürede gerçekleşebilmesidir. Ters Birleşmeler en fazla üç ay içinde gerçekleşebilirken İlk Halka Arz 6 ile 9 ay arası bir süre alabilmektedir (Arellano-Ostoa & Brusco, 2002). Bu zaman avantajı bazı zor durumdaki şirketlerin hayatta kalabilmesi için kritik öneme sahip olabilmektedir.

Aynı zamanda Ters Birleşmeler İlk Halkla karşılaştırıldığında daha düşük maliyetlidirler. İlk Halka Arz için gereken birçok hazırlık ve raporlama Ters Birleşme

için gerekli değildir ve bu da işlemin maliyetini düşürür. Ayrıca İlk Halka Arzda olduğu gibi bir yatırım bankasının yüklenici olması gerekliliği Ters Birleşmelerde yoktur.

Ters Birleşmenin şirketler için bazı dezavantajları da vardır. Örneğin; özel şirket birleşme sonrası kabuk şirketin dava ve sorunlarıyla uğraşmak zorunda kalabilir. Bunu önlemek içinse özel şirketin birleşme öncesi kabuk şirketi iyi incelemesi gerekmektedir. Bir kabuk şirketle birleşirken dikkatli olmak gerekir çünkü “temiz kabuklar” olduğu gibi “kirli kabuklar” da olabilmektedir (James, 2007). Feldman (2010) “kirli” ya da “dağınık” kabuk şirketlerin Ters Birleşmelerde işlem süresinin uzamasına neden olabileceğini ya da birleşme sonrası şirket için sorun çıkarabileceğini belirtmiştir.

Ters Birleşmelerin bazen kötüye kullanılabildiğini daha önce belirttik. 2001 ile 2002 arasındaki ABD’de yabancı şirketler tarafından yapılan ters birleşmelerin %85’i Çinli şirketler tarafında yapılmıştır. Bu oran o yıllar arasında yapılan tüm Ters Birleşmelerin %34’üne denk düşmektedir. 2011 yılında ABD’de hisse senedi dolandırıcılığı davalarının dörtte birinin Çinli Ters Birleşme şirketlerine ait olduğuna dair rapor yayımlanmıştır. Bunun üzerine SEC Ters Birleşme yapan şirketler için ek düzenlemeler getirmiş ve piyasaya girişlerini zorlaştırmıştır. Winston ve Strawn (2011) yeni gelen düzenlemelerin Ters Birleşmelerin maliyet ve hız açısından avantajlarını yok edebileceğini ifade etmişlerdir. Yani Ters Birleşmelerin bazı durumlarda kötüye kullanılması ve bu kötüye kullanımı önlemek için piyasada alınan

önlemler ve düzenlemeler Ters Birleşmelerin bazı önemli avantajlarını kaybetmesine neden olabilir.

Ters Birleşmelerle ilgili literatürde en fazla ifade edilen dezavantaj Ters Birleşmelerin İlk Halka Arzın aksine şirket için doğrudan bir sermaye artışı sağlamamasıdır. Halka açık olmayan şirket halka açık şirket tarafından satın alınsa bile bu satın alma bedeli çoğunlukla hisse senedi olarak ödenir ve şirkete doğrudan bir nakit girişi gerçekleşmeyebilir. Bunun yanında Ters Birleşme ile şirket borsaya kote olsa bile bu İlk Halka Arzın aksine doğrudan sermaye artışı sağlamaz çünkü Ters Birleşme yapan şirketin hisseleri piyasada nadiren alınıp satılır ve hisselerin büyük kısmı yine özel şirketin elinde kalır (Sjostrom, 2001). İlk Halka Arz doğrudan bir finansman aracı olarak kullanılabilir; halka açılmayla birlikte yeni hisseler satılır ve şirkette sermaye artışı gerçekleşir. Ters Birleşmede ise sermaye artışı daha dolaylı bir süreçle mümkün olur. Ters Birleşme ile birleşen şirket hisse senedi ihraç ederek sermaye artırmak istiyorsa bunu özel ya da halktan yatırımcıları seçip ikna ederek yapmak durumundadır (public or private placement or PIPE).

Her ne kadar Ters Birleşmelerin İlk Halka Arz gibi sermaye artışı sağlamadığı belirtilse de bu durumun Ters Birleşmelerle ilgili yapısal bir sorundan çok teknik bir sorun olduğu söyleyebiliriz. Şirket tarafından Ters Birleşmelerdeki bilgi asimetrisini düşürmeye yönelik çalışmalar yapılırsa ya da İlk Halka Arzda yüklenicinin yaptığı gibi yatırımcılara gerekli teşvikler ve teminatlar sağlanırsa Ters Birleşme yapan şirketler de yatırımcıların güvenini kazanarak kamu sermayesinden daha fazla faydalanabilir. İlk Halka Arzda yüklenicinin rolü çok önemli olsa da bu işlev zorunlu olarak bir

yatırım bankası tarafından gerçekleştirilmek zorunda değildir. Bu nedenle literatürde Ters Birleşmeler bazen “self-underwritten IPO”lar (şirketin kendisi tarafından mali garanti altına alınmış İlk Halka Arz) ile de karşılaştırılmışlardır (Gleason, Jain & Rosenthal, 2008).

Ters Birleşmelerin avantajlı ve dezavantajlı yönlerini ifade ettik. Ancak bazen Ters Birleşmelerin dezavantajlı görünen bir tarafı şirketler için avantaj olarak kullanılabileceği gibi bazen de avantajlı görünen yanı bir dezavantaj olabilmektedir.

Örneğin; Ters Birleşmelerin İlk Halka Arz gibi doğrudan sermaye artışı sağlamadığını ifade ettik. Ancak bu durum İlk Halka Arza göre Ters Birleşmelerin olumsuz bir tarafı olarak görülebileceği gibi Ters Birleşme yapan şirketleri halihazırdaki olumsuz pazar koşullarına karşı koruyan bir ve uygun koşulları beklmeleri için zaman tanıyan bir avantaj olarak da görülebilir (Appadu, Fealten & Levis, 2014). İlk Halka Arz için şirketler uygun piyasa koşullarını beklemek ve piyasada yeterli talep bulunduğunda emin olmak zorundadırlar. Aksi takdirde İlk Halka Arz için yapılan onca masraf ve çalışma boşa gidebilmektedir. Ancak Ters Birleşme için böyle bir zamanlamaya gerek yoktur. Ters Birleşme yapan şirketlerin önemli bir kısmı hisse senedi çıkarmak için uzun süre uygun piyasa koşullarını bekleyebilmektedir. Bu durum Ters Birleşmelerin bir avantajı olarak görülebilir.

Buna duruma 2000-2001 yıllarında ABD’de “dot-com balonu” sırasındaki İlk Halka Arz ve Ters Birleşme sayılarındaki değişimler örnek olarak verilebilir.

1990'lı yılların sonlarına doğru internet şirketleri çok fazla yükselmiş ve birçok risk sermayedarının internet şirketlerine yüksek miktarlarda yatırım yapmasıyla bu alanda büyük bir balon oluşmuştur. Bu dönemde İlk Halka Arzlarda şirketlerin bu olumlu pazar koşullarından dolayı büyük karlar elde ettiğini görürüz. Ancak 2000-2001 yıllarında sonunda bu balon patladığında şirketlerin değerleri düşmüş ve birçok internet şirketi batmıştır. Verileri incelediğimizde bu dönemde İlk Halka Arz sayılarında büyük bir düşüş yaşandığını görürüz ancak Ters Birleşme sayılarında ise kayda değer bir değişiklik olmamıştır. Bunun sebebi olarak Ters Birleşmelerin olumsuz piyasa koşullarından daha az etkilenmesi gösterilebilir.

Bunun yanında şirketlerin Ters Birleşme için İlk Halka Arz gibi belli koşulları sağlamasının gerekmediğini ve uzun İlk Halka Arz denetim sürecinden geçmediklerini ifade ettik. Bu durum bir yandan Ters Birleşmelerin hızlıca ve düşük maliyetle gerçekleşmesini sağlarken bir yandan da Ters Birleşme yapan şirketlere yatırımcıların şüpheyile yaklaşmasına neden olabilmektedir. Ters Birleşme yapan şirketler bilgi asimetrisi yüksek şirketler oldukları ve İlk Halka Arzdaki denetimlerden geçmedikleri için yatırımcılar tarafından daha riskli görülebilmektedirler (Adjei, Cyree ve Walker, 2008). Dolayısıyla Ters Birleşmelere hız ve düşük maliyet avantajı sağlayan durum aynı zamanda yatırım almasını zorlaştıran bir dezavantaja da dönüşebilmektedir. Ters Birleşme yapan şirketler bu durumu aşmak için PIPE (Kamu Sermayesine Özel Yatırım) yatırımcılarını çekmeye çalışmaktadırlar. Sonraki kısımda Ters Birleşme şirketlerinin alternatif sermaye artırma yollarına kısaca yer vereceğiz.

2.7 TERS BİRLEŞMELERDE SERMAYE ARTIRMA YOLLARI

Ters Birleşmelerin doğrudan sermaye artışına neden olmadığı farklı kaynaklarda ifade edilse de Ters Birleşmelerin başka sermaye artırma yolları vardır. Kamu sermayesine özel yatırım (PIPE) yatırımcıları Ters Birleşme ile birleşen şirketlerin sermaye artırımını sağlayabilir. Asquith ve Rock (2011) çalışmalarında örneklem olarak aldıkları Ters Birleşme grubundaki şirketlerin yaklaşık %25'inin birleşmeyle eş zamanlı olarak PIPE yatırımcılarından teklif aldıklarını ifade etmişlerdir. Bunun yanında diğer bir unutulmaması gereken ise kabuk şirketlerin çoğunlukla faaliyetini durdurmuş, yalnız likit varlığı olan şirketler oluşudur. Bu likit varlıklar özel şirketin faaliyetleri için sermaye oluşturabilir; yani Ters Birleşmeler İlk Halka Arz gibi doğrudan sermaye artışı sağlamasa da dolaylı yollardan sermaye artışı sağlayarak özel şirketin faaliyetlerini finanse etmesini sağlayabilir.

Kamu sermayesine özel yatırım (PIPE) yatırımcıları Ters Birleşme yapan şirketler için en önemli sermaye artırma yöntemidir. 2008 ve 2016 yılları arasında %30'dan fazlası PIPE ile sermaye artırmaya yönelmişken bu firmaların yalnızca %0.74'ü ikincil halka arz (SEO: seasoned equity offering) ile sermaye artırma yolunu seçmişlerdir (Bayar ve ark., 2021).

PIPE yatırımcıları Ters Birleşmelerin başarısında önemli rol oynarlar. Kamu denetimi olmadığı için özel şirketler bilgi konusunda halk şirketlerine göre daha az şeffaf bir yapı sergilerler. Bu da yatırımcılar için yüksek risk anlamına gelir çünkü bilgi asimetrisi yüksek şirketlerinin değerini tayin etmek yatırımcılar için zordur (Chemmanur & Fulghieri, 1999; Floros ve Shasti, 2009). Ters Birleşme ile halka açılan

şirketler halka açılma sırasında İlk Halka Arzda olduğu gibi sıkı denetimlerden geçmedikleri ve bir yüklenici tarafından sigorta edilmedikleri için PIPE yatırımcılarının dikkatini çekmeyi başarmak Ters Birleşme sonrası şirketin hayatta kalması için önemlidir. Çünkü özellikle saygın PIPE yatırımcıları Ters Birleşmeler için güvenilirliklerini onaylayıcı bir sertifikasyon işlevi de görürler ve sonraki yatırımlara da kapı açabilirler (Feldman, 2006).

Ancak İlk Halka Arz ile halka açılan şirketin PIPE yatırımı alması ile Ters Birleşme ile halka açılan şirketin PIPE yatırımı alması arasında fark vardır. İlk Halka Arzda şirkete dair bilgi asimetrisi daha düşük olduğu için PIPE arama maliyeti İlk Halka Arzla halka açılan şirket için daha düşük olabilmektedir. Yani yatırımcılar şirket hakkında yüklenicilerin raporları ve teşvikleri, aynı zamanda İlk Halka Arz için gereken düzenlemeler yoluyla daha çok bilgi sahibi olurlar. Aynı zamanda Ters Birleşmede sermaye artışı genelde toplu halde tek bir kapanışta gerçekleşemez. Bunun yerine şirketin birkaç kapanış organize etmesini gerektirir.

Ters Birleşmedeki yüksek bilgi asimetrisi, PIPE finansmanının ayarlanması ve kapanışların maliyeti de göze alındığında sermaye artırma girişimlerinin daha maliyetli olmasına neden olur. Ayrıca PIPE dağıtımının birçok kapanışta gerçekleşmesi, her ne kadar şirkete daha fazla yatırımcıyla görüşme imkânı sağlasa da, şirketin sermaye artırımını için yatırımcı bulmakta zorlandığı anlamına gelir ve bazı şirketler hedefledikleri fona ulaşamayabilirler. Birkaç kapanış organize etmek aynı zamanda sermaye artırmanın daha uzun zamana yayılmasına ve araştırma maliyetlerinin de eklenmesine neden olur (Bayar, Liu & Mao, 2021).

Ters Birleşmelerin sermaye artımında yaşadığı bu zorluklar ve yüksek bilgi asimetrisi PIPE yatırımcılarının pazarlık gücünü artırır. Özellikle nitelikli PIPE yatırımcıları yatırım yapacak sonraki yatırımcılar açısından şirket için bir akredite değeri taşıdığı için bu Ters Birleşmelerde şirketin hisseleri belirlenen fiyattan daha ucuza satılabilir. Burada Ters Birleşme yapılırken İlk Halka Arz gibi sınırlama ve düzenlemelerin olmayışının, her ne kadar maliyeti düşürse ya da bazı şirketler için İlk Halka Arz kotasyon sınırlarından dolayı mümkün olmasa da, şirket için sonraki sermaye artırma faaliyetleri açısından olumsuz sonuçlar doğurabileceğini görmekteyiz.

Burada Ters Birleşme yapan şirketler için finansal aracılar devreye girmektedir. İyi bir plasman acentesi geniş iletişim ağları sayesinde daha kısa zamanda daha fazla nitelikli yatırımcıyla görüşme yapılmasını sağlayabilmektedir (Huang, Shangguan & Zhang, 2008). Dolayısıyla Ters Birleşme yapan firmaların uzman bir aracidan tavsiye alması sermaye artışı sürecine olumlu katkıda bulunacaktır.

Bayar ve ark. (2021) Ters Birleşme sonrası PIPE yatırımı alma sürecinde uzman bir aracidan destek alan şirketlerin daha az kapanışta ve daha kısa sürede süreci sonlandırdıklarını bulmuşlardır. Ayrıca uzman olmayan araçılardan destek alan şirketlerin anlaşmalarda yatırımcılara daha fazla taviz vermek ve daha fazla indirim uygulamak zorunda kaldıklarını da analizlerinde tespit etmişlerdir. Ters Birleşme yapan şirket hakkında çok bilgi sahibi olunamadığı için yatırımcılar temkinli yaklaşmakta ve çok fazla talep oluşmamaktadır. Ancak uzman ve muteber bir aracı,

yatırımcıları çekme ve ikna etme konusunda, İlk Halka Arzdaki yüklenicinin (underwriter) ve güven sağlayan denetim ve düzenlemelerin rolünü üstlenerek, daha başarılı olabilmektedir.

2 8 TERS BİRLEŞME HAKKINDA OLUMLU VE OLUMSUZ GÖRÜŞLER

Ters Birleşmeler hakkında çeşitli görüşler vardır. Bazı çalışmalar Ters Birleşmelerin hız, düşük maliyet gibi olumlu yönlerini vurgulayarak şirketler açısından İlk Halka Arzın alternatifi olarak kullanılmasının avantajlarını ifade ederken bazı çalışmalar ise Ters Birleşmelerin uzun dönem performanslarını, halka açık şirketten kaynaklanabilecek problemleri ve İlk Halka Arzın aksine doğrudan sermaye artışı sağlamayı örnekle göstererek Ters Birleşmelerin olumsuz yanlarını vurgulamaktadır. Ayrıca özellikle sınır ötesi Ters Birleşmelerinde yaşanan sorunlar da literatürde farklı kaynaklarda tartışılmaktadır. Bu kısımda Ters Birleşmelere dair olumlu ve olumsuz görüşleri ele alacağız.

Sjostrom (2007) ters birleşmelere eleştirel yaklaşımını belirtir. Çünkü Ters birleşmeler genellikle ilk halka arzın (IPO) ikameleri olarak gösterilse de, ilk halka arzın iki temel faydası olan büyük bir öz sermaye infüzyonu ve likidite payı sağlamazlar.

Sjostrom (2007) Ters Birleşmelerin İlk Halka Arz alternatifi olarak görülmesine karşın ters birleşmelerle ilk halka arzı karşılaştırmanın yanıltıcı olabileceğini belirtir. İlk halka arzda şirket hissedarları halka arz sonrası ellerinde bulundurdukları hisse senetlerini satıp nakde çevirebilirler. İlk halka arzda şirkete bir nakit girişi gerçekleşir, aynı şekilde şirket hisse senetlerini bir para birimi olarak alımlarında ya da başka işlemlerinde kullanabilir. Ancak ters birleşmelerde birleşme işlemleri için özel şirketin yaptığı masraflar dışında herhangi bir nakit el değişimi gerçekleşmez. Dolayısıyla ters birleşme ilk halka arz gibi doğrudan kısa sürede sermaye artışı sağlayan bir yöntem değildir. Ancak daha önce de ifade ettiğimiz gibi İlk Halka Arz gibi doğrudan sermaye artışı sağlamasa da Ters Birleşme gerçekleştiren şirketler için farklı sermaye artırma yolları mevcuttur.

Bu birleşmelerin şirketler açısından finansal sonuçlarına dair de farklı görüşler ve analizler vardır. Aydoğdu, Shektar ve Torbey (2007) ters birleşmelerin Ters Birleşme ilanı ardından ve kısa vadede şirketlere önemli gelişimler sağladığını belirtmektedirler. Ancak Sinha, Gonzalez ve Aase (2005) ise şirketler için alternatif likidasyon ve finans seçeneklerini inceledikleri çalışmalarında çoğu şirketin birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarını koruyamadıklarını ve uzun vadede de düşük performans sergilediklerini ifade ederler.

İlk Halka Arz ile karşılaştırıldığında, Ters Birleşmelerin kısa vade hisse senedi getirisinin daha yüksek olduğu ancak bunun yanında hisse senedi fiyat dalgalanmasının da yüksek olduğu, daha düşük alım-satım likiditesi sağladığı görülmektedir (Gleason, Rosenthal & Wiggins, 2005).

Gleason, Rosenthal ve Wiggins (2005) 121 ters birleşmeyi inceledikleri çalışmalarında ters birleşmeye giden halka açık şirketlerin çoğunlukla birleşme öncesi kötü performans sergileyen şirketler olduklarını ve birleşme ilanının şirketlerin hisse senetlerinde artış sağladığını bulmuşlardır. Bu şirketler için ters birleşmelerin sıkıntısındaki halk şirketlerinin hissedarlarına yatırımlarını geri kazanma yolu açabileceğini belirtirler.

Ancak bu şirketlerin birleşmeden hemen sonra, bir yıl sonra ve iki yıl sonra performanslarını piyasa değeri, aktif karlılık, sermaye karlılığı, net kar marjı, nakdin toplam varlığa ve toplam varlığın borçlara oranı yönlerinden izlediklerinde aktif karlılık oranında gelişme toplam varlıkta artış görürken diğer ölçütlerde birleşme sonrası zaman içinde kayda değer bir değişim olmadığını ya da gerileme olduğunu tespit etmişlerdir (Gleason, Rosenthal ve Wiggins, 2005, s.70).

Gleason, Jain and Rosenthal (2008) İlk Halka Arz ile Ters Birleşmeleri karşılaştırdıkları çalışmalarında Ters Birleşmelerin genelde küçük şirketler tarafından tercih edildiğini belirtmişlerdir. Bunun yanında, yaptıkları analizde Ters Birleşme işlemini gerçekleştiren şirketler kısa vadede İlk Halka Arz yöntemi ile halka açılan şirketlerden daha iyi performans sergilese de uzun vadede benzer performans sergiledikleri tespit etmişlerdir.

Arellano-Ostoa ve Brusco (2002) de İlk Halka Arz hem sermaye artışı hem halka açılmayı sağlarken Ters Birleşme yalnızca halka açılmayı sağlamasına rağmen neden bazı şirketlerin İlk Halka Arz yerine Ters Birleşmeyi tercih ettiklerini

araştırmışlardır. Pazara girmek için kotasyon koşullarını sağlayamayan firmalar Ters Birleşmeyi bu koşullardan kaçınarak halka açılmak için kullanabileceklerini ifade etmişlerdir. Ancak bu şirketler ilk giriş şartlarından kaçınırsalar da borsa kaydını devam ettirmek için ters birleşme sonrasında bu şartları sağlamalıdır. Aksi takdirde yeniden borsa kotundan çıkarılırlar. Bu da olumsuz bir imaj oluşturmaları itibarıyla şirket için daha olumsuz bir sonuç doğurabilir.

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi literatürde sıkça Ters Birleşme tercih eden şirketlerin çoğunun borsaya kote olma gerekliliklerini karşılayamayan şirketler oldukları ve Ters Birleşmeyi “arka kapıdan” halka açılma yöntemi olarak kullandıkları ifade edilmektedir. Bu iddiaları test etmek için Adjei, Cyree ve Walker (2008) 1990 ve 2008 yılları arasında Ters Birleşme tercih eden şirketlerin borsaya kote olma gerekliliklerini sağlayıp sağlamadığını araştırmışlardır. Ters Birleşme tercih eden şirketlerin yalnızca %1.4’ünün borsaya kote olma gerekliliklerini karşılamadığını bulmuşlardır. Yani Ters Birleşmeme yapan şirketlerin %98.6’sı için İlk Halka Arz seçeneği de açıktır. Bu sonuç Ters Birleşmelerin yalnızca İlk Halka Arzın koşullarını sağlayamayan şirketler tarafından tercih edildiğini söyleyen iddiaların aksi bir görünüm sunmaktadır. Ancak yine aynı çalışmada; daha küçük, genç ve birleşme öncesi kötü performans gösteren şirketlerin ters birleşmeyi tercih ettiğine dair görüşleri analizlerinde doğrulamışlardır (Adjei, Cyree ve Walker, 2008). Pollard (2016) Ters Birleşme ve İlk Halka Arz ile halka açılan firmaları finansal raporlama kalitesi açısından karşılaştırdığında Tersine Birleşme yapan şirketlerin raporlama kalitesinin daha düşük olduğunu bulmuştur. Bu da yine daha küçük ve genç şirketlerin İlk Halka Arz alternatifi olarak Ters Birleşmeyi tercih ettiğini göstermektedir.

Ters Birleşme ile halka açılan firmaların genel niteliğine dair soruşturma önemlidir. Çünkü eğer sadece düşük profil ya da kötü performans gösteren şirketler Ters Birleşmeyi tercih ediyorsa bu Ters Birleşmenin şirket için kötü bir itibara neden olacağı ya da “limon problemi” ile karşılaşarak zamanla piyasadan yok olacağı anlamına gelebilir⁴.

Arellano-Ostoa ve Brusco (2002) Ters Birleşme ve İlk Halka Arzı karşılaştırdıkları çalışmalarında Ters Birleşmelerin daha çok düşük profil şirketler tarafından tercih edildiğini ifade etmişlerdir. Bunun nedeni olarak halihazırda yatırım projesi olan şirketler İlk Halka Arz ile doğrudan hisse senedi ihracına başlarken Ters Birleşme yapan şirketlerin genelde önce pazara girip uygun bir yatırım projesine dair belirsizlik çözülene kadar hisse senedi ihracına başlamamasını gösterirler. 1990 ve 2000 arasındaki İlk Halka Arz ve Ters Birleşmeleri dahil ettikleri örneklemelerinde Ters Birleşme yapan şirketlerin yalnızca %15’inin hisse senedi ihracına başladıklarını belirtmişlerdir.

Ancak bu durum aynı zamanda Ters Birleşmenin avantajına olarak da görülebilir. Çünkü şirketin pazara girdikten sonra gelecekteki karlı yatırım projelerine dair belirsizliklerin çözülmesini bekleme şansı vardır. Bu da daha küçük şirketler için

⁴ Limon problemi (lemons problem) bir ürünün alıcısı ve satıcı arasındaki bilgi asimetrisinin ortaya çıkardığı sorunlara dair ekonomist George A. Akerlof’un 1970 yılında “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms” makalesinde ortaya attığı bir kavramdır. Alıcının ürünün niteliği hakkındaki bilgisinin düşük olması onu ürüne yüksek fiyatla kelepir fiyat ortalaması bir değer biçmesine neden olur. Bu durum; ürünün niteliği düşükse alıcıyı dezavantajlı duruma koyarken, ürünün niteliği yüksekse satıcının ürününün değerinin altında fiyatlanması anlamına gelir. Ters Birleşme bağlamında burada ifade ettiğimiz durum ise Ters Birleşme yapan şirketlerin niteliğine dair piyasadaki muhtemel olumsuz imajın, Ters Birleşmelerdeki yüksek bilgi asimetrisi göz önüne alındığında, yüksek kalite şirketler için değerinin altında işlem görmesiyle sonuçlanabileceğine dairdir.

avantajlı olabilir. Bu konuda yapılan bir çalışmada Song, Kim ve Chang (2014) Kore'deki Ters Birleşme ve İlk Halka Arz işlemi gerçekleştiren şirketleri risk sermayesi (venture capital)⁵ kullanıp kullanmamaları açısından incelemişlerdir. Kore'deki şirketleri dahil ettikleri örneklemelerinde ABD'de yapılan çalışmaların sonuçlarına benzer olarak daha genç ve bilgi asimetrisi yüksek şirketlerin Ters Birleşmeyi tercih ettiğini görmüşlerdir. Ayrıca bu Ters Birleşme yapan şirketlerin çoğu risk sermayesi kullandığını da tespit etmişlerdir. Risk sermayedarlarının pazar koşulları iyi ve hisse senedi değerleri yüksek olduğunda halka açılarak kamu sermayesi kullandığı, olumsuz pazar koşullarında ve hisse senedi değerleri düşük olduğunda ise özel sermayeye öncelik verdikleri düşünülürse (Lerner, 1994) Ters Birleşme tercihinin risk sermayedarları için pazar koşullarını gözetenek iyi bir zamanlamayla yatırımdan çıkış yolu sağladığını ileri sürmüşlerdir.

Her ne kadar literatürde Ters Birleşmelerin daha çok genç ve küçük boyut şirketler tarafından tercih edildiği sıklıkça ifade edilse de bu durumun tersi örnekler de mevcuttur. 2018 yılı sonunda gerçekleşen Dell ve VMware Ters Birleşmesi büyük bir şirketin halka açılmak için Ters Birleşme yolunu seçmesine örnek olarak gösterilebilir. Dell 2016 yılında EMC şirketini satın almış, bu işlem sırasında EMC'nin yan kuruluşu halka açık bir şirket olan VMware (DVMT)'nin de hisselerinin %81'i ele geçirmiştir. 2018 yılında Dell VMware'in hisselerinin geri kalanını satın almak

⁵ Risk sermayesi (venture capital) gelişme potansiyeli yüksek görünen, genç, küçük ve orta çaplı şirketlere yapılan yatırımlardır. Genellikle büyük yatırımcılar tarafından yapılan yüksek riskli ama yüksek getiri potansiyeli olan bir yatırım çeşididir. Risk sermayesi KOBİ tarzı işletmelerin gelişimi, dinamik ve yaratıcı ancak fikirlerini gerçekleştirmek için finansal imkanları olmayan girişimciler için büyük önem taşır. 1980lerden itibaren ABD başta çeşitli ülkelerde uygulanan bir finansal model olan risk sermayesinin ülkemizde de daha çok yaygınlaşmasının gerekliliği bu alanda yapılan çalışmalarda ifade edilmiştir (Akgönül & Altay, 2001; Günay & Başalp, 2011; Sermaye Piyasaları Kurumu, Tanıtım Rehberi: "Girişim Sermayesi (Venture Capital) Nedir?")

yerine VMware ile Ters Birleşme işlemi gerçekleştirerek kendi de halka açık bir şirket haline gelmiştir. Dell yatırımcıları arasında çeşitli tartışmalara neden olsa da Dell'in bu kararı büyük bir şirketin Ters Birleşme işlemi yapmasına dair önemli bir örnek olarak kayda geçmiştir. (Indap & Fontanella-Khan, 2018)

Asquith ve Rock (2011) çalışmalarında İlk Halka Arz ilanının pazarda nasıl karşılık bulduğuna ve İlk Halka Arzdaki düşük fiyatlama fenomenine dair geliştirilen akademik teorilerin Ters Birleşmeler için geçerli olup olmadığını sorgulamışlardır.

İlk Halka Arzda ilk gün fiyat artışları genelde İlk Halka Arz işlemine dair düzenlemelere ve yüklenicilerin varlığına bağlanmaktadır. Ancak Ters Birleşmelerde böyle bir düzenleme ya da yüklenici bulunmaz. Bu Ters Birleşmelerin daha hızlı ve daha düşük maliyetli olmasını sağlarken bir yandan da Ters Birleşme gerçekleştiren şirketin yatırım için güvenirliliğini belirsiz bir halde bırakır.

Ancak yine de Ters Birleşme ilanı ve İlk Halka Arz ilanının ilan sonrası ilk gün ve sonraki üç günde ihaleye giren firmalar için benzer miktarlarda fazla getiri (excess return) sağladığı görülmektedir. Asquith ve Rock (2011) kendi örneklemelerinde ilan gününde gerçekleşen artışı yaklaşık %20 olarak belirtmişlerdir. Gleason, Rosenthal ve Wiggins (2004) makalesinde ise bu ilan sonrası üç günlük ortalama artış %25.1 olarak tespit edilmiştir. Aydoğdu, Shektar ve Torbey (2007) de kendi örneklemelerinde Ters Birleşme ilanının kabuk şirketin hisse senedi fiyatlarına etkisinin ilan gününde itibaren üç gün içindeki ortalama %23.1 olduğunu belirtmişlerdir. Bu oranlar İlk Halka Arzın sağladığı artışlarla benzerdir (Loughran & Ritter, 2004).

Hisse senetlerinin fiyatlarındaki bu artış İlk Halka Arzda olduğu gibi Ters Birleşmelerde de likidite artışı ile açıklanabilir. Ters Birleşmeler ticaret hacminde artışa yol açar ve piyasanın yüksek likiditeye tepkisi ise hisse senedi fiyatlarının artışı yönünde olur. Burada piyasanın “yeni” firmaları nasıl karşıladığı da önemli bir faktördür. Eğer piyasa yeni firmalara olumlu bakıyorsa İlk Halka Arzdaki yüklenicinin yatırımcılar için yaptığı reklamlar ve teşviklerden bağımsız olarak hem İlk Halka Arza hem de Ters Birleşmeye olumlu bir tepki gelecektir (Asquith & Rock, 2011).

Aynı zamanda İlk Halka Arzda gerçekleşen düşük fiyatlamamanın (underpricing)⁶ Ters Birleşmelerde gerçekleşmediği görülmektedir. İlk Halka Arzda hedef halka açılmanın ötesinde fon sağlamak ve sermaye artırmak olduğu için yatırımcıların dikkatini çekmek ve yeni şirket için risk almalarını sağlamak amacıyla düşük fiyatlandırma yapılabilmektedir. Bu bazen yüklenicinin pazardaki talebi yanlış hesaplamasıyla da gerçekleşebilir. Ancak Ters Birleşmelerde amaç doğrudan sermaye artırmak olmadığı ve işleme bir yüklenici dahil olmadığı için İlk Halka Arzdaki düşük fiyatlandırma fenomeni Ters Birleşmeler için geçerli değildir (Asquith ve Rock, 2011).

Ters Birleşmelere dair tüm bu olumlu ve olumsuz görüşlerden sonra son olarak Ters Birleşmeleri yatırımcıların açısından değerlendiren bir çalışmaya yer vermenin

⁶ İlk Halka Arzda düşük fiyatlanma durumu İlk Halka Arz işleminin getirilerinin hesaplanmasının zorluğundan dolayı halka yeni açılan şirketlerin hisselerinin daha düşük fiyatla işlem görmesi ya da şirketlerin kendilerinin İlk Halka Arzı düşük fiyattan yapması olarak ifade edilmektedir (Pamukçu & Öztürk, 2018). Bu durum, ilk defa halka arz edilen hisselerin yatırımcısına kısa vadede yüksek getiri sağlamasına neden olurken, şirket için hisselerinin değerinin altında fiyatlanması anlamına gelir. İlk Halka Arz’daki düşük fiyatlanma olgusunu Türkiye piyasasında ve yabancı piyasalarda farklı yönleriyle inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır (Kahraman, 2016)

anlamalı olabileceğini düşünüyorum. Ters Birleşmeleri özel şirket ve halka açık şirket yönünden inceledik. Ancak yatırımcılar açısından tablonun nasıl olduğunu incelemek de önemlidir. Floros & Sapp (2011) çalışmaları “Shell Games: On the Value of Shell Companies”te halka açık kabuk şirketlerini analiz etmişler ve halka açık kabuk şirketlere yatırım yapmanın avantajlarını ve risklerini değerlendirmişlerdir. Daha önce de belirttiğimiz gibi halka açık kabuk şirketleri bir faaliyetleri durmuş, yalnızca nominal işlemleri gerçekleştiren halka açık şirketlerdir. Bu şirketlerin ana amacı birleşecek bir özel şirket bulmaktır. Halka açık kabuk şirketlerin hisse senedi değerleri zamanla düşme eğilimindedir ve bu şirketlere yatırım yapmak risklidir. Hisse senedi değerlerini korumak/artırmak için kabuk şirketin Ters Birleşme için uygun bir şirket bulması gerekir. 2006 ile 2008 arasındaki 585 halka açık kabuk şirketi inceledikleri çalışmalarında kabuk şirketlerin yaklaşık yarısının Ters Birleşme işlemi gerçekleştirebildiğini tespit etmişlerdir. Buna karşın, Ters Birleşme işlemi gerçekleştirebilen şirketlerin yatırımcılarına birleşme sonrası üç aylık %48.1’lik bir getiri sağladığını da analizlerinde bulmuşlardır. Son değerlendirmede halka açık kabuk şirkete yatırım yapmak belli riskler içerse de, eğer şirketin Ters Birleşme gerçekleştirecek bir özel şirket bulma ihtimali yüksek görünüyorsa, birleşme sonrası getirinin alınan riski dengeleyecek yükseklikte olduğunu belirtmişlerdir.

BÖLÜM 3

TERS BİRLEŞME ÖRNEĞİ

Şirket birleşmelerinin özel bir çeşidi olan Ters Birleşmenin; halka açık olmayan bir şirketin halka açılmak için halka açık bir şirketle birleşme yolunu tercih etmesi ile tanımlanabileceği önceki bölümlerde belirtilmiştir. Bu vesile ile halka açık olmayan bir şirketin halka açık bir şirket tarafından satın alınmasını sağlayıp halka açık şirketin bir kolu olarak kendisi de halka açabileceğini önceki bölümlerde detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

Bu bölümde ise Ters Birleşme yöntemini kurgusal bir örnek ile açıklanmaya çalışılacaktır. Bu örnekte aynı sektörde faaliyet gösteren A ve B Anonim Şirketlerinden devralan A Anonim Şirketi (A A.Ş.) payları halka arz edilmemiş bir özel şirkettir. Devralınan (kabuk) B Anonim Şirketi (B A.Ş.) ise payları borsaya kote edilmiş bir halka açık anonim şirketi temsil eder.

Birleşme (satın alma) işleminin 31.12.20XX tarihinde yapılacağı kabul edilmiştir. Bu durumda her iki şirketin de devir öncesi finansal durum tablolarını incelemek gerekmektedir.

3.1 DEVRALAN A A.Ş.’nin 31.12.20XX TARİHLİ FİNANSAL DURUM TABLOSU

Örneğimizde devralan A Anonim Şirketi, güçlü bilanço yapısı ve şirket varlıkları ile öne çıkmaktadır. Stokların gelire dönüşme kapasitesi yüksek, varlıklarının finansmanı ve ödeme gücü itibari ile sürdürülebilir bir şirket profili sergilemektedir.

A. A.Ş.	31.12.20XX		31.12.20XX
VARLIKLAR		KAYNAKLAR	
Dönen Varlıklar	810.000.000	Kısa Vadeli Yükümlülükler	210.000.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	300.000.000	Kısa Vadeli Borçlanmalar	100.000.000
Ticari Alacaklar	150.000.000	Ticari Borçlar	60.000.000
Diğer Alacaklar	10.000.000	Ertelenmiş Gelirler	50.000.000
Stoklar	250.000.000		
Peşin Ödenmiş Giderler	50.000.000	Uzun Vadeli Yükümlülükler	200.000.000
Diğer Dönen Varlıklar	50.000.000	Ertelenmiş Gelirler	100.000.000
		Uzun Vadeli Karşılıklar	50.000.000
Duran Varlıklar	90.000.000	Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	50.000.000
Diğer Alacaklar	5.000.000		
Maddi Duran Varlıklar	50.000.000	ÖZKAYNAKLAR	490.000.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.000.000	Ödenmiş Sermaye	250.000.000
Diğer Duran Varlıklar	25.000.000	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.000.000
		Geçmiş Yıllar Karları	130.000.000
		Net Dönem Karı	100.000.000
TOPLAM VARLIKLAR	900.000.000	TOPLAM KAYNAKLAR	900.000.000

Tablo-7: A. A.Ş. Birleşme Öncesi Bilançosu

A A.Ş., payları borsa kotunda bulunmayan bir tam özel şirkettir. Şirket bir büyüme stratejisi olarak Ters Birleşmeyi hedeflemekte ve bunun için fiili dolaşımdaki pay oranı yüksek olan bir kabuk şirketin hisselerini satın almayı hedeflemektedir.

3.2 DEVRALINAN (KABUK) B A.Ş.’nin 31.12.20XX TARİHLİ FİNANSAL DURUM TABLOSU

Ters Birleşmenin gerçekleşmesi için seçilen, devralınan (kabuk) şirket ise B Anonim Şirketi’dir. Ödenmiş/Çıkarılmış sermayesi 150.000.000 TL olan şirketin fiili dolaşımdaki pay tutarı 148.500.000 TL (%99)’dir. Şirket A A.Ş. ile aynı iş kolunda faaliyetlerini sürdürmektedir.

B. A.Ş.	31.12.20XX		31.12.20XX
VARLIKLAR		KAYNAKLAR	
Dönen Varlıklar	180.200.000	Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.300.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	100.000	Kısa Vadeli Borçlanmalar	5.000.000
Ticari Alacaklar	150.000.000	Ticari Borçlar	7.000.000
Diğer Alacaklar	10.000.000	Ertelenmiş Gelirler	300.000
Stoklar	20.000.000		
Peşin Ödenmiş Giderler	90.000	Uzun Vadeli Yükümlülükler	153.000.000
Diğer Dönen Varlıklar	10.000	Ertelenmiş Gelirler	100.000.000
		Uzun Vadeli Karşılıklar	50.000.000
Duran Varlıklar	19.800.000	Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.000.000
Diğer Alacaklar	1.000.000		
Maddi Duran Varlıklar	1.000.000	ÖZKAYNAKLAR	34.700.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.800.000	Ödenmiş Sermaye	150.000.000
Diğer Duran Varlıklar	8.000.000	Hisse Senedi İhraç Primleri	25.000.000
		Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler ⁷	35.000.000
		Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	250.000
		Geçmiş Yıllar Zararları	(150.000.000)
		Net Dönem Zararı	(25.550.000)
TOPLAM VARLIKLAR	200.000.000	TOPLAM KAYNAKLAR	200.000.000

Tablo-8: B. A.Ş. Birleşme Öncesi Bilançosu

⁷ B Anonim Şirketi – Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler: Hesaba ait değerlerin tamamı, şirketin sahip olduğu bir markanın değerlemesinden kaynaklanmaktadır.

Kotasyon tarihi günümüzden yaklaşık 20 yıl önceye dayanan şirket zayıf bilanço yapısı, yükümlülüklerini karşılamakta yaşanması muhtemel sorunlar ve üst üste açıklamış olduğu zararlar sebebi ile birleşme için uygun bir kabuk şirket olduğu değerlendirilmektedir. B Anonim Şirketi yöneticileri şirket alacaklarının büyük bir kısmının tahsilinin imkânsızlığı ve gelir yaratma potansiyelinin noksanlığı sebebi ile ciddi bir finansman sıkıntısı ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Birleşme öncesi yapılan son değerlendirmede ise devralınan şirketin piyasa değerinin 34 Milyon TL olduğu saptanmıştır. Fiili dolaşımda olan hisse senetlerinin tamamı bu bedel ile elde edilebilir durumdadır. Dolaşımdaki payların nominal değerinin 148,5 Milyon TL olduğu bu durumda payların piyasa değeri ile nominal değeri arasında 114.5 Milyon TL'lik negatif bir fark mevcuttur.

3.3 BİRLEŞME İŞLEMİNE AİT KAYITLAR VE BİLANÇO

A Anonim Şirketi, 31.12.20XX tarihinde B Anonim Şirketi'nin dolaşımdaki payların tamamını almayı kararlaştırmıştır. Banka aracılığı ile yapılacak olan bu işlem neticesinde herhangi bir komisyon giderinin oluşmadığı varsayılmaktadır. Devralan A A.Ş.'nin alıma dair gerçekleştirmesi gereken kayıt aşağıdaki gibidir:

245- Bağı Ortaklıklar	34.000.000	
102- Bankalar		34.000.000

Yatırımcı (devralan) A A.Ş.’nin kontrol gücünün olduğu, yatırımın (B A.Ş.) bağlı ortaklık haline geldiği bu durumda birleşme sonrası şirket bilançoları aşağıdaki gibi olacaktır. İlgili yatırım Duran Varlıklar bölümü altında bulunan “Finansal Yatırımlar” bilanço hesabında görülmektedir. Alınmış olan pay senetleri bu hesabın içerisinde muhasebeleştirilmektedir. Örnekte ödemenin banka marifeti ile yapılması sebebi ile de aynı tutar bankalar hesabına alacak kaydedilerek hesaptan düşüm sağlanacaktır.

	31.12.20XX		31.12.20XX
A. A.Ş. Birleşme Sonrası			
VARLIKLAR		KAYNAKLAR	
Dönen Varlıklar	776.000.000	Kısa Vadeli Yükümlülükler	210.000.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	266.000.000 ⁸	Kısa Vadeli Borçlanmalar	100.000.000
Ticari Alacaklar	150.000.000	Ticari Borçlar	60.000.000
Diğer Alacaklar	10.000.000	Ertelenmiş Gelirler	50.000.000
Stoklar	250.000.000		
Peşin Ödenmiş Giderler	50.000.000	Uzun Vadeli Yükümlülükler	200.000.000
Diğer Dönen Varlıklar	50.000.000	Ertelenmiş Gelirler	100.000.000
		Uzun Vadeli Karşılıklar	50.000.000
Duran Varlıklar	124.000.000	Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	50.000.000
Finansal Yatırımlar	34.000.000 ⁹		
Diğer Alacaklar	5.000.000	ÖZKAYNAKLAR	490.000.000
Maddi Duran Varlıklar	50.000.000	Ödenmiş Sermaye	250.000.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.000.000	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.000.000
Diğer Duran Varlıklar	25.000.000	Geçmiş Yıllar Karları	130.000.000
		Net Dönem Karı	100.000.000
TOPLAM VARLIKLAR	900.000.000	TOPLAM KAYNAKLAR	900.000.000

Tablo-9: A. A.Ş. Birleşme Sonrası Bilançosu

⁸ Bankalar hesabından B A.Ş.’nin hisse senetlerinin alımı için yapılan ödeme neticesinde hesap 34.000.000 TL alacaklandırılmıştır

⁹ B A.Ş.’nin hisselerinin %99’unun uzun vadeli yatırım maksadı ile alınması neticesinde ilgili tutar Duran Varlıklar başlığı altında bulunan Bağlı Ortaklıklar hesabında izlenecektir. Hesap bilançoya Finansal Yatırımlar hesabı ile taşınır.

Ertelenmiş vergi kaleminde şirket, vergiye esas yasal finansal tabloları ile TMS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları arasındaki farklılıklardan kaynaklanan geçici zamanlama farkları için ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülüğü muhasebeleştirmektedir. Söz konusu farklılıklar genellikle bazı gelir ve gider kalemlerinin vergiye esas finansal tablolar ile TMS'ye göre hazırlanan finansal tablolarda farklı dönemlerde yer almasından kaynaklanmakta olup, söz konusu farklar bu hesap altında takip edilmektedir. Konsolidasyon sırasında ertelenmiş vergi varlıkları yeniden ayrıştırılacak ve ana ortaklığın vergi varlığını bir sene kullanması ile borçtan yararlanması, masrafsız bir finansal olanak olarak kullanması hedeflenecektir.

Birleşmenin (satın almanın) tamamlanmasından sonra ilgili şirketlerin pay defterlerinde ortaklık paylarını gösterir tablo güncellenir ve genel kurul üyelerinin imzası altına alınır. Sermaye Piyasası Kurulu'na ve ilgili Ticaret Sicili'ne yapılan bildirimin akabinde pay devirleri tasdiklenmiş olur.

Uzun vadeli yatırım amacı ile alınan hisse senetleri maliyet esasına göre muhasebeleştirilir. İlgili payların oy nisaplarına dair bilgi ise finansal tabloların dipnotlarında açıklanır. TFRS Taksonomileri esas alındığında ilgili yatırımın açıklamaları Finansal Tablo Dipnotları - 3 başlığı altında bulunmaktadır. Devralan A.A.Ş.'nin başka bir finansal yatırımının olmadığı durumda ilgili açıklama şu şekildedir.

	Ana Faaliyeti	Kuruluş ve Faaliyet Yeri	Şirket'in sermayedeki pay oranı ve oy kullanma hakkı oranı (%)		Tutar	
			31.12.20XX	31.12.20XY ¹⁰	31.12.20XX	31.12.20XY
B. Anonim Şirketi	A A.Ş. İle Aynıdır	Türkiye	99	-	34.000.000	-
Toplam					34.000.000	-

Tablo-10: A. A.Ş. Birleşme Sonrası Finansal Yatırımlar Tablosu

Birleşme sonrası dönemde kontrolü sağlanan halka açık B Anonim Şirketinin önemli bir finansal etki yaratması durumunda ana ortaklık olan A A.Ş. ile finansal tabloları konsolide edilmelidir. Önemli finansal etkinin başlangıcına kadar ise ilgili yatırım konsolide edilmeksizin, maliyet ile değerlendirilir.

Bu örnekte devralınan şirket üzerinde önemli bir finansal etkinin başlayacağı öngörülmemektedir. Kabuk şirket faaliyetleri ile değil, paylarının sermaye piyasalarında dolaşım kabiliyeti ile tercih edilmiştir. Bu sebeple devralan ortaklığın finansal bir araç olarak kabuk şirketin hukuki durumunu kullanmaya başlaması konsolidasyon için uygun önemlilikte bir olay olarak değerlendirilebilecektir.

Halka açık kabul şirketin pay devirleri ile ilgili işlemin yapıldığı borsa dahilinde herhangi bir engellenmenin yaşanmadığının varsayıldığı bu örnekte günümüz koşullarında, birleşen şirketlerin aynı iş kolunda faaliyet göstermeleri sebebi ile Rekabet Kurulu'ndan alınması gereken izinin de alındığı kabul edilmiştir.

¹⁰ 20XY: 20XX yılının bir önceki yılıdır.

SONUÇ

Ters Birleşmenin ne olduğunu, hangi amaçlarla yapıldığını, nasıl gerçekleştiğini, avantajlı ve dezavantajlı taraflarını ve Ters Birleşmeler hakkındaki olumlu ve olumsuz görüşleri literatürdeki kaynaklar ışığında inceledik. Her ne kadar literatürde Ters Birleşmeleri daha küçük ve düşük profil şirketlerin tercih ettiği ifade edilse ve Ters Birleşme yapan şirketlerin uzun vade performansları hakkında çeşitli görüşler bulunsu da Ters Birleşmelerin halka açılmak isteyen şirketler için hızlı ve düşük maliyetli oluşuyla özellikle İlk Halka Arzın koşullarını sağlayamayan ya da İlk Halka Arzın maliyetlerine katlanmadan kamu sermayesinden faydalanmak isteyen genç şirketler için iyi bir alternatif olduğunu ifade edebiliriz. Ayrıca küçük, genç fakat yüksek teknolojiye sahip şirketlerin ekonomide payı arttığı düşünülürse Ters Birleşmelerin bu şirketlere fon sağlama aracı olarak kullanılabileceğini de söyleyebiliriz.

1980 ve 2000 yılları arasında senelik ortalama 310 İlk Halka Arz gerçekleşirken bu sayı 2001 ve 2012 arasında 99'a kadar düşmüştür (Gao, Ritter ve Zhu, 2013). Bu durum Ters Birleşmelerin gittikçe daha fazla İlk Halka Arz Alternatifi olarak görülmeye başlandığını göstermektedir. Burada ifade etmemiz gereken önemli bir husus atıfta bulunduğumuz çalışmaların çoğunun ABD piyasasından örneklerin analizlerinden oluşuyor olmasıdır. Sınırlı sayıda ise Avrupa ve Asya'dan Ters Birleşme örneklerini içeren çalışmalar vardır.

T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın Eylül 2021 verilerine göre ülkemizde 89 Teknoloji Geliştirme Bölgesi'nde 7.000 adet şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin %46,4'lük payı ile büyük bir kısmı bilgisayar programlama faaliyet göstermektedir. Toplam satış hacimleri 134,8 Milyar TL olan bu şirketlerin yalnızca 339 adedi doğrudan yabancı veya yabancı yatırım alabilmiş şirketlerdir. Yine ülkemizde faaliyette olan 1.225 Ar-Ge Merkezinden yalnızca 204 tanesi yabancı veya yabancı yatırıma sahip firmalara aittir. Faaliyette olan 346 Tasarım Merkezinden ise 33 tanesi yabancı veya yabancı yatırımı olan firmaya aittir (T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Ekim 2021, <https://sanayi.gov.tr/istatistikler/istatistiki-bilgiler>).

Uluslararası doğrudan yatırımlar incelendiğinde 2002-2021/Temmuz dönemi için hizmetler sektörüne toplam 105,9 Milyon ABD Doları yatırım yapılmış ve telekomünikasyon yatırımları, finans ve sigorta yatırımlarından sonra 15,1 Milyon dolar ile ikinci sırada yer almıştır. Aynı dönemde imalat sektörünün tamamı 41.2 Milyon dolar uluslararası doğrudan yatırım alırken bu sektörün alt alanı olan bilgisayar-elektronik ve optik ürünler 4.2 Milyon dolar ile %2,5 bir payda sınırlı kalmıştır.

Yurtiçi yatırım, teşvik ve destekler ile sayıları günden güne artan ve yüksek teknoloji ürünleri ortaya koymayı hedefleyen günümüz Teknopark şirketleri için Ters Birleşme ile sermaye piyasalarına açılmak, alternatif bir finansman yöntemi olarak kullanılabilir. Yine bu şirketlerin kuruluş mantıklarında bulunan esneklik ve çeviklik ile uyumlu olan yöntemin gün geçtikçe sermaye piyasalarımızda daha çok örneği olacağı değerlendirilmektedir.

İlerleyen zamanda Teknoloji Geliştirme Bölgelerinin yeni girişimlerinden (start-up), ana ortaklığın bağlılıkları veya piyasa koşulları sebebi ile ilk halka arzın etkin olmadığı köklü şirketlere kadar geniş bir yelpaze içerisinde Ters Birleşmeden ve Ters Birleşmenin alternatif finansman seçeneklerinden sıklıkla bahsediyor olacağız. Burada yeni girişimlerimizin yalnızca sermaye sağlama amacıyla değil ayrıca gerek teknoloji transferi gerek alternatif pazarlara erişim gerekse markalaşma yolunda önemli avantajlar sağlamak amacıyla bu birleşme yönteminden yararlanmaları mümkün görünmektedir.

Ters Birleşmelerin piyasa koşulları ve düzenlemeleri içinde nasıl yer bulacağını, yatırımcılar tarafından nasıl karşılanacağını zaman gösterecektir. Uzak olmayan bir gelecekte hem yabancı yatırımcıların tercihleri hem de yerli yatırımcıların ve büyüme stratejisi benimsemiş olan şirketlerimizin yaklaşımları gelişmekte olan sermaye piyasalarımızda bu yöntem ile daha sık karşılaşmamızı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Adjei, F., Cyree, K. B., & Walker, M. M. (2008). The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs. *Journal of Economics and Finance*, 32(2), 176-194.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The post- merger performance of acquiring firms: a re- examination of an anomaly. *The Journal of finance*, 47(4), 1605-1621.
- Akgönül, H., & Altay, B. (2001). Risk Sermayesi (Venture Capital). *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(1), 455-480.
- Akçin, O., & Şen, İ. K. (2018). UFRS 3 İşletme Birleşmeleri Standardı Kapsamında Ters İşletme Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi. *Business and Economics Research Journal*, 9(1), 213-234.
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F., & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), 663-688.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 605-617.
- Appadu, N., Faelten, A., & Levis, M. (2014). Reverse Takeovers: The Other Side of the Poor Man's IPO. *Cass Business School City University London*, 1-33.
- Appelbaum, E. (1982). The estimation of the degree of oligopoly power. *Journal of Econometrics*, 19(2-3), 287-299.
- Applegate, J. (2000). Tale of a reverse merger. *CNNMoney*. https://money.cnn.com/2000/10/25/cashflow/q_jane_col/
- Arellano Ostoa, A., & Brusco, S. (2002). Understanding reverse mergers: a first approach.
- Asquith, P., & Rock, K. F. (2011). A test of IPO theories using reverse mergers. Available at SSRN 1737742.
- Ataman, G. (2000). İşletme Yönetimi: Temel Kavramlar. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Aydogdu, M., Shekhar, C., & Torbey, V. (2007). Shell companies as IPO alternatives: an analysis of trading activity around reverse mergers. *Applied Financial Economics*, 17(16), 1335-1347.

- Barzuza, M. (2012). Market segmentation: The rise of Nevada as a liability-free jurisdiction. *Va. L. Rev.*, 98, 935.
- Bayar, O., Liu, Y., & Mao, J. (2021). How reverse merger firms raise capital in PIPEs: search costs and placement agent reputation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 56(1), 143-184.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*, 37(1), 39-65.
- Brannigan, M. (1997). ValuJet, AirWays to Merge In \$66.5 Million Stock Swap, *The Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/SB868539180337749500>
- Brau, J. C., Francis, B., & Kohers, N. (2003). The choice of IPO versus takeover: Empirical evidence. *The Journal of Business*, 76(4), 583-612.
- Brealey, R. A. (2007). Stewart C. Myers a Alan J. Marcus. *Fundamentals of corporate finance*.
- Brown, P. R., Ferguson, A., & Lam, P. (2010). What's in a shell? Analysing the gain to shareholders from reverse takeovers (November 30, 2010).
- Browning, L. (2009). Critics Call Delaware a Tax Haven. *The New York Times*. , <https://www.nytimes.com/2009/05/30/business/30delaware.html>
- Cakici, N., Hessel, C., & Tandon, K. (1996). Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms. *Journal of Banking & Finance*, 20(2), 307-329.
- Carpentier, C., & Suret, J. M. (2008). The economic effects of low listing requirements: An analysis of reverse merger listings. Working Paper.
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *The review of financial studies*, 12(2), 249-279.
- Chen, H. C., & Ritter, J. R. (2000). The seven percent solution. *The journal of finance*, 55(3), 1105-1131.
- Clark, D. (2008). A study of the relationship between firm age-at-IPO and aftermarket stock performance.

- Cornett, M. M., Tanyeri, B., & Tehranian, H. (2011). The effect of merger anticipation on bidder and target firm announcement period returns. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 595-611.
- Daines, R. (2001). Does Delaware law improve firm value?. *Journal of Financial Economics*, 62(3), 525-558.
- Damodaran, A. (2005). The value of synergy. Available at SSRN 841486.
- Dasilas, A., Grose, C., & Talias, M. A. (2017). Investigating the valuation effects of reverse takeovers: evidence from Europe. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(4), 973-1004.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta- analysis. *Strategic management journal*, 13(1), 67-84.
- Dağlı, H., & Ayaydin, H. (2012). Şirket Ele Geçirme Taktiklerinin Değerlendirilmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (56), 1-16.
- Dodd, P. (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of financial economics*, 8(2), 105-137.
- Elgers, P. T., & Clark, J. J. (1980). Merger types and shareholder returns: Additional evidence. *Financial management*, 66-72.
- Eyceyurt Batır, T., & Serçemeli, M. (2013). Şirket birleşme ve satın almalarının hisse senedi fiyatına etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(1), 159-176.
- Fan, J. P., & Goyal, V. K. (2006). On the patterns and wealth effects of vertical mergers. *The Journal of Business*, 79(2), 877-902.
- Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of financial Economics*, 74(3), 423-460.
- Feldman, D. N. (2010). Reverse mergers: And other alternatives to traditional IPOs (Vol. 50). John Wiley & Sons.
- Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2021). Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Lifecycles, and Value. *Academy of Management Review*, (ja).
- Fletcher, L. (2007). Hedge fund GLG eyes U.S. listing with reverse deal. Reuters. <https://www.reuters.com/article/glg-freedom-idUKNOA54036120070625>

- Floros, I. V., & Sapp, T. R. (2011). Shell games: On the value of shell companies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 850-867.
- Floros, I. V., & Shastri, K. (2009). A comparison of penny stock initial public offerings and reverse mergers as alternative mechanisms to going public. Available at SSRN 1460979.
- Franks, J., Harris, R., & Titman, S. (1991). The postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial economics*, 29(1), 81-96.
- Gao, X., Ritter, J. R., & Zhu, Z. (2013). Where have all the IPOs gone?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1663-1692.
- Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.
- Gilson, R. J., Scholes, M. S., & Wolfson, M. A. (1988). Taxation and the dynamics of corporate control: The uncertain case for tax-motivated acquisitions. *Knights, raiders, and targets: The impact of the hostile takeover*, 271, 271-299.
- Gleason, K. C., Jain, R., & Rosenthal, L. (2006). Alternatives for going public: evidence from reverse takeovers, self-underwritten IPOs, and traditional IPOs. *Self-Underwritten Ipos, and Traditional Ipos* (March 15, 2006).
- Gleason, K. C., Rosenthal, L., & Wiggins III, R. A. (2005). Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 54-79.
- Gönüllü, O. (2018). Birleşme ve devralma işlemlerinin yarattığı paydaş değeri üzerinde etkili olan faktörler: borsa istanbul üzerine bir uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 14(1), 233-256.
- Günay, S. G., & Başalp, A. (2011). Girişimciler, melek yatırımcılar ve risk sermayesi firmaları arasında kurulacak bir ağ, bu ağın yapısı ve önemi. *Business and Economics Research Journal*, 2(2), 153-164.
- Harford, J. (2005). What drives merger waves?. *Journal of financial economics*, 77(3), 529-560.
- Hekimoğlu, M. H., & Tanyeri, B. (2011). Türk şirket birleşmelerinin satın alınan şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(308), 53-70.

- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms. *British Journal of Management*, 9(2), 91-114.
- Huang, R., Shangguan, Z., & Zhang, D. (2008). The networking function of investment banks: Evidence from private investments in public equity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 738-752.
- Ignatyeva, E., Rauch, C., & Wahrenburg, M. (2013). Analyzing European SPACs. *The Journal of Private Equity*, 17(1), 64-79.
- Indap, S. & Fontanella-Khan (2018). Dell: the tricky maths of reverse merger. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/4f127b34-f7b2-11e8-8b7c-6fa24bd5409c>
- Institute For Mergers, Acquisitions and Alliance. (2021) <https://imaa-institute.org/project/johnson-johnson/>
- James, T. L. (2007). Use of Reverse Mergers to Bypass IPOs: A New Trend for Nanotech Companies. *Nanotech. L. & Bus.*, 4, 95.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1-4), 5-50.
- Kahraman, İ. K. (2016). İlk halka arzda düşük fiyatlama olgusu ve Borsa İstanbul'da düşük fiyatlamının belirleyicileri (Master's thesis, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).
- Kapner, S. (2007). This IPO is a blank check. *Fortune Magazine*. https://money.cnn.com/2007/10/04/news/companies/blank_check.fortune/index.htm
- Karim, S., & Mitchell, W. (2004). Innovating through acquisition and internal development: A quarter-century of boundary evolution at Johnson & Johnson. *Long Range Planning*, 37(6), 525-547.
- Kim, W., & Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281-307.
- Kumar, B. R., Kumar, & Amboy. (2019). *Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions*. Springer International Publishing.
- Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of political economy*, 102(6), 1248-1280.

- Lee, C. M., Li, K. K., & Zhang, R. (2015). Shell games: The long-term performance of Chinese reverse-merger firms. *The Accounting Review*, 90(4), 1547-1589.
- Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of financial Economics*, 35(3), 293-316.
- Loughran, T., Ritter, J. R., & Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2-3), 165-199.
- Makamson, E. L. (2010). The reverse takeover: implications for strategy. *Academy of Strategic Management Journal*, 9(1), 111.
- Mall, P., & Gupta, K. (2019). Impact of Merger and Acquisition Announcements on Stock Returns and Intraday Volatility: Evidence from Indian Banking Sector. *Journal of entrepreneurship and management*, 8(3), 1.
- Markides, C., & Oyon, D. (1998). International acquisitions:: Do they create value for shareholders?. *European Management Journal*, 16(2), 125-135.
- Matsusaka, J. G. (1993). Takeover motives during the conglomerate merger wave. *The RAND Journal of Economics*, 357-379.
- McCarthy, K. J., Dolfsma, W., & Weitzel, U. (2016). The first global merger wave and the enigma of Chinese performance. *Management and Organization Review*, 12(2), 221.
- Michael Bradley, Anand Desai, and E.HanKim, "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?" *Journal of Financial Economics* 11, nos. 1-4 (April 1983): 183-206.
- Milliou, C., & Pavlou, A. (2013). Upstream mergers, downstream competition, and R&D investments. *Journal of Economics & Management Strategy*, 22(4), 787-809.
- Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.
- 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. *The journal of finance*, 60(2), 757-782.
- Ovtchinnikov, A. V. (2013). Merger waves following industry deregulation. *Journal of Corporate Finance*, 21, 51-76.

- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The journal of finance*, 53(1), 27-64.
- Pamukçu, A., & Öztürk, E. (2018). Halka arzlarda düşük fiyatlama ve borsa istanbul'a arz olma kriterleri. *İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi*, 1(2), 21-35.
- Panayides, P. M., & Gong, X. (2002). The stock market reaction to merger and acquisition announcements in liner shipping. *International journal of maritime economics*, 4(1), 55-80.
- Papadakis, V. (2007). Growth through mergers and acquisitions: how it won't be a loser's game. *Business Strategy Series*.
- Paul Asquith, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics* 11, nos.1-4 (April 1983): 51-83
- Pavkov, A. R. (2005). Ghouls and Godsend-A Critique of Reverse Merger Policy. *Berkeley Bus. LJ*, 3, 475.
- Pollard, T. (2016). Sneaking in the back door? An evaluation of reverse mergers and IPOs. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(2), 305-341.
- Poulsen, A. B., & Stegemoller, M. (2008). Moving from private to public ownership: selling out to public firms versus initial public offerings. *Financial Management*, 37(1), 81-101.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.
- Richtel, Matt & Eric Pfanner (Dec. 2, 2007). Vivendi-Activision deal to create video game empire, *The New York Times*.
<https://www.nytimes.com/2007/12/02/technology/02iht-acti03.5.8563687.html>
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216
- Scott, J. T. (1989). Purposive diversification as a motive for merger. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 35-47.
- Sermaye Piyasaları Kurumu, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi: Girişim Sermayesi (Venture Capital) Nedir?
<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206#> (Erişim Tarihi: 17.05.2021)

- Servaes, H. (1996). The value of diversification during the conglomerate merger wave. *The Journal of Finance*, 51(4), 1201-1225.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of international management*, 10(3), 307-353.
- Siegel, J. I., & Wang, Y. (2013). Cross-border reverse mergers: Causes and consequences. Harvard Business School Strategy Unit Working Paper, (12-089).
- Sinha, A., Gonzalez, W., & Aase, J. (2005). Beyond M&A and IPOs: Exploring Alternative Liquidation/Financing Options for Venture Capital Firms and Their Portfolio Companies. *The Journal of Private Equity*, 8(3), 41-55.
- Sjostrom Jr, W. K. (2007). The truth about reverse mergers. *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2, 743.
- Song, K., Kim, I., & Chang, Y. K. (2014). A reverse takeover as an exit strategy of venture capital: Korean evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29(C), 182-198.
- Spyrou, S., Tsekrekos, A., & Siougle, G. (2011). Informed trading around merger and acquisition announcements: Evidence from the UK equity and options markets. *Journal of Futures Markets*, 31(8), 703-726.
- Swaminathan, V., Murshed, F., & Hulland, J. (2008). Value creation following merger and acquisition announcements: the role of strategic emphasis alignment. *Journal of Marketing Research*, 45(1), 33-47.
- T.C. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı AR-GE Teşvikleri Genel Müdürlüğü - <https://sanayi.gov.tr/istatistikler/istatistiki-bilgiler> Erişim Tarihi: 06.10.2021)
- Thompson, A. (2017). General Electric's (GE) Generic Strategy & Intensive Growth Strategies <http://panmore.com/general-electric-ge-generic-strategy-intensive-growth-strategies>
- Titman, S., & Grinblatt, M. (2002). *Financial markets and corporate strategy*. NY: McGraw-Hill, 892p.
- Town, K., & District, L. (2008). China BAK Battery, Inc.

- Travlos, N. G., & Papaioannou, G. J. (1991). Corporate acquisitions: Method of payment effects, capital structure effects, and bidding firms stock returns. *Quarterly Journal of Business and economics*, 3-22.
- Wang, C., & Xie, F. (2009). Corporate governance transfer and synergistic gains from mergers and acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 829-858
- Wayne, L. (2012). How Delaware thrives as a corporate tax haven. *New York Times*, 30.
- Winston and Strawn (2011) 'SEC Announces Tighter Listing Standards' LLP, *Litigation and Corporate Practices*, November
- Wong, A., Cheung, K. Y., & Mun, T. (2009). The effects of merger and acquisition announcements on the security prices of bidding firms and target firms in Asia. *International journal of economics and finance*, 1(2), 274-283.
- YILGÖR, A. G. (2002). Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makro Ekonomik Etkileri. *Öneri Dergisi*, 5(18), 119-126.
- Yang, J. Y., Segara, R., & Feng, J. (2019). Stock price movements and trading behaviors around merger and acquisition announcements. *International Journal of Managerial Finance*.
- Zhang, A., & Chen, H. (2002). Horizontal mergers in a liberalizing world economy. *Pacific Economic Review*, 7(2), 359-376.
- Çelikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2010). Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 345-363.
- Çevikçelik, S. (2012). Şirket birleşmelerinin firmanın piyasa değerine etkisi: İMKB'de uygulama (Master's thesis, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü).

ÖZET

Şirketler, küreselleşen ekonomi ve artan rekabet ortamına uyum sağlamak için farklı stratejiler geliştirmektedir. Bu stratejilerin en önemlilerinden biri de şirket birleşmeleridir. Büyüme, farklı pazarlara açılma ve sinerji yaratma gibi çeşitli nedenlerle şirketler şirket birleşmelerine yönelebilmektedir. Şirket birleşme türlerinden biri olan Ters Birleşmeler halka açık bir şirketin özel bir şirket tarafından halka açılma ya da sermaye artırma amacıyla devralınmasıdır. Ters Birleşmeler TFRS 3 İşletme Birleşmeleri Standardında ayrı bir başlık altında incelenmektedir. Ters Birleşmeler halka açılmak ve kamu sermayesinden yararlanmak isteyen şirketlerin halka açık bir şirketle birleşerek İlk Halka Arz süreçlerinden geçmeden hızlı ve düşük masrafla halka açılmasını sağladığı için İlk Halka Arz alternatifi olarak kullanılmaktadır. Avrupa ve ABD’de gittikçe yaygınlaşan ve hakkında birçok çalışma yapılan Ters Birleşmeler ve Ters Birleşmelerin muhasebeleştirilmesi konularında Türkçe literatürde çok az sayıda çalışma mevcuttur. Çalışmamızda Ters Birleşmeler tercih edilme nedenleri, nasıl gerçekleştiği, olumlu olumsuz yönleri ve Ters Birleşmelerde sermaye artırma yolları gibi çeşitli yönlerden kapsamlı olarak incelenmiş ve klasik şirket birleşmelerinden farklı yönleriyle Ters Birleşmelerin muhasebeleştirilmesi ve konsolidasyon uygulamaları hipotetik bir Ters Birleşme örneği üzerinden gösterilmiştir.

ABSTRACT

Companies develop different strategies for adapting to the globalizing economy and increasing competitive business environment. One of the most important of these strategies is mergers. Companies may employ mergers for various reasons such as growth, getting into different markets and creating synergies. Reverse Mergers, one of the types of corporate mergers, is the acquisition of a public company by a private company for the purpose of going public or raising capital. Reverse Mergers are examined under a separate heading in TFRS 3 Business Combinations Standard. Reverse Mergers are used as an alternative to Initial Public Offering, as they enable companies that want to go public and benefit from public capital to go public quickly and at a low cost by merging with a publicly-traded company without going through the Initial Public Offering processes. There are very few studies in the Turkish literature on Reverse Mergers and accounting treatments for Reverse Mergers, which have become increasingly common in Europe and the USA and have been studied extensively. In our study, various aspects such as the motives for Reverse Mergers, their processes, positive and negative aspects, and tactics to increase capital in reverse mergers have been comprehensively examined, and the accounting and consolidation practices of reverse mergers with its differing aspects from classical mergers are shown through a hypothetical Reverse Merger example.