

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezi Hazırlayan:

Cenk Vasıf GÜRDAL

İSTANBUL, 2018

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME YÖNETİMİ ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(Yüksek Lisans Tezi)

Tezi Hazırlayan:

Cenk Vasıf GÜRDAL

Öğrenci No:

130703118

Danışman:

Prof. Dr. Yıldız YILMAZ GÜZEY

İSTANBUL, 2018

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Şirket Birleşme ve Satın Almaları: Türkiye Örneği**” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 21/02/2018

Cenk Vasıf GÜRDAL

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ
TEZLİ YÜKSEK LİSANS SINAV TUTANAĞI

21.02.2018

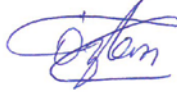
Enstitümüz *İşletme Yönetimi* Anabilim Dalı *İşletme* Programı yüksek lisans öğrencilerinden **130703118** numaralı **Cenk Vasıf GÜRDAL** "*Beykent Üniversitesi Lisansüstü Eğitim – Öğretim Yönetmeliği*"nin ilgili maddesine göre hazırlayarak, Enstitümüze teslim ettiği "*Şirket Birleşme ve Satınalmaları:Türkiye Örneği*" konulu tezini, Yönetim Kurulumuzun 23.01.2018 tarih ve 2018/04 sayılı toplantısında seçilen ve Taksim Yerleşkesinde toplanan biz jüri üyeleri huzurunda, ilgili yönetmeliğin (c) bendi gereğince (40.) dakika süre ile aday tarafından savunulmuş ve sonuçta adayın tezi hakkında ~~oyçokluğu/oybirliği ile Kabul/Red veya Düzeltme~~ kararı verilmiştir.

İşbu tutanak, 4 nüsha olarak hazırlanmış ve Enstitü Müdürlüğü'ne sunulmak üzere tarafımızdan düzenlenmiştir.


DANIŞMAN
Prof. Dr. Yıldız Yılmaz GÜZEY
(Beykent Üniversitesi)


ÜYE
Doç. Dr. Erkut ALTINDAĞ
(Beykent Üniversitesi)

ÜYE
Doç. Dr. Özlem TAŞSEVEN
(Doğuş Üniversitesi)



Adı ve Soyadı : Cenk Vasıf GÜRDAL
Danışmanı : Prof. Dr. Yıldız YILMAZ GÜZEY
Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans 2018
Alanı : İşletme
Anahtar Kelimeler : Şirket Birleşmeleri, Şirket Satın Almaları

ÖZ

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Firmalar açısından devamlılıklarını sağlayabilmek, farklılaşan ve zorlaşan rekabet şartlarına dayanabilmek ve büyüebilmek oldukça önemli bir durum haline gelmiştir. Firmaların büyüme yöntemleri arasında şirket birleşmeleri ile şirket satın almaları en çok kullanılan yöntemler haline gelmiştir. Şirket birleşmelerinin bu kadar artması bu konunun ele alınmasını gerektirmiştir.

Türkiye'nin mevcut şartlarında şirket satın alma ve birleşmelerinin hem ülke içi şirketler hem de yabancı şirketler açısından ele alınması, ekonomik şartların anlaşılması açısından önemlidir. Ayrıca çalışma Türkiye'ye dışarıdan gelen ve Türkiye'de yapılan yatırımlarının potansiyelini anlamak adına yol gösterici olmaktadır.

Araştırmada Bureau Van Dijk Şirketine ait (Zephyr) Şirket Birleşme ve Satın verileri dahilinde 1996-2011 dönemi için Türkiye'de sektörler itibariyle şirket birleşme ve satın almaları incelenmiştir. Araştırma sonucunda Türkiye'de şirket birleşme ve satın almalarında özelleştirmelerin önemli bir pay aldığı tespit edilmiştir. Özelleştirmelerin arttığı dönemlerde şirket birleşme ve satın almalarına yönelik değerler rekor seviyelere ulaşmıştır.

Name and Surname : Cenk Vasıf GÜRDAL
Thesis Advisor : Prof. Dr. Yıldız YILMAZ GÜZEY
Thesis Type and Date : Master 2018
Study Field : Business Administration
Key Words : Merger, Acquisition

ABSTRACT

MERGERS AND ACQUISITIONS: THE CASE OF TURKEY

To provide continuity in terms of companies, differentiated and challenging competitive conditions has become quite important to be able to grow and be able to withstand a situation. Among the methods of the mergers and acquisitions firm growth has become one of the most widely used methods. This increase of mergers has required that this issue be addressed.

Turkey's current conditions, to be addressed in terms of both domestic companies and foreign companies acquisitions and mergers, is important for the understanding of economic conditions. Also in this case coming from outside of Turkey and in terms of our understanding of the potential of their investments in Turkey will help us.

In the survey, the mergers and acquisitions of the companies in the sector in Turkey for the period of 1996-2011 were examined within the scope of Bureau Van Dijk Company Merger and Acquisition of Company (Zephyr). As a result of the research, it has been determined that privatizations have a significant share in mergers and acquisitions in Turkey. The values for mergers and acquisitions reached record levels during periods of increased privatization.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖZ.....	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLolar LİSTESİ.....	v
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vi
KISALTMALAR	viii

GİRİŞ	1
-------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM BÜYÜME STRATEJİSİ OLARAK ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

1.1. Şirketlerde Büyüme.....	3
1.1.1. Şirketleri Büyümeye İten Sebepler	4
1.1.2. Şirketlerde Büyüme Stratejileri ve Türleri.....	5
1.1.2.1. İçsel Büyüme	6
1.1.2.2. Dışsal Büyüme	7
1.1.2.2.1. Birleşme	10
1.1.2.2.2. Satın Alma	10
1.1.2.2.3. Ele Geçirme	12
1.2. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları	13
1.2.1. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri	15
1.2.1.1. Anlaşma Yolu İle Birleşme ve Satın Alma.....	16
1.2.1.2. Tek Taraflı Arzu İle Satın Alma	17
1.2.1.3. Borçlanarak Satın Alma.....	19
1.2.2. Birleşme Süreci	21
1.2.2.1. Hedef İşletmenin Saptanması	23
1.2.2.2. Hedef İşletmenin Değerlendirilmesi ve Birleşmeyle İlgili Kararların Verilmesi	27
1.2.2.3. Hedef İşletme ile Şartların Görüşülmesi ve Kararların Alınması.....	28
1.2.2.4. Birleşmenin Tamamlanması ve Yasal Olarak Bütünleşmenin Sağlanması.....	29
1.2.3. Şirket Birleşmelerinin ve Satın Almalarının Nedenleri	29
1.3. Birleşmenin Ödeme Biçimleri.....	31
1.3.1. Nakit Ödeme	31
1.3.2. Hisse Senedi Değişimiyle Ödeme.....	32
1.3.3. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme	34
1.3.4. Borçlanarak Ödeme Yapma	34
1.3.5. Yüksek Getirili Tahviller	35

İKİNCİ BÖLÜM	
TÜRKİYE’DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI	
2.1. Türkiye’de Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarının Tarihsel Gelişimi	37
2.2. Türkiye’de Önemli Şirket Birleşme ve Satın Almaları	39
2.3. Küreselleşme ve Türkiye’de Şirket Birleşme ve Satın Almalarına Etkisi	41
2.4. Şirket Birleşme ve Satın Almalarını Makro Değişkenlerle İlişkisi	45

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
TÜRKİYE’DEKİ BÜYÜMENİN ŞİRKET SATIN ALMALARI VE BİRLEŞMELERİ İLE İLİŞKİSİ

3.1. Çalışmanın Amacı	52
3.2. Araştırma Sorusu ve Hipotezler	52
3.3. Veri Seti.....	52
3.4. Sektör Bazında İnceleme.....	53
3.4.1. Finans Sektörü.....	53
3.4.2. Sigorta	57
3.4.3. Emlak	60
3.4.4. Telekomünikasyon	63
3.4.5. Taşımacılık.....	65
3.4.6. Sağlık	68
3.5. Ekonometrik Analiz	72
3.5.1. Birim Kök Testi	72
3.5.2. Johansen Eşbütünleşme Testi.....	74
3.5.3. Hata Düzeltme Modeli	75

SONUÇ.....	78
KAYNAKÇA	80
ÖZGEÇMİŞ.....	85

TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1. Birleşme Süreçlerinde Yerel ile Yabancı Ortağın Faydaları	24
Tablo 2. X ile Y Firmalarına Ait Veriler-Hisse Senediyle Ödeme	33
Tablo 3. İşlem Değeri Açıklanan En Büyük 10 İşlem	39
Tablo 4. Türk ve Yabancı Yatırımcıların Şirket Birleşmelerinde İşlem Değeri Bakımından Karşılaştırılması (milyar \$)	40
Tablo 5. 2005-2007 Döneminde Şirket Birleşmeleri	42
Tablo 6. 2007-2009 Dönemi Şirket Birleşme Verileri.....	43
Tablo 7. 2006-2014 Dönemi Dünyada Birleşme ve Satın Alma Hacmi Oranı	44
Tablo 8. Türkiye’de Yıllara Göre Yabancı Ortaklı Sigorta Şirketi Sayısı.....	60
Tablo 9. İşlem Adedi Değişkeni Birim Kök Testi	72
Tablo 10. İşlem Değeri Değişkeni Birim Kök Testi	73
Tablo 11. GSYİH Değişkeni Birim Kök Testi.....	73
Tablo 12. Gecikme Uzunluğu Belirleme Kriterleri	74
Tablo 13. Trace İstatistiğine Göre Koentegrasyon Testi	74
Tablo 14. Max-Eigen İstatistiğine Göre Koentegrasyon Testi	75
Tablo 15. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (I)	76
Tablo 16. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (II)	77

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 1. Şirketlerde Büyüme Türleri	6
Şekil 2. Dışsal Büyüme Şekilleri	8
Şekil 3. Birleşme ve Satın Alma Farkı.....	12
Şekil 4. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri.....	15
Şekil 5. Şirket Birleşmelerinin Gelişim Süreçleri	22
Şekil 6. Birleşme Süresi	23
Şekil 7. Hedef Şirket Seçimi İçin Yaklaşımlar	26
Şekil 8. Türk ve Yabancı Yatırımcıların Şirket Birleşmelerinde İşlem Değeri Bakımından Karşılaştırılması (milyar \$)	41
Şekil 9. 2006-2014 Dönemi Dünyada Birleşme ve Satın Alma Hacmi Oranı	45
Şekil 10. Dış Borç Stoku-Brüt (Hazine) (Milyon ABD Doları) ve Birleşme- Satın Alma İstatistikleri.....	46
Şekil 11. TÜFE (2003 Baz Yıl) ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri.....	47
Şekil 12. Dış Ticaret Hadleri ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri.....	48
Şekil 13. İstihdam ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri.....	49
Şekil 14. GSYİH ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri	50
Şekil 15. Türkiye’de Finans Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$).....	54
Şekil 16. 1996-2001 Dönemi Finans Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	55
Şekil 17. 2002-2011 Dönemi Finans Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	55
Şekil 18. Türkiye’de Sigorta Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$).....	58
Şekil 19. 1996-2001 Dönemi Sigortacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	58
Şekil 20. 2002-2011 Dönemi Sigortacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	59
Şekil 21. Türkiye’de Emlak Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$).....	61
Şekil 22. 2002-2011 Dönemi Emlak Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	62

Şekil 23. Türkiye’de Telekomünikasyon Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)	63
Şekil 24. 1996-2001 Dönemi Telekomünikasyon Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	64
Şekil 25. 2002-2011 Dönemi Telekomünikasyon Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	64
Şekil 26. Türkiye’de Taşımacılık Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)	66
Şekil 27. 1996-2001 Dönemi Taşımacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	67
Şekil 28. 2002-2011 Dönemi Taşımacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	67
Şekil 29. Türkiye’de Sağlık Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)	69
Şekil 30. 2002-2011 Dönemi Sağlık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)	69

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Genişletilmiş Dickey-Fuller
ARGE	: Araştırma Geliştirme
AŞ	: Anonim Şirketi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
GSM	: Mobil İletişim İçin Küresel Sistem
GSYİH	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
PP	: Phillips-Perron
TC	: Türkiye Cumhuriyeti
TCDD	: Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu

GİRİŞ

Sürekli olarak artan rekabet koşullarında, işletmelerin piyasadaki varlıklarını sürdürebilmeleri ve karlılıklarını arttırabilmeleri daha da zorlaşmaktadır. Bu nedenle işletmeler piyasadaki konumlarını güçlendirmek ve piyasadan daha fazla pay elde edebilmek için şirket birleşme veya satın alma yolunu tercih etmektedirler.

Küreselleşmeyle birlikte bir ülkedeki bir işletme diğer bir ülkedeki işletmenin rakibi haline gelmiştir. Bununla birlikte başka bir ülkede yatırımda bulunmak isteyen bir şirket günümüzde tam anlamıyla yatırım masrafı yapmamak adına yatırımda bulunmak istediği ülkedeki başka bir şirketle birleşerek yatırımda bulunabilmektedir. Böylelikle sermaye yatırımı azaltılarak, istenilen ülke piyasasına girebilmek daha kolay bir hal almıştır.

Şirket satın almaları ve şirket birleşmeleri yapısal açıdan ekonomi, siyasi ve yasal düzenlemeler gibi birçok faktörün etkisinde azalmakta veya artmaktadır. Bu durum hem mevcut şirketlerin hem de mevcut ülkenin niteliklerinin önem kazanmasına neden olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de 1996-2011 döneminde yaşanan şirket birleşme ve satın almalarının yıllar itibariyle incelenmesi, birleşme ve satın almalarda etkili olan faktörlerin değerlendirilmesidir. 1996-2011 yılları arasında şirket birleşme ve satın almalarının yoğun olarak yaşandığı yıllar olarak kabul edilmektedir. 1996-2011 yılları arasında Bureau Van Dijk Şirketine ait (Zephyr) Şirket Birleşme ve Satın verileri kullanılarak çalışma yürütülecektir. Bu kapsamda çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde şirketlerde büyüme stratejisi olarak birleşme ve satın almalar incelenmiştir. Şirketlerde büyüme stratejileri incelenmiş ve şirket birleşme ve satın almalarında yöntem, birleşme süreci ve birleşme nedenlerinden bahsedilmiştir.

İkinci bölümde Türkiye’de şirket birleşmeleri incelenmiştir. Türkiye’de şirket birleşmelerinin tarihi, Türkiye’de önemli şirket birleşmeleri ve şirket birleşmelerinde küreselleşmenin önemi incelenmiştir.

Üçüncü bölüm olan son bölümde ise 1996-2011 döneminde yıllar itibariyle şirket birleşme ve satın almaları nedenleriyle beraber incelenmiştir. 1996-2011 döneminde Türk ve yabancı sermayeli şirket birleşmeleri Türkiye’deki sektörler açısından değerlendirilmiştir. Ayrıca bu bölümde ekonometrik analiz kapsamında şirket birleşmeleri ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki istatistiksel olarak incelenmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

BÜYÜME STRATEJİSİ OLARAK ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

Araştırmanın bu bölümünde şirket birleşme ve satın almalarıyla ilgili olarak literatür bilgisi yer almaktadır.

1.1. Şirketlerde Büyüme

Küresel rekabetin sürekli olarak arttığı piyasalarda, işletmelerin varlıklarını devam ettirmeleri ve faaliyetlerini sürdürmeleri için yeterli büyüklüğe sahip olmaları gerekmektedir. İşletmelerin yeterli büyüklüğe sahip olmaları, maliyetleri minimize edebilme kapasiteleri, riski azaltabilme durumları ve etkin yönetim işlevlerine sahip olabilme olanaklarıyla doğrudan ilişkilidir. Ayrıca yeterli büyüklüğe sahip olan işletmeler ARGE faaliyetlerini de etkin şekilde yürüterek piyasada rekabet avantajı yakalayabilirler. Yoğun rekabet ortamında ancak finansal olarak güçlü şirketler varlıklarını devam ettirebilmektedirler. Bununla beraber günümüz küresel dünyasında işletmeler için büyümek ve büyümeyi karlı bir hale getirmek oldukça zor bir duruma gelmiştir (Koçoğlu 2012, 268). Şirketler hem büyümek hem de karlılıklarını arttırmak adına farklı stratejiler uygulayabilmektedirler. Özellikle yeniliklere açık olmak ve fark yaratmak büyüme ve karlılığı gerçekleştirebilecek en önemli stratejiler olarak görülmektedir.

Şirketler içsel büyüme veya dışsal büyüme stratejilerini benimseyebilmektedirler. Bununla beraber içsel büyüme her zaman dışsal büyümeden daha riskli olarak görülmektedir. Şirketin ürün portföyünü geliştirmek adına fazlaca maliyete katlanır. Bununla beraber ürünün piyasada tutunamaması durumunda yapılmış olan tüm çalışmalar işletmeye direkt maliyet olarak geri dönmektedir. Bu durum işletmelerin fazlaca finansal risk üstlenmesine neden olabilmektedir (Türksoy vd. 2013, 90).

İşletmeler maliyetlerini azaltmak, yönetimin etkinliğini arttırmak ve piyasada rekabet üstünlüğü sağlamak adına büyümeyi tercih edebilmektedirler. İşletmeleri büyümeye iten nedenler ve büyüme stratejileri aşağıda alt başlıklar halinde verilmiştir.

1.1.1. Şirketleri Büyümeye İten Sebepler

Şirketlerde büyümeye neden olan faktörler farklılık gösterse de en önemli neden ekonomiktir. Şirketler maliyetleri düşürmek ve karlılığı arttırmak adına büyüme tercihinde bulunabilirler. Bununla beraber kimi zaman şirket yöneticilerinin veya sahiplerinin psikolojik durumları da büyüme üzerinde etkili olabilmektedir. Genellikle şirket yöneticilerin psikolojik olarak verdikleri büyüme tercihlerinde, kendi çıkarları da önemli olmaktadır. Yöneticinin, büyümeyle beraber terfi etme durumu söz konusu ise büyüme konusunda daha ısrarcı olabilmektedir (Türksoy vd. 2013, 90).

Büyüme, birçok işletmenin başarıya ulaşmasında önemli bir faktör olarak görülmektedir. Bununla beraber her işletmeyi büyümeye iten sebepler farklılık gösterebilmektedir. İşletmeleri büyümeye iten sebepler aşağıda sıralanmaktadır (Kayakıran 2016, 6):

- Birleşmeyle beraber büyüme hızının artırılmasının istenmesi ve karlılığı yükseltmek,
- Borsa değerini olumlu yönde değiştirmek,
- Çeşitli varlıkları, teknolojik alt yapıyı ve ekonomik sistemi uygun fiyatlarda devralmak,
- Hammadde kaynaklarını ele geçirmek,
- Piyasalarda hakimiyet kurabilmek,
- ARGE faaliyetlerini etkin şekilde yürütülebilme becerisine sahip olmak,
- Dış ticarete aktif olmak ve yurtdışı şirketlerle rekabette bulunabilmek,
- Pazarlama ağını genişletmek,
- Marka değerini yükseltmek,

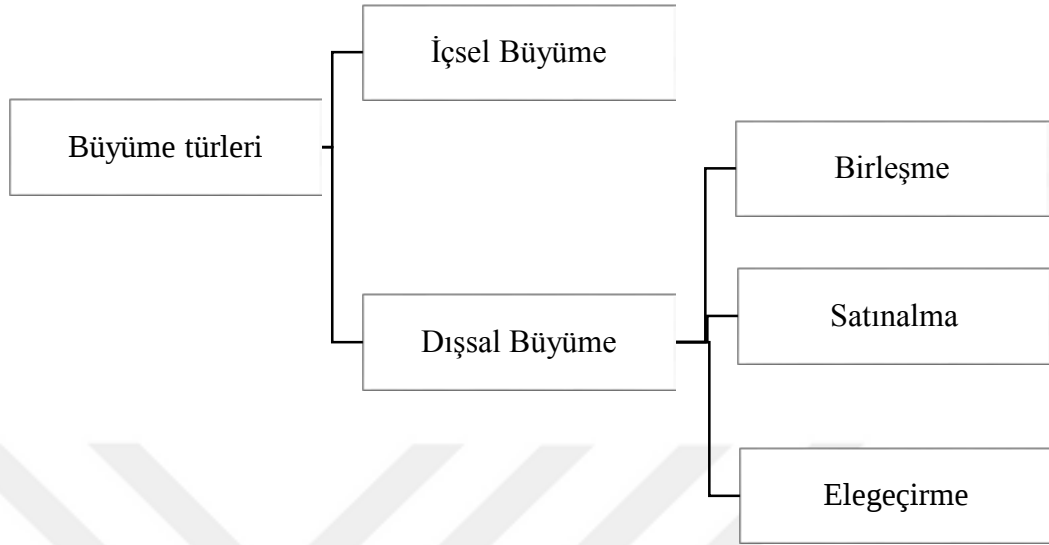
- Toplumsal algıda olumlu imaj yaratmak,
- Şirketin hisse senetlerine yönelik olarak yatırımcıları olumlu yönde desteklemek,
- Şirket riskini en aza indirmek
- İşletmenin hizmet verdiği faaliyet alanlarını genişletmek ve ürün çeşitlerini arttırmak,
- Daha fazla vergi ödeyerek toplumsal imajı yükseltmek,
- Yönetimin daha başarılı şekilde şirket hedefleri doğrultusunda ilerlemesini sağlamak olarak ifade edilmektedir.

İşletmelerin hedeflerine ulaşmalarında ve faaliyet alanlarını genişleterek daha geniş pazarlama ulaşmalarında büyümeleri önemli rol oynamaktadır. Büyüyen işletmeler hedeflerine daha kolay ulaşabilmekte ve karlılıklarını önemli düzeyde arttırmaktadırlar.

1.1.2. Şirketlerde Büyüme Stratejileri ve Türleri

Şirketler çeşitli stratejiler geliştirerek büyüme yolunu tercih edebilirler. Büyüme stratejileri genellikle işletmenin imajını olumlu yönde etkileyebilecek nitelikte olmaktadır. İşletmenin değerini yükseltebilecek büyüme stratejileri benimsenmektedir. İşletmeler bulundukları çevre ve politikaları dikkate alarak yeni şirket satın alma tercihlerini değerlendirmektedirler (Şahin 2011, 7).

Şekil 1’de şirketlerde büyüme türleri yer almaktadır.



Şekil 1. Şirketlerde Büyüme Türleri

Şirketlerde büyüme türleri genel olarak iki şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar içsel büyüme ve dışsal büyümedir. Bu araştırmanın konusu gereği dışsal büyüme teorisinde birleşme ve satın almalar üzerinde daha çok durulacaktır.

1.1.2.1. İçsel Büyüme

İçsel büyümede, işletmeler yaptıkları faaliyetler sonucunda elde ettikleri kazançlar aracılığıyla büyüme gerçekleştirmektedirler. İşletmeler ya kazançlarıyla ya da dışarıdan sağladıkları fonlarla yatırım yapmakta ve bu yatırımları zaman içinde tekrar karlılıklarına eklemektedirler. İçsel büyüme genellikle riskli bir büyüme olarak görülmektedir. İçsel büyümenin gerçekleşmesi için belirlenen mal veya hizmetle ilgili yatırımların yapılması, mal veya hizmetlerin üretilmesi ve piyasada satılması gerekmektedir. Bu süreçte yaşanabilecek herhangi bir başarısızlık durumunda ise firma finansal olarak zorlu bir duruma girmiş olacaktır. Bu nedenle işletmeler içsel büyüme stratejilerinin yanı sıra dışsal büyüme stratejileriyle de sıklıkla ilgilenmektedirler (Kahveci 2012, 3).

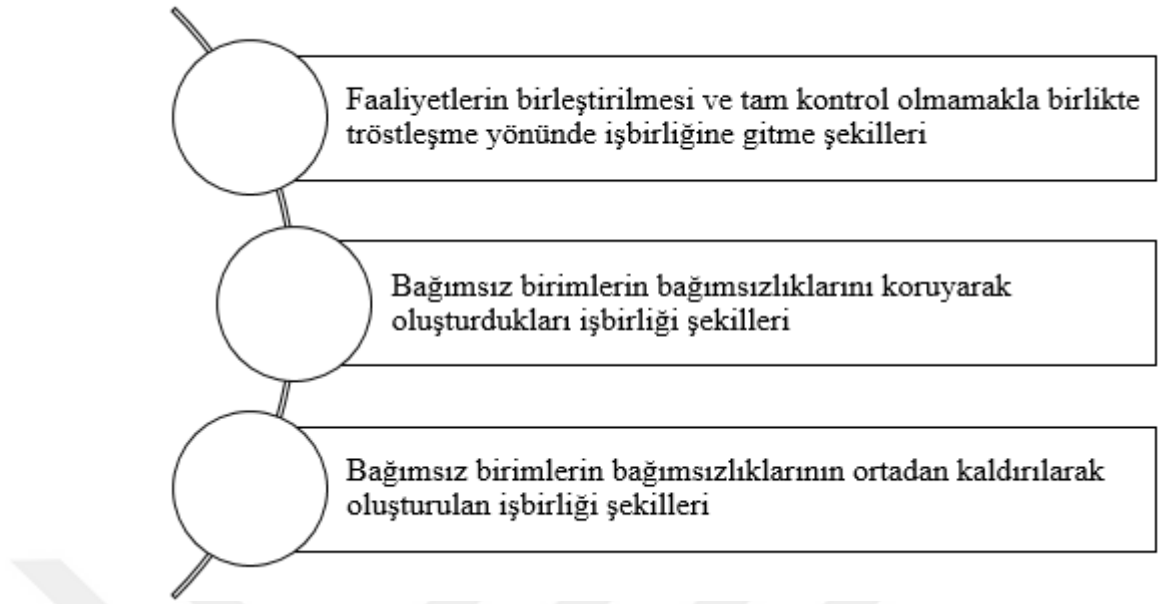
İçsel büyüme birçok işletmenin ilk hedefi olarak görülmektedir. Özellikle yeni kurulan işletmeler içsel büyüme ile kendilerini piyasaya kabullendirmeye çalışırlar. Bununla beraber belli büyüklüğe kavuşmuş olan işletmeler için içsel büyüme oldukça maliyetli olabilmektedir. Büyük işletmeler özellikle içsel büyüme yerine dışsal büyümeyi tercih edebilmektedirler. Bunun nedeni büyük işletmelerde içsel büyümenin oldukça maliyetli olmasıdır (Serçe 2009, 8).

1.1.2.2. Dışsal Büyüme

Dışsal büyüme, günümüzde yaygın olarak kullanılan bir strateji niteliğindedir. Dışsal büyüme birleşme, satın alma veya ele geçirme yoluyla gerçekleşebilmektedir. Dışsal büyüme ile iki işletmeden biri veya her ikisi de kimliğini yitirmekte ve yeni bir işletme kurulmaktadır (Kandemir 2003, 98).

Dışsal büyüme ile birbirlerinden bağımsız şekilde faaliyet göstermekte olan iki veya daha fazla işletme mevcut bağımsızlıklarını kısmen veya tamamen kaybederek iş faaliyetlerini birleştirirler. İşletmeler yalnızca kendi olanaklarını kullanarak büyümekten ziyade mevcut varlıklarını ve teknolojilerini birleştirerek büyüme yoluna gidebilirler. Dışsal büyüme ile işletmeler daha az maliyetle daha geniş faaliyet alanlarına ulaşabilir ve ürün çeşitlerini arttırabilirler.

Dışsal büyüme farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Dışsal büyüme çeşitleri Şekil 2’de verilmiştir.



Şekil 2. Dışsal Büyüme Şekilleri

Kaynak: Serçe, M. Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul, 2009, s.10.

Dışsal büyüme içsel büyümeyle kıyaslandığında bazı üstün yanları bulunmaktadır. Bu yanların şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Okka 2009):

1. İçsel büyümeyle kıyaslandığında içsel büyümenin çok daha kısa sürede gerçekleşmesi. İstenen firmanın birleşme ya da satın alma sürecinin sonunda dışsal büyüme sağlanmış olmaktadır. Ancak içsel büyümenin temin edilebilmesi çok uzun sürebilir. Var olan rekabet şartlarında firmalar açısından sürenin etkin kullanılması son derece değişken niteliklere sahip olan pazar şartlarında oldukça önem arz etmektedir.
2. Dışsal büyümenin içsel büyüme göre daha az risk içermesi. İçsel büyüme kapsamında firma kendi kaynaklarını kullanarak faaliyet alanlarında büyümeye çalışmaktadır. Fakat dışsal büyümede işletmenin farklı faaliyet alanlarından ya da başka sektörlerden işletmelerle birleşmesi, riskin farklı alanlara dağıtılmasını sağlayarak riskin düşürülmesini temin etmektedir.

3. Dışsal büyümeyle birlikte birleşen işletmelerin birbirlerine kendi deneyimlerini aktarmasıyla birlikte sinerjik şartlar temin edilebilmektedir.
4. Dışsal büyümeyle birlikte daha büyük Pazar imkanlarına kavuşulabilmektedir. Bu kapsamda gidilemeyen pazarlara gidilebilmektedir. Birleşen işletmelerin marka bilinirliği ve işlem hacimleri oldukça artmaktadır.
5. Satın almanın ya da birleşmenin parayla değil bir araya gelinen firmanın hisse senetlerinin sunulmasıyla sağlanması durumunda işletmeden para çıkışı olmaz ve kurumda kalan parayla birlikte sermaye ihtiyacı sağlanmış olur ve böylece finansman daha kolay hale gelir.
6. Birbirlerinin rakibi konumunda olan işletmelerin birleşmesi neticesinde rekabetin sebep olduğu maliyetlerden arınılmaktadır. Bu pazarda avantaj sağlamayı temin etmektedir. Elde edilen bu durum bir avantaj sağlasa da rekabetin sınırlanmış olması açısından ekonomiye zarar verici bir nitelik taşıyabilecektir.

Dışsal büyüme ile daha önce birbirlerinden bağımsız olarak faaliyetlerde bulunmakta olan iki veya daha fazla işletmenin faaliyetlerini birleştirme süreci olarak görülmektedir. Bununla beraber işletmeler faaliyetlerini birleştirdikleri durumda bağımsızlıklarını kısmen veya tamamen kaybetmektedirler (Genç ve Coşkun 2013, 360).

İçsel büyümeden ziyade dışsal büyümede işletme yalnızca kendi olanaklarıyla yetinmemektedir. İşletmeler büyüme tercihlerini yaparken, başka işletmelerin kaynaklarını kullanarak büyüme stratejilerini geliştirebilirler. Üretim tekniklerini geliştirme, yeni piyasalara giriş veya finansal yapının güçlenmesi adına dışsal büyüme stratejileri işletmeler tarafından benimsenebilmektedir.

1.1.2.2.1. Birleşme

İki veya daha fazla işletmenin iktisadi ve hukuki olarak tüm varlıklarını birleştirerek bir iktisadi ve hukuki isim altında toplanmalarına şirket birleşmesi olarak bakılmaktadır. İki veya daha fazla işletme eski kimliklerini sonlandırarak yeni bir kimlik oluştururlar. Bu yeni kimlikte kurulan işletme bağımsız faaliyetlerde bulunabilecek yeni bir işletme konumundadır. İki veya daha fazla işletmenin bir kimlik altında bağımsız şekilde yeniden faaliyet göstermesi şirket birleşmesi olarak adlandırılmaktadır (Akgöbek 2011, 25).

Birleşme ile iki ya da daha fazla işletme bağımsızlık özelliklerini ve eski kimliklerini kaybederek, yeni bir kimlikte faaliyetlerini sürdürmeye başlamaktadırlar. İşletmeler tüm varlıklarıyla ve tüm becerileriyle birleşmekte ve yeni bir isim altında faaliyetlerini sürdürmektedirler. Şirket birleşmeleriyle ilgili olarak üç önemli faktörden söz edilmektedir. Bu faktörler şu şekilde sıralanmaktadır (Kayakıran 2016, 5):

- İşletmeler birleşme ile eski kimliklerini ve tüzel kişiliklerini kaybederler ve yeni bir kimlik altında toplanırlar,
- Birleşmeler, işletmelerin karşılıklı istekleri ve anlaşmaları ile gerçekleştirilmektedir,
- Birleşmelerde göreceli eşitlik mevcuttur. İşletmeler eşit koşullarda anlaşma yaparlar ve faaliyetlerini birleştirirler.

Birleşmeler, işletmeler tarafından sıklıkla dışsal büyüme stratejisi olarak değerlendirilmektedir. Birleşme yoluyla birçok işletme piyasadaki varlığını devam ettirmeyi amaçlamaktadır.

1.1.2.2.2. Satın Alma

Satın alma, şirketlerin tercih ettikleri bir büyüme stratejisi olarak görülmektedir. Şirketler mevcut pazarlarda faaliyetlerini genişletmek veya farklı pazarlarda faaliyet gösterebilmek adına satın alma yolunu tercih edebilmektedirler. Satın almada bir işletme başka bir işletmeyi tüm varlıklarıyla beraber bünyesine geçirmektedir (Mühim 2012, 7).

Satın alma işlemi büyük ölçekli işletmenin küçük ölçekli işletmeyi satın alması olarak değerlendirilmektedir. Büyük ölçekli işletme farklı piyasalara girmek veya ürün çeşidini arttırmak adına küçük işletmeyi satın almaktadır. Böylelikle büyük ölçekli işletme daha az maliyetle yeni ürünleri piyasaya sunabilir veya farklı piyasalarda faaliyet gösterebilir. Farklı büyüklüklerdeki işletmeler arasında gerçekleşmekte olan satın alma işlemlerinde, devrolan şirket hukuki ve iktisadi bağımsızlığını kaybeder (Phillips ve Zhdanov 2012).

Satın alma stratejisi özellikle büyük ölçekli işletmeler tarafından tercih edilmektedir. Bununla beraber satın alma stratejisine başvuran işletmeler farklı nedenlerden dolayı satın alma yolunu tercih edebilmektedir. Bu nedenle şu şekilde sıralanmaktadır (Sinha vd. 2010):

- Satın alınan işletmenin finansal varlıklarından faydalanmak,
- Satın alınan işletmenin piyasa değerini yükselterek hisse senetlerinin yükselmesini sağlamak,
- Üretim hattını dengelemek veya tamamlamak,
- Piyasada bulunan mevcut rakiplerin sayısının azaltılarak piyasadaki hakimiyeti arttırmak,
- İşletmeye gerekli olan kaynakları daha hızlı şekilde temin edebilmek,
- Satın almadan kaynaklı olarak iki şirket çalışanları arasındaki sinerjiden faydalanarak verimliliği arttırmak,
- Zarar eden bir işletme satın alındıysa bu zararı vergi matrahından düşmek şeklinde ifade edilmektedir.

Birleşme ve satın almalar aynı olarak algılandıkları da temelde farklılıkları mevcuttur. Bu farklılıklar Şekil 3’de özetlenmiştir.



Şekil 3. Birleşme ve Satın Alma Farkı

Satın alma işlemi genellikle farklı büyüklüklerdeki işletmeler arasında yapılmaktadır. Büyük ölçekli işletme küçük ölçekli işletmeyi satın almaktadır. Büyük ölçekli işletme farklı piyasalara girmek, teknolojisinden faydalanmak veya ürün çeşidini artırmak adına satın alma yolunu tercih edebilmektedir.

1.1.2.2.3. Ele Geçirme

Ele geçirme yoluyla da işletmeler büyüme gerçekleştirebilirler. İşletmeler ele geçirme işlemini rıza alarak veya almayarak yapabilirler. Büyük işletmeler ele geçirmek istedikleri işletmenin yöneticileriyle veya ortaklarıyla anlaşma yoluna giderek birleşme gerçekleştirebilirler. Eğer işletme yöneticileri veya ortakları birleşmeye sıcak bakmazlarsa o zaman büyük işletme düşmanca bir tutumla ele geçirme gayreti içinde olabilir (Mühim 2012, 47).

Büyük işletme ele geçirmek istediği işletmenin hisse senetlerini yüksek değerler ödeyerek satın almaya çalışır. Büyük işletme küçük işletmenin hisse senetlerinin çoğunluğunu alarak işletme üzerinde söz hakkı olmaya çalışır. Tüm hisseleri toplamak adına çeşitli yollara başvurabilirler (Heron ve Lie 2006, 1784).

İşletmelerin ele geçirme nedenleri şu şekilde sıralanmaktadır (Akgöbek 2011, 39):

- Küçük ölçekli işletmenin beşeri sermayesinin güçlü olması
- Küçük ölçekli işletmenin ARGE çalışmalarındaki başarısı
- Küçük ölçekli işletmenin yer altı veya yer üstü kaynaklara sahip olması
- Küçük ölçekli işletmenin teknolojik alt yapısının güçlü olması ve geliştirme potansiyelinin olması,
- Küçük ölçekli işletmenin marka değerinin yüksek olması,
- Küçük ölçekli işletmenin müşteri potansiyelinin yüksek olması
- Küçük ölçekli işletmenin Know How becerisinin güçlü olması şeklinde ifade edilmektedir.

1.2. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları

Şirket birleşmeleri iki veya daha fazla şirketin tüm iktisadi ve hukuki kimliklerini tek ve yeni bir işletmede toplama süreci olarak tanımlanmaktadır. Bununla beraber satın alma faaliyeti, büyük bir işletmenin, küçük bir işletmeyi tüm varlığıyla kendi bünyesine geçirme süreci olarak ifade edilmektedir (Çakır ve Gülcan 2012, 80).

Şirket birleşmelerinin neticesinde firmalar bazı avantajlar sağlamaktadırlar. Bu avantajlar şu şekilde ifade edilebilir (Sarıkamış 2003, 43):

- Belirsizliklerin azalması söz konusu olmaktadır.
- Firmanın sürekliliğini sağlayabilme olasılığı artmaktadır.
- Uluslararası imkanların takip edilme imkanı artmaktadır.
- Farklı işlemlerle alakalı maliyetlerin azaltılması sağlanmaktadır.
- Kurum içinde öğrenme daha hızlı ve kolay hale gelmektedir.
- Kurum yeteneklerinin artırılması sağlanmaktadır.
- Piyasayla rekabet gücü artmaktadır.
- Yatırım seçenekleri fazlalaşmaktadır.

- Kurumlar arası bilgilerin ve uzmanlıkların paylaşılması fazlalaşmakta ve bunun neticesinde firmanın piyasadaki gücü artmaktadır.
- Firmalar tespit etmiş oldukları stratejileri daha kolay ve hızlı uygulayabilir bir duruma erişmektedir.
- Değer zincirlerindeki maliyetler azaltılabilmektedir.
- Teknolojiye olan ilgi artmakla beraber bu teknoloji tüm birimlere dağılmaktadır.
- Firmanın teknik girdilere ulaşımı temin edilmekte ve böylelikle firmanın müşteri odaklı ve güvenilir olması sağlanmaktadır.

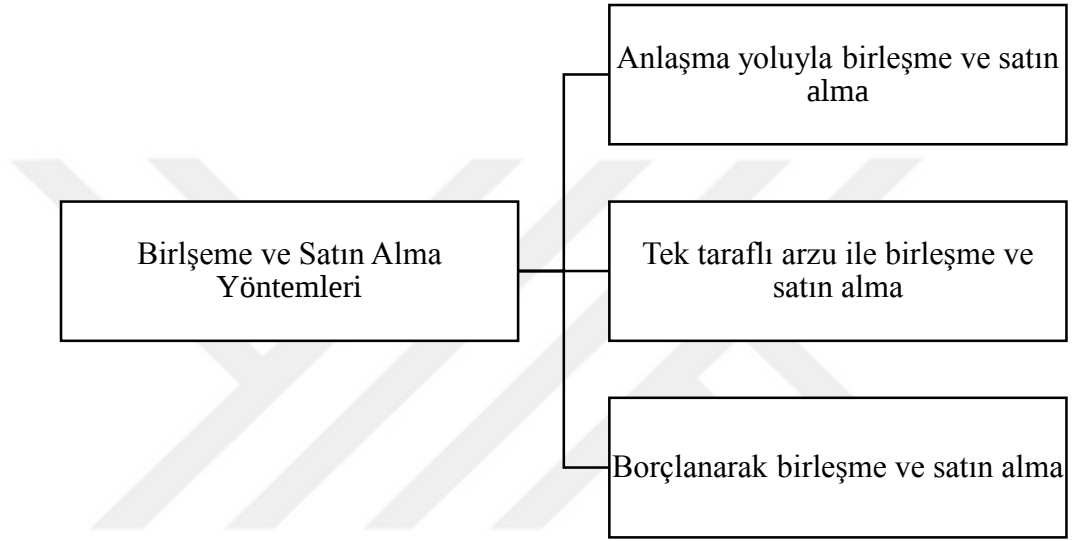
Şirket birleşmeleri firmalara bazı avantajlar sağlarken firmalar açısından bazı dezavantajlara da sebep olmaktadır. Bu dezavantajların şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Sarıkamış 2003, 45):

- Ortakların uyumsuzluğu: işletme ortaklarının birbirleriyle uyumsuz olması birleşmenin başarısız olmasına neden olmaktadır.
- Bilgiye ulaşma: Ortakların birbirlerine sınırlı bilgi vermeleri, işbirliği süreçlerinin yürütülememesine sebebiyet vermektedir.
- Karların ve kazançların dağıtılmasında çıkan çatışmalar: Ortakların sağladıkları karların dağıtımında memnun olmaması durumunda bazı sorunlar ortaya çıkabilmektedir.
- Özerkliği kaybedilmesi: geçmişte kendi başına karar veren ortaklar birleşmeyle birlikte diğer ortakla beraber karar vermek durumunda kalmaktadır.
- Şartların değişmesi: birleşme sırasında bulunan şartların değişmesi ortaklığın negatif yönde ilerlemesine sebep olabilmektedir.

Bu bölümde şirket birleşme ve satın almalarına yönelik uygulanan yöntemlerden, birleşme sürecinden ve nedenlerinden bahsedilmiştir.

1.2.1. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri

İşletmelerin birleşme ve satın yöntemleri farklılık gösterebilmektedir. İşletmeler bulundukları piyasa şartlarına ve rekabet koşullarına göre birleşme ve satın alma yöntemlerini en uygun şekilde belirleyebilmektedirler (Mühim 2012, 29). Bu yöntemler Şekil 4’de yer almaktadır.



Şekil 4. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri

Kaynak: Mühim, S. A. Şirket birleşmeleri (Mergers) ve havayolu şirketlerinde merger uygulamalarına örnekler, Doktora Tezi, İstanbul Kültür Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2012, s.29.

Şirketler anlaşma yoluyla, tek taraflı istekle veya borçlanarak birleşme veya satın alma tercihinde bulunabilmektedirler. Şirketler bu tercihlerini yaparken, birleşme ve satın almanın nedeni önem kazanmaktadır. Şirketlerin hangi amaç için birleşme veya satın alma tercihi yaptıkları, birleşme yönetiminin belirlenmesinde de önemli olmaktadır. Bununla beraber bir şirketin birleşmeye karşı olması durumunda da tek taraflı olarak ve zorla birleşme veya satın alma gerçekleşebilmektedir.

Birleşme ve satın almalarda kullanılan yöntemler farklılık gösteriyor olsa da yasalara uygun olması ve tarafların birlikte karar vermeleri önemli olmaktadır. Tarafların karşılıklı olarak anlaşma sağlamaları ve dostça tavırlar sergileyerek yeni bir işletme kurmalarında farklı yöntemler kullanabilmektedirler.

1.2.1.1. Anlaşma Yolu İle Birleşme ve Satın Alma

İşletme yönetimlerin karşılık anlaşarak birleşme ve satın alma işlemini yapabilmektedirler. Bu anlaşma türünde önem arz eden hedef işletmenin isteklerinin alıcı firma tarafından temin edilebilmesi ve konuyla alakalı ortak bir noktada buluşulabilmesidir. Anlaşma yapılarak yürütülen süreçlerde genel olarak avantajlı konumda olan satıcı firma olmaktadır. Bu anlaşma yönteminde iki tarafın görevlendirmiş oldukları yasal ve finansal danışmanlar anlaşmaya varmakta ve bu bağlamda kanunlara uygun bir biçimde satın alma ya da birleşmeyi gerçekleştirmektedirler (Kayakıran 2016, 17).

Anlaşmayla yapılacak satın alma veya birleşme işlemlerinde sürecin gizli tutulması son derece önemlidir. Bu kapsamda satıcı firmanın alıcı firmaya yönelik güvensizlik hissetmemesi oldukça önemlidir. Güven süreçlerinde sıkıntıların bulunması durumunda hedef firmaya alıcı firmanın gizlilik mektubu sunması yerinde olacaktır. Söz konusu mektupla hedef firmaya alıcı firma;

- Onun onayı olmadan satın alma veya birleşmeyle alakalı üçüncü kişilere bilgi vermeyeceğini,
- İşletmeler kapsamında mevcut durumla alakalı bilgi sahibi olması gerekenler dışında kimsenin bilgi sahibi olmayacağını,
- Görüşmelerde olumlu bir sonuç elde edilemezse görüşmeler kapsamında kullanılan belgelerin geri verileceğini,
- Görüşmeler sırasında hedef firmayla alakalı bilgilerin rekabet avantajı sağlamak adına kullanılmayacağını garantisinin verilmesi gerekmektedir.

Anlaşmayla birleşme yönteminde çoğunlukla ana firma “n” tertip hisse senedi ihraç etmektedir. Bunun sonrasında ise anlaşma oranına göre talip firmanın

bir hisse senedine kaç tane ana firma hisse senedi verileceği kararlaştırılmaktadır. Söz konusu unsurlarla alakalı kararlar sözleşmede ele alınır.

Sürecin görüşmelerle yürütülmesi durumunda taraflar arasında bir anlaşma metni ya da niyet mektubunun oluşturulması önemlidir. Anlaşma metninde ya da niyet mektubunda tarafların ödeme biçimleriyle adları gibi koşullar ele alınmalıdır. Ödeme söz konusu olmadığı zamanlarda ise niyet mektuplarının veya anlaşma metinlerinin bağlayıcı niteliği olmamaktadır.

Tarafların karşılıklı anlaşmalarıyla yürütülen satın alma ve birleşme işlemlerinde üstünde durulması gereken bir diğer husus hedef firmanın hisse değerlerinin tespit edilmesidir. Çoğunlukla anlaşma yoluyla yapılan satın alma ve birleşme faaliyetlerinde hedef firmanın hisseleri, alan firma tarafından bir prim ilavesiyle piyasadaki değerlerinin üzerinde bir fiyatla tespit edilmektedir. Primle beraber tespit edilen fiyatın alıcı firmayı zor durumda bırakmaması önemli olmaktadır. Söz konusu fiyat tespiti sırasında defter değeri, hisse başına kazan oranı ve piyasa değeri gibi etmenler de göz önünde bulundurulmaktadır (Genç ve Coşkun 2013, 360).

1.2.1.2. Tek Taraflı Arzu İle Satın Alma

Tek taraflı arzuyla satın alma işlemlerinde firma ele geçirilmek istenmektedir. Hedef firmayı geçirmek isteyen firma bunu hedef firma yöneticileriyle anlaşmadan yapmak istemektedir. Alıcı işletme yönetimlerinin bu yöntemle başvurmalarının farklı sebepleri olabilmektedir. Bu sebeplerden bazıları şu şekildedir (Okka 2009, 893):

- Alıcı firmanın en kısa zamanda alış sürecini bitirmeyi istemesi. Bu tip satın alma işlemlerini genel olarak çok hızlı şekilde sonuca erişmektedir. Alıcı firma bu yöntemde, hedef firmanın tüm çalışanlarını ve faaliyetlerini bir kenara bırakmakta ve bunlar yerine kendi istediği çalışanları ve faaliyetleri getirmektedir.
- Hedef firmanın yönetiminin söz konusu bu satın alma işlemine onay vermeyeceği görüşünden etkilenecek alıcı işletmenin anlaşmaya

yönelmemesi. Söz konusu koşullarda alıcı firma yönetimi açısından uzlaşmaya varabilmek pek kolay olmayacaktır. Firmayı satmak istemeyen yöneticileri firmayı satmaya yöneltebilmek için mevcut hisse senetleri üzerine piyasa değerinin üzerinde bir prim eklemek gerekmektedir. Ancak bu ekleme de alıcı açısından bir maliyet olmaktadır. Alıcı firma hedef işletmenin piyasadaki hisse senetlerini toplayarak da firmayı ele geçirebilecektir. Bu durum alıcı açısından daha uzun sürebilecektir. Ancak maliyeti daha düşük olacaktır.

Alıcı firma, ele geçirmeyi düşündüğü hedef firmayı tespit ederken bazı unsurlara odaklanmaktadır. Bu unsurların şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Şahin 2011, 60):

- Satın alınmak istenen hedef firmanın hisse senetlerinin, borsada ve sermaye piyasalarında olması gereken fiyat düzeyinin altında işlem görüyor olması,
- Hedef firmanın yapısal açıdan nakit yaratma özelliği bir işletme olması,
- Hedef firmanın mali yapısının kötü olmasına rağmen potansiyeli fazla ve tekrar yapılanabilir bir nitelikte bir firma olmasıdır.

Alıcı işletme tek taraflı satın alma işlemini şu biçimlerde gerçekleştirebilecektir (Çakır ve Gülcan 2012):

- Alıcı firma hedef işletmeye ait hisse senetlerini işlem gördüğü sermaye piyasalarından gizlice bir plan dahilinde satın alarak toplamaya başlar.
- Alıcı firma hedef işletmenin yönetici kadrosundaki hissedarlara hisselerini almak isteğiyle çeşitli tekliflerde bulunabilmektedir. Alıcı firma yönetimden ne kadar fazla hisse senedi temin edebilirse bir o kadar hedef işletmenin yönetimine yönelik güç kazanmış olacaktır.
- Alıcı firma, hedef firmanın sahip olduğu hisse senetlerinin bir bölümünü ya da tamamını almak maksadıyla senet sahiplerine bir

alım teklifi yapar. Söz konusu fiyat çoğunlukla piyasa fiyatına bir miktar prim eklenmesiyle tespit edilir.

Hedef firmalar tek taraflı arzu ile gerçekleştirilmeye çalışılan satın alma sürecine karşı bazı tutum ve davranışlar sergileyerek kendini korumaya yönelmektedir. Hedef firmanın kendini korumak adına yöneldiği koruma taktiklerinin şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Şahin 2011, 60):

- Farklı ülkeler kapsamında yararlanılabilen satın almaya yönelik korunma metodu, firma ana sözleşmelerin evvelden konulan bir maddeyle, satın alma ya da birleşmelerin genel kurulda onaylanmasında, ortalamanın üzerinde bir çokluk gerektirmesinin ifade edilmesidir.
- Ana sözleşmeye dahil edilecek bir maddeyle toplam hisselerin %15'inden fazlasının bir topluluk tarafından alınması durumunda, o topluluk dışında kalan diğer senet sahiplerine makul bir fiyattan ek hisse satın alabilme hakkının verilmesidir. Söz konusu süreçte makul bir fiyattan temin edilen senetlerle birlikte sermayenin artırılması mümkün olabilir ve böylelikle firmanın yönetimin denetimini satın alan bireyin ulaşamayacağı kadar uzağa taşınmış olur.
- Hedef işletme düşmanca ve tek taraflı satın işlemlerine karşı, onlara daha iyi şartlar temin edecek farklı bir firmaya, kendisi satın alma teklifi götürebilecektir. Bu sayede satın alınmaya mani olamasa bile, karşılıklı anlaşarak ve daha iyi şartlar kapsamında satın alınma gerçekleştirilebilir. Bunun neticesinde sağlanan yarar artırılabilir.

1.2.1.3. Borçlanarak Satın Alma

İşletmelerin satın alma süreçlerinin oldukça maliyetli olması, kaynak fazlası olan finansal kurumlar ile işletmelerin dışında fazla kaynağı olmayan işletmelerin de borçlanarak işletme satın almaya yönelmelerine neden olmaktadır (Genç ve Coşkun 2013, 360).

Borçlanarak satın alma sürecinde alıcı işletme firmayı özel bir şekilde devralmaktadır. Söz konusu süreçte ise firmaya ait hisse senetleri menkul kıymet piyasalarında işlem görmemektedir. Firmanın devralma işleminin çoğunluğu borç alınmış fonlardan sağlanmaktadır. Bu sebepten dolayı bu işleme borçlanarak satın alma denilmektedir.

Firma değerlerini ve nakit akımlarının artırılabilmesi açısından 1980’lerde özellikle birleşmelerde borçlanarak satın alma işlemleri uygulanmıştır. Bu süreçler kapsamında genel olarak ise satın alınan firmanın %90’nı borç kullanılarak alınması söz konusu olmuştur. Var olan borç için ise firmanın alınan kısmı için varlıklar teminat olarak gösterilmektedir. Borçlanarak satın alma işlemlerinde gereksinim duyulan büyük meblağlar için yüksek riskli bonolar da kullanılmaktadır.

Uygun bir büyüme düzeyi beklenen, devamlı karlılığı bulunan, kredi sağlayıcıları tarafından borçların teminatı olarak kabul edilebilecek varlıkları bulunan, borç düzeyi göreceli olarak düşük, borçlarının faiz ödemeleri ile anapara ödemelerini karşılayabilen, uygun bir çalışma sermayesi olan, nakit akımı temin edebilen işletmelerin borçlanarak satın alınması uygun olabilecektir (Mühim 2012, 7).

İşletmelerin borçlanarak satın alma işlemine başvurmaları için üç tane temel unsurun bulunması gerekmektedir. Bu unsurların şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Akgöbek 2011, 26):

1. Hedef firmanın kendi sektörü içerisinde devamlı karlılığı olmasıyla birlikte bu firmanın sektörde geçerli bir büyüklüğü temin edecek özelliklerinin bulunması,
2. Göreceli olarak firmanın düşük düzeyde borç seviyesine ve üst düzey bir kredi borcuna yönelik olarak banka tarafından kabul edilebilir seviyede aktiflere sahip olması,
3. Firmanın öngörülebilir ve istikrarlı nakit akımlarının bulunması ile borcunu ödeyebilecek uygun çalışma sermayesi ile ödemelerinin bulunmasıdır.

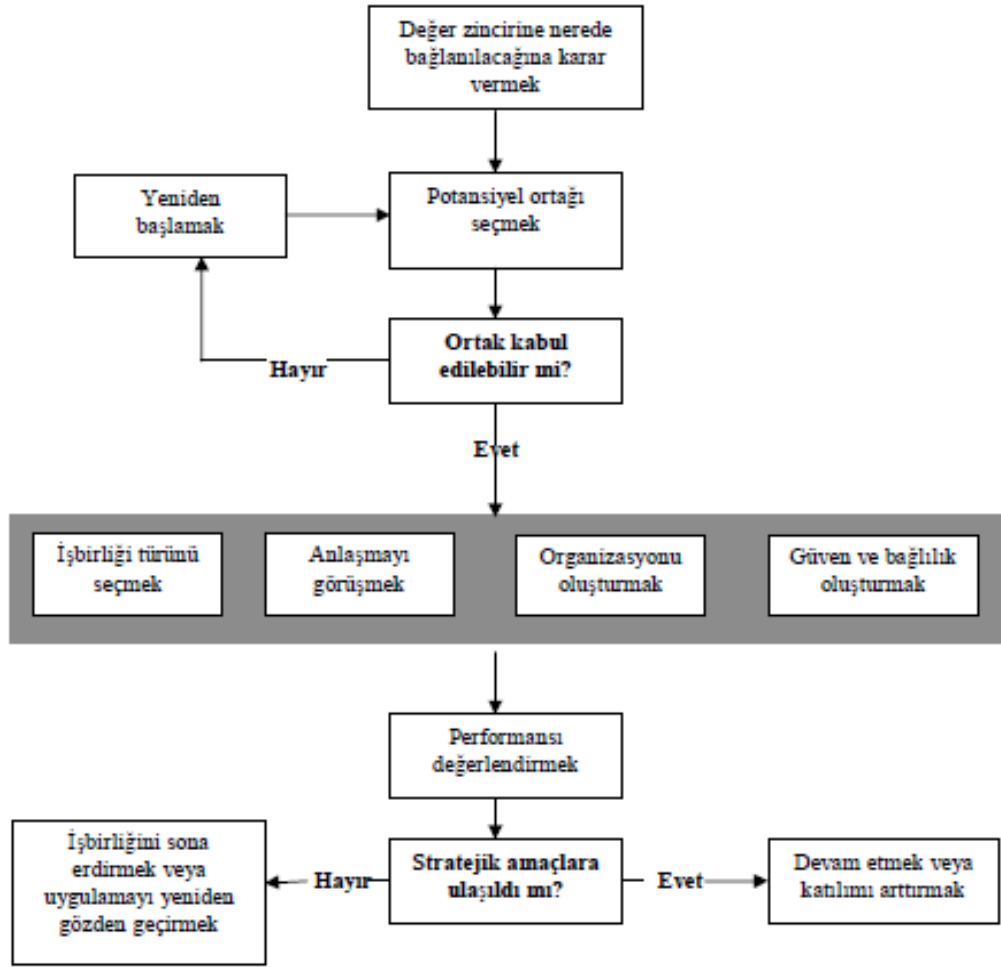
Borçlanarak satın alma işleminin iyi veya kötü bir yöntem olup olmadığıyla alakalı ortak bir kanı bulunmamaktadır. Kimi kesimler borçlanarak satın almaların ekonomik işleyişte bazı sorunlara neden olacağını ifade etmekteyken, bazı kesimler ise borçlanarak satın almanın ekonomiye bir hareket kazandırılacağını ifade etmektedir. Borçlanarak satın alma metodunu kullanan pek çok firma başlarda yüksek meblağlarda işe başlarken, 1-3 yıllık dönem içerisinde söz konusu bu borçları önemli ölçüde kapatabilmektedir.

Görüldüğü gibi şirket birleşmeleri ve satın almaları farklı yöntemlerle yapılabilmektedir. Bu yöntemlerin alıcı işletmelere sağladığı avantajlar ve dezavantajlar bulunmaktadır. Bu açıdan şirketler sahip oldukları imkanlar doğrultusunda yararlanmak istedikleri yöntemi kendilerinin tespit etmesi gerekmektedir.

1.2.2. Birleşme Süreci

Birleşme süreci, işletmeler için oldukça riskli ve zor bir süreç olabilmektedir. Birleşme sürecinin her zaman başarıyla sonuçlanacağı gibi bir durumda söz konusu olmadığından risk daha fazla olabilmektedir. Birleşmenin başarıya ulaşması için öncelikli olarak iyi bir planlamanın yapılması gerekmektedir (Şahin ve Yılmaz 2010, 64).

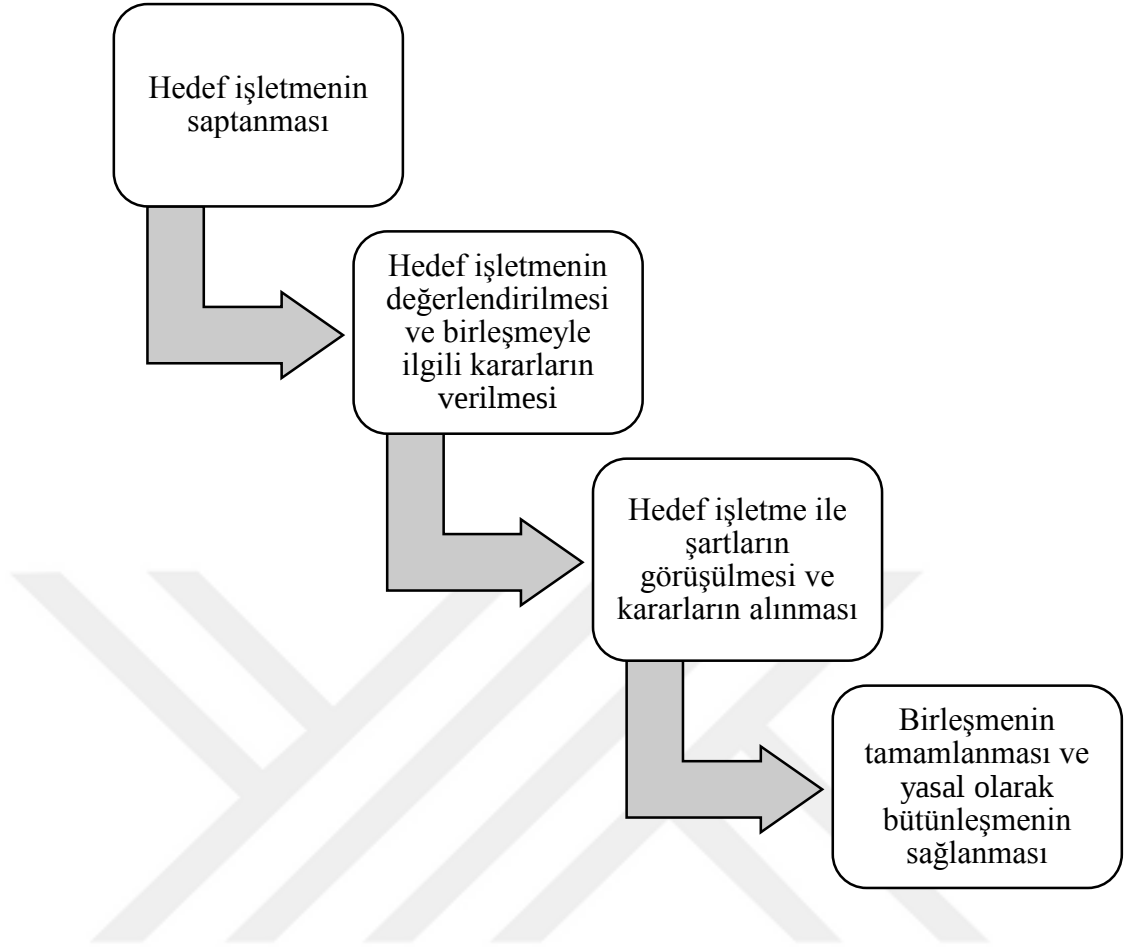
Birleşmelerinin gelişim süreci Şekil 5’de ele alınmıştır.



Şekil 5. Şirket Birleşmelerinin Gelişim Süreçleri

Kaynak: İplik, F.N. Uluslararası Stratejik İşbirlikleri: Türkiye’de Konaklama Sektöründe Faaliyet Gösteren Uluslararası Şirket Birleşmelerinin Başarı Faktörlerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma, Doktora Tezi, Adana, 2008.

Şirket birleşmelerinin temelde bazı noktalardan sürdüğü ifade etmemiz mümkündür. Bu temel noktalar ise Şekil 6’da gösterilmiştir.



Şekil 6. Birleşme Süresi

Kaynak: Okka, O. Analitik Finansal Yönetim, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Basım, Mayıs, Ankara, 2009, s. 880.

Birleşmenin başarısında iki işletme arasındaki uyum ve kaynakların kullanım durumları önemlidir. İşletmelerin birbirlerini tamamlayıcı nitelikte olmaları, birleşmenin başarısı adına önem kazanmaktadır (Okka 2009, 880).

1.2.2.1. Hedef İşletmenin Saptanması

İşletme yönetimin öncelikli görevi elinde olan seçeneklerden hangilerini tercih edileceğine karar vermesidir. Eğer ki firma herhangi bir zaman kısıtlamasında değilse ve içsel büyüme (kendi sahip olduğu kaynakları kullanacaksa) yapacaksa; başka bir firmayı satın alması ya da başka bir firmayla birleşme yoluna gitmesi için hedef tespit etmesi gerekmez.

Firma büyüme yoluna girerken dışsal büyümeyi tercih edebilir. Dışsal büyüme gerçekleştirmek istiyorsa başka bir firmayı satın alabilir ya da başka bir firmayla ortak olabilir. Bu durumda firma kendisi için en doğru olan politikayı tercih etmelidir. Bu konuda yöneticilerin üstüne büyük bir görev düşmektedir. Dışsal büyüme yapıldığında hangi yol tercih edilmelidir, bunun maliyetleri ve yapmış oldukları diğer işlerle uyumu gibi konular ince elenip sık dokunmalıdır (İçke 2007, 19).

Birleşme süreçlerinde edinilecek ortakların yerel veya yabancı olmaları işletmelere farklı yararlar sağlayacaktır. Söz konusu bu yararlar ise Tablo 1’de ele alınmıştır.

Tablo 1. Birleşme Süreçlerinde Yerel ile Yabancı Ortağın Faydaları

	Yerel Ortağın Faydaları	Yabancı Ortağın Faydaları
KAYNAKLAR	1. Sermaye girişi, 2. girdilere ulaşabilme, 3. Yerli finansmanla alakalı bilgi, 4. Ar-ge ya da farklı teknik konularda uzmanlar ya da teknik yöneticiler, 5. Teknoloji, 6. Tamamlayıcı ürün hatlarının işbirliğinde sağlamak	1. Sermaye girişi, 2. Girdilere ulaşabilme, 3. Farklı teknik konulara erişim ya da ar-ge 4. Teknoloji 5. Tamamlayıcı ürün hatlarının sürece katılması
PAZAR	7. Yerel gelenek, politika ve ekonomiler, 8. Yerel şebekeyle bağlantı kurulması, 9. yerel pazarlara daha iyi ulaşabilme olanağı, 10. yurtdışındaki ürünleri pazara daha iyi ulaştırabilmek olanağı, 11. İşbirliği ile yapılan ürünleri daha kolay ihraç edilebilmesi	6. Yabancı gelenekler, politikalar ve ekonomilerle alakalı genel bilgi, 7. ürünlerin yabancılara satılabilme ihtimali, 8. daha iyi ihracat olanakları
ETKİNLİK	12. politik müdahalelerin önlenmesi, 13. Politik yararlar sağlanabilmesi, 14. Yerel sahiplikle alakalı düzenlemeleri yerine getirme, 15. Ucuz çalışan, 16. Yönetim direktörleri, 17. Pazarlama yöneticileri	9. Dış devletlerden politik avantaj sağlama, 10. Pazarlama direktörleri, 11. Yönetim direktörleri sağlama

Kaynak: İplik, F.N. Uluslararası Stratejik İşbirlikleri: Türkiye’de Konaklama Sektöründe Faaliyet Gösteren Uluslararası Şirket Birleşmelerinin

Başarı Faktörlerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma, Doktora Tezi, Adana, 2008.

Piyasadaki rekabet koşullarını ve rekabet edilecek olan firmalar tespit edilmelidir. Daha sonrasında birleşme ya da satın alma kararı verecek olan yönetim kurulu oluşturulmalıdır. Ön çalışmaların ardından hedef firma saptanır. Bu saptama sırasında bazı özellikler dikkate alınmalıdır (Okka 2009, 881-893):

- Hedef olarak alınacak olan firma verimliliği düşük olan bir firma olmalıdır.
- Verimi düşük
- Yönetimi kötü
- Defter değeri Pazar değerinden daha fazla olan
- Büyümesi yavaş olan
- Büyük malvarlıklarına sahip
- Nakit parası az olan
- Elleri bulunan hisse senetlerinin fiyat/kazanç orantısının düşük olduğu ve yeterince değerlendirilemeyen firmalar
- Temettünü az dağıtan
- Büyük yatırımlara imza atmış fakat kar elde edememiş
- Likiditesi yüksek
- Finansal kaldıraç düzeyi düşük
- Büyüme oranı ve kaynakları arasındaki dengenin bozuk olduğu firmalar
- Az bir maliyetle yönetiminde söz sahibi olunabilecek firmalar
- Geniş bir Pazar ağına sahip olan firmalar
- Özel konuma sahip
- Yerine konma değeri Pazar değerinden daha fazla olan firmalar
- Teknolojik anlamda önemli bilgileri ellerinde bulunduran firmalar

Hedef şirket seçiminde üç tane yaklaşımın varlığından söz edilir.



Şekil 7. Hedef Şirket Seçimi İçin Yaklaşımlar

Kaynak: İçke, B. Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü, Derin Yayınları, İstanbul, 2007, s. 20.

Birinci adımda yer alan dostça ikna yaklaşımları adından da anlaşılabilceği gibi ortak bir fikirde buluşularak, herkesin rızası alınarak kurulan ortaklıklardır. Oldukça uygun olan bu yöntem hem maddi hem de manevi açıdan daha olumlu sonuçlar doğurur. Ayrıca zaman yönetimi konusunda da oldukça iyi sonuçlar doğurur.

İkinci basamakta yer alan fırsatçı yaklaşım durumu hedef şirketin kendisiyle anlaşmaya oturan şirketle değil de başka bir şirketle anlaşma yapması anlamını taşımaktadır (İçke 2007, 21).

Son basamakta yer edinmiş olan zorla ele geçirme yaklaşımı ise; hedef edilen şirketin hiçbir satın alma ya da ortaklık istememesi durumunda bile, firmanın açık pazar yoluyla ya da ortaklara ilan yolunu kullanarak (tender offer) satın alma işleminin ya da ortak olma işleminin gerçekleştirilmesi durumudur.

1.2.2.2. Hedef İşletmenin Değerlendirilmesi ve Birleşmeyle İlgili Kararların Verilmesi

Ön işlemlerin ardından hedef işletmenin gücüne veya güçsüzlüğüne yönelik olarak incelemeler yapılır. Bunun yapılabilmesi için firmaya ait olan mali tabloların bulunması gerekir. Aşağıda bu mali tablolardan elde edilebilecek olan bilgiler yer almaktadır (Okka 2009, 893):

- Firmanın aktif ve pasif yanları
- Likidite durumu
- Borçları
- Var olan borçların yapısı ve büyüklüğü
- İflas değerleri
- İşleyen teşebbüs değerleri
- Hisse senetlerinin durumu
- Fiyat/kazanç oranı
- Büyüme hızı
- Hisse başına düşen kar
- Oluşacak olan sinerji
- Var olan personel gücü ve bu personelin nasıl değerlendirilebileceği
- Birleşmede herhangi bir aracı kurumun kullanılıp kullanılmayacağı
- Vergiler
- Menfaatler
- Birleşme için gereken finansman

İlk aşamaların ardından seçilecek olan hedef şirket ile ilgili incelemeler yapılır. Bu incelemeler genellikle mali tablolar yardımıyla yapılır ve incelemeler neticesinde kuruma ait bir rapor hazırlanır. Bu raporda yukarıda maddeler halinde yer alan durumların incelemesi yer alır. Bundan sonraki süreçte kurumla ve gelecek planlarıyla ilgili düzenlenmiş olan raporlara göre karar verilir. Eğer ana firma açısından bu birleşme ya da satın alma işlemi her anlamda karlıysa karar olumlu tam tersi bir durumda ise karar olumsuz olarak verilir. Olumlu kararın ardından anlaşmalar yapılmak için hedef firmayla iletişime geçilir ve şartlar konuşulur.

1.2.2.3. Hedef İşletme ile Şartların Görüşülmesi ve Kararların Alınması

Hedef firmanın belirlenmesinin ardından hedef firmayla ilgili değerlendirmeler yapılır eğer karar olumlu yönde olursa bu durumda son aşamaya bir adım daha yaklaşılmış olur. Bu aşamada hedef şirket ile ana şirketin anlaşma şartları üstünde bir karara varması beklenir. Ana firmanın oluşturmuş olduğu yönetim kurulu kendi şartlarını sunar. Akabinde birleşme için gerekli olan finansman seçilir. Bu finans seçiminde değişik tercihler olabilir. Aşağıda bu tercihleri görmek mümkündür (Okka 2009, 893):

- Hisse senetlerinin değiştirilmesi
- Nakit
- Karma (hem nakit hem hisse senedi)
- Gelecekte olabilecek olan kazançların durumuna göre

Bundan sonraki süreçte sıra hedef şirkete geçer. Bu kısımda hedef şirketin üç tane opsiyonu bulunur;

- Hiç konuşmadan ret verme
- Revize isteme
- Direkt kabul etme

Bu durumlardan birinci olur ve hedef firma hiçbir biçimde anlaşma yapmak istemezse, ana firmanın tercih edebileceği iki durum oluşur:

- Plandan geri dönülebilir
- Zorla ele geçirmeye çalışır

Eğer işletme sonuncu basamağı tercih ederse yani direkt kabul ederse hiçbir sorun yaşamadan son aşamaya geçilebilir. Eğer firma ikinci basamağı tercih ederse bu durumda ana firma anlaşmanın üstünden geçer ve tekrar belirli bir süre zarfında geri dönüş yapar. Bu durumda birleşme işlemi iptal olmaz ancak son aşamaya geçilmedeki süre zarfı uzar, revize işleminden sonra hedef firma kabul ederse son aşamaya geçilir.

1.2.2.4. Birleşmenin Tamamlanması ve Yasal Olarak Bütünleşmenin Sağlanması

Hedef firma belirlendikten sonra hedef firmanın mali tabloları incelenir daha sonrasında firmayla iletişime geçilir ve anlaşma sağlanmaya çalışılır bu aşamaların hepsi olumlu sonuçlandığında artık sona gelinmiştir. Bundan sonraki süreç artık yasallaşır ve gerekli satın alma işlemleri yasalar önünde gerçekleştirilir. Yeni işletme oluştuğundan itibaren firmalar arasında entegrasyon sürecine girilmiş olur. Bu süreç genellikle 3-4 ay arasında olsa da her firmada değişiklik gösterebilir. Bu süre zarfında çalışanlar yeni duruma alışmaya çalışır ve zamanla verimlilik artmaya başlar (Okka 2009, 893).

Entegrasyon sürecinde amaç yeni duruma uyum sağlanabilmesidir. Bu süreçte firmalar birbirlerini daha yakından tanıma fırsatı bulurlar. Aşağıda yer alan bazı faaliyetler sayesinde yeni duruma uyum sağlama süreci daha faydalı ve kısa sürebilmektedir (Okka 2009, 893):

- İşletme pazara açılarak yeni fon kaynakları sağlanabilir
- Birleştirilen işletmeler istenildiği takdirde bölünebilir
- Yeni işletmeyle beraber gereksiz görülen departmanlar kapatılabilir
- Yeni işletmeye daha önce olmayan farklı departmanlar eklenebilir
- Yeni işletmede insan kaynakları yönetimi oldukça önemlidir. yeni süreçte insan kaynakları yönetimi güçlendirilebilir
- Yeni duruma uyum sağlayamayan çalışanlar tasfiye edilebilir ya da gönüllülük esasıyla işletmeden ayrılabilirler

1.2.3. Şirket Birleşmelerinin ve Satın Almalarının Nedenleri

Şirket birleşme ve satın alma nedenleri birçok nedenden kaynaklanabilmektedir. Şirket birleşmelerinin ve satın almalarının nedenleri genel olarak aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Kayakıran 2016, 7-10):

- Şirketin Ekonomik Açıdan Büyüme Dürtüsü
- Büyük Ölçekte Faaliyette Bulunmak

- Ulusal Pazarlardan Uluslararası Pazarlara Geçiş Arzusu
- Psikolojik Faktörler
- Atıl Fonları Kullanmak
- Ürün Çeşitlendirmesi
- Sinerji Etkisi Meydana Getirme
- Finansal Yönden Güçlü Hale Gelmek
- Vergi Avantajları

Farklı bir çalışmada ise firmaların büyüme gitmesi nedenleri ise şu şekilde ifade edilmiştir (Topçu 2017, 20-22):

- Ekonomik ölçek kapsamında faaliyette bulunmakla beraber, satın alma veya birleşme öncesindeki büyümeden daha hızlı bir büyüme ile karların maksimize edilmesi ile maliyetlerin minimize edilmesidir.
- Sahip olunan hisse senetlerinin değerini maksimize etmek,
- Ekonomik sistemleri, bazı aktif varlıkları ve bazı teknolojileri daha ucuz bir fiyata devir alabilmek,
- Perakende ve toptan pazarlarını ya da hammadde kaynaklarını ele geçirmek,
- AR-GE faaliyetlerini daha etkin ve ekonomik bir biçimde yürütebilmek,
- Piyasanın önde işletmelerinden biri olmak,
- Dış ülkelerde farklı alanlarda faaliyet gösterebilmek ve dış rekabete dayanabilmek,
- Vasıflı çalışan gruplarına, kaliteli bir CEO'ya, mal portföyüne, ar-ge servisine ve pazarlama ağına sahip olabilmek,
- Firmanın ürünlerini ve faaliyet konularını çeşitlendirmekle birlikte riski en düşük düzeye düşürmek,
- Daha çok sosyal harcama yapmak ve vergi vermekle birlikte topluma pozitif bir imaj yaratmak,

- Üst düzey yöneticilerin başarılı olma istekleri ve azimleri ile işletme amaçlarının büyütülmesi gibi öğelerdir.

İşletmeler piyasadaki varlıklarını genişletmek ve rekabet şartlarında üstün gelebilmek adına birleşme ve satın alma yolunu tercih edebilmektedirler. İşletmeler özellikle kendi iç dinamikleri ile yeterli düzeyde büyüemeyeceklerini görmeleri durumunda birleşme yolunu tercih edebilmektedirler. Bununla beraber bazı işletmeler maliyetleri düşürmek, teknolojiden faydalanmak veya yeni pazarlama ulaşmak adına satın alma yolunu tercih edebilmektedirler.

1.3. Birleşmenin Ödeme Biçimleri

Birleşme işlemleri kapsamında ödemenin ne biçimde yapılacağı önem arz eden bir konudur. Ödeme biçimlerinde tek yöntem kullanılabileceği gibi farklı yöntemler de bir arada kullanılabilecektir. Yapısal açıdan hangi yöntemden yararlanılırsa yararlanılsın değerlendirme yöntemi aynı olacağından dolayı finansal bir değişiklik söz konusu olmayacaktır. Ancak uygulama açısından farklılıklara rastlanabilecektir (Yıldız 2006, 33).

1.3.1. Nakit Ödeme

Nakit ödeme yönteminde alıcı firma hedef firmanın hisse senetlerini nakit olarak almaktadır. Söz konusu yöntemde firmanın likit kaynaklarının çok olması alıcının yapacağı ödemede güvenilir bir fon kaynağının olmasını temin etmektedir. Bununla birlikte hedef firmaların hissedarları nakit varlık sağlamış olacaklardır. Böylece bu nakdi farklı yatırımlarda değerlendirme imkanı bulabileceklerdir. Nakit ödeme neticesinde bazı vergisel sorumluluklar ortaya çıkabilmektedir. Bu durum ise nakit ödemenin hedef şirketin hissedarları için negatif bir durum olabilmektedir.

Nakit ödeme yapan alıcı şirket, sahip olduğu nakit kaynakları farklı seçeneklerde kullanabilme olanağından mahrum kalmaktadır. Bununla birlikte nakit ödeme için kredi alımı söz konusu olduysa, firmanın gelecekteki borçlanma olanakları ve bilanço açısından negatif etkiler ortaya çıkabilmektedir (Şahin ve Yılmaz 2010, 70).

1.3.2. Hisse Senedi Değişimiyle Ödeme

Nakit temini kaynaklarının sınırlı olması sebebiyle bazı firmalar tarafından yerine getirilememektedir. Bu sebepten dolayı hisse senedi ile ödeme genel olarak yeni kurulmuş, küçük ve büyüme potansiyeli fazla fakat yeterli kaynağı olmayan işletmelerde ortaya çıkmaktadır. Buna benzer hallerde birleşmeler çoğunlukla hisse senedi değişimiyle gerçekleştirilmektedir. Bu değişim ise birleşme görüşmeleri kapsamında tespit edilen değişim oranı üzerinden yapılmaktadır. Satın alan firmanın hisse senetleri hedef firmanın hissedarlarına verilmekte, birleşme işleminden sonra firma varlığını devam ettirmekteyse hissedarlar bu firmanın ortağı olmaktadır. Ancak birleşme sonrasında yeni bir firma ortaya çıkıyorsa yeni firmanın hissedarı olmaktadır.

Hisse senediyle ödemeye nakit ödeme arasındaki farklara dikkat edersek, hisse senediyle ödeme söz konusu olduğunda nakit korunmuş olmaktadır. Bununla birlikte nakit ile ödeme de nakdin krediyle temin edilmesi durumunda ayrıca bir de faiz maliyeti ortaya çıkmaktadır.

Hisse senediyle ödeme metodunda hedef firmanın değerinin tespiti nakit ödemeye kıyasla daha kolay olmaktadır. Bununla birlikte hedef firma değerinin belirlenmesinde bir yanlışlık yapılmışsa, alıcı firmanın hissedarları zarar edecektir. Ancak hisse senediyle ödeme metodunda firma değeri olduğundan yüksek tespit edilmiş olsa bile, zararın hissedarlara bir nebze de olsa dağıtılabilmesi mümkün olmaktadır. Bu açıdan bu yöntem kapsamında riskin düşürülmesi açısından riskin dağıtılabilmesi mümkündür (Yıldız 2006, 33). Tablo 2’de ise X ve Y işletmelerine ait verilerle hisse senediyle ödeme örneği gösterilmiştir.

Tablo 2. X ile Y Firmalarına Ait Veriler-Hisse Senediyle Ödeme

	X İşletmesi	Y İşletmesi
Piyasa Değeri	600.000	400.000
Hisse Senedi Adedi	5.000.000	4.000.000
Hisse Senedi Fiyatı	0,12 TL/adet	0,10 TL/adet

Kaynak: Yıldız 2006, 33.

Birleşme yöntemi kapsamında X firmasının nakit yöntemini seçmesi halinde;

X işletmesi birleşme neticesinde kazanç olarak 200.000 TL temin etmeyi beklemektedir. Bu doğrultuda Y firmasına hisse senetlerini 0,12 TL/adet ödeme yaparak satmayı önermektedir. Bunun neticesinde ise Y işletmesinin değeri 0,12* 4.000.000 adetten 480.000 TL'ye çıkmış olmaktadır. Y firmasına ödenen 80.000 TL'lik fark birleşme maliyeti olmaktadır. Bu belde Y firması açısından ise hissedarlarının kazancı olmaktadır. X işletmesi 200.000 kazanmayı planladığı bedelden 80.000 TL birleşme bedelini düşüğünde aradaki 120.000 fark kadar kazanç elde eder.

X işletmesi birleşme yönteminde hisse senediyle ödeme metodundan yararlanmak istemesi halinde ise;

X firması birleşme kapsamında sağlayacağı kazanca bağlı olarak sunacağı hisse senedi sayısını değiştirmektedir. Y firmasının her bir hisse senedine karşılık olarak X işletmesi bir hisse senedi vermediği taahhüt ettiğini düşündüğümüzde X firması tarafından ihraca açılan hisse senedi adedi 9.000.000 adet olacaktır. X firması yeni işletme kapsamında senetlerin %55,5'ini elinde bulunduracaktır. X işletmesi 200.000 TL kazanç elde etmeyi planladığından dolayı kazançtaki payı $200.000 * \%55,5 = 111.000$ TL olacaktır.

1.3.3. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme

Farklı ödeme yöntemleriyle kıyaslandığında alıcı firmaya oldukça avantaj sağlayan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Hedef işletmeye yapılması gereken ödemenin bazı bölümlerinin farklı ödeme metotları kullanılarak ödemesi yapılırken, kalan kısmı birleşmenin ardından ortaya çıkan yeni firmanın sağladığı karlılıkla ödenmektedir (Elmas 2007, 40).

Birleşme faaliyetinde bu ödeme metodunun seçilmesinin firmalar bazı yararları bulunmaktadır. Söz konusu yararlarının şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Elmas 2007, 40-41):

- Birleşmenin sebep olduğu ilk finansman maliyetin düşmesini sağlar. Birleşme arzunda olan firmalar finansmanla alakalı sorun yaşamamış olurlar.
- Hedef işletmenin karı önceden birleşme fiyatı ödenmeden firmaya aktarılabilecektir. Bu sebeple net kar/ özkaynak oranına olumlu etki temin edilir.
- Devralma bedelinin hepsinin ödenmesi yeni firmanın ilerleyen dönemlerde temin edeceği karla alakalı olduğundan dolayı, hedef firma yöneticilerinin firma yararlarını gözeterek daha özverili çalışmalarını sağlar.
- Devralma bedelinin hepsinin ödenmesinin yeni firmanın ilerleyen dönemlerde temin edeceği karla alakalı olması, firma açısından hedef firmaya olması gerekenden daha çok ödeme yapması ihtimalini ortadan kaldırmaktadır.

1.3.4. Borçlanarak Ödeme Yapma

Satın alma ve birleşme işlemlerinin borçlanarak yapılmasında, alıcı firma hedef firmayı büyük meblağlarda borçlanarak almak durumunda kalmaktadır. Hedef firmanın hisse senetleri bu faaliyet sonrasında menkul kıymet piyasasında işlem görememektedir. Finansmanın oldukça fazla bir bölümü borçlanmayla temin edilmektedir.

Borçlanarak satın alma yöntemi kapsamında işletme tarafından birleşme faaliyetinin sağlanabilmesi adına temin edilen borçlar iki kısımda ele alınmaktadır. Bunlardan biri garanti edilen ile garanti edilmeyen borçlardır. Garanti edilen borçlar kapsamında teminat olarak hedef firmanın varlıkları sayılmaktadır. Bununla birlikte borcun kısa vadeli olması halinde ise hızlıca likit hale gelebilecek varlıklar teminat olarak gösterilmektedir.

Firmaların borçlanarak ödemeyi seçebilmeleri için bazı özelliklerinin bulunması gerekmektedir. Bu özelliklerin şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Şahin ve Yılmaz 2010, 70-71):

- Karlılık anlamında tatmin edici ve büyüme potansiyeli olan bir işletme olması gerekmektedir.
- Üst düzey bir borçlanmaya başvurulacağı için borç temin eden kesim veya banka diğer kurumlar tarafından teminat olarak kabul edilebilir aktif varlıklara sahip olmak durumundadır.
- Tatmin edici ve düzenli akımlara sahip olmakla birlikte, yeterli düzeyde çalışma sermayesine de sahip olunmak durumundadır.

Borçlanarak ödeme yapmayla alakalı görüş birliği tam bulunmamaktadır. Bazı kesimler tarafından doğru olarak değerlendirilen bu metot bazı kesimler tarafından yanlış olarak değerlendirilmektedir. Bu açıdan ekonominin canlanmasını sağlayacağını ifade eden bir görüşle beraber ekonominin dengesini bozacağını ifade eden bir görüş bulunmaktadır (Şahin ve Yılmaz 2010, 71).

1.3.5. Yüksek Getirili Tahviller

Yüksek getirili tahvillere aynı zamanda tapon tahviller de denilmektedir. Bu tahvillerden genel olarak borçlanılarak satın alınma faaliyetlerinde yararlanılmaktadır. İsimlerinden de anlaşılacağı üzere bu tahviller yatırımcılara büyük bedellerde getiri temin ederler. Ancak derecelendirme kuruluşlarınca yatırım yapılabilir düzeyin altında ele alınmaktadırlar.

Yüksek getirili tahvillerin temel niteliklerinden bir tanesi belli bir dönem için geri ödeme gerektirmemeleridir. Bununla birlikte teminata dayalı olmamaları

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI

2.1. Türkiye’de Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarının Tarihsel Gelişimi

Türkiye’de bilinmekte olan ilk şirket birleşmesi Fransız-İngiliz sermayeli Bank-i Osman-i Şahane ile Avusturya sermayeli Osmanlı Bankası arasında 1874 senesinde yapılan şirket birleşmesidir (Onat 2006, 86).

Cumhuriyet’in ilanından sonraki dönemi ele aldığımızda ise ülkenin yeni kurulması ve iktisadi gelişmenin tam anlamıyla sağlanamaması açısından özel sektör varlığının başlarda yeterli olmadığını görmekteyiz. Bu durum ülkede devletçi politika izlenmesine neden olmuştur. 1929 senesinde dünya ekonomik buhranının ortaya çıkması, Osmanlı Devleti’nin borçlarının ödenmesi bununla birlikte II. Dünya Savaşı’nın çıkması iktisadi yapının gelişim kaydetmesini yavaşlatmıştır. 1929 dünya buhranı kapsamında ortaya çıkan iktisadi sıkışıklık kapsamında bazı devlet bankaları bir araya getirilerek iflas etmeleri engellenmiştir. Cumhuriyet tarihinde 1930 ile 1933 seneleri arasında yapılan şirket birleşmeleri devlet yardımıyla yapılan ilk şirket birleşmeleri olarak karşımıza çıkmaktadırlar. Bunun ardından II. Dünya Savaşı’nın bitmesiyle birlikte 1950 senesinden itibaren devlet yapısında bozulmalar olan devlet bankaların düzeltilmesinin sağlanması açısından şirket birleştirme çalışmaları sürdürülmüştür. Özellikle iktisadi istikrar programından istenilen sonuç alınamaması sebebiyle Tümsu Bank ile Türkiye Eski Muharipler Bankası 1959 senesinde Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası adı altında birleşmiştir. Bununla birlikte 1980 yılında yaşanan darbeye birlikte bankaların mali yapılarında bozulmalar söz konusu olmuş ve bu durum bankaların birleştirilmesiyle çözülmeye çalışılmıştır. Fakat bu değişim şirket birleşmelerini tetikleyici etki göstermemiştir. Bu dönemde olan önemli birleşmelerden biri 1982 senesinde Sabancı Holding’in Trans Türk’ün sahip olduğu Olmuk Mekkavva San. A.Ş’yi satın alması ve bu firmayı Olmuk-Sa adında çalıştırmayı sürdürmesidir. Ülkemizde 1980’li yılların ortalarından itibaren liberal politikaya geçilmiş ve bu

durum 1990'lı yıllarda özel sektörün hızlı gelişim kaydetmesini sağlamıştır. Söz konusu dönem içerisinde yapılan yasal değişimlerle birlikte şirket birleşmeleri daha da teşvik edilmiştir. Fakat büyüme kapsamında şirket birleşmelerinden yararlanılabileceği olgusu Türk firmaları tarafından ancak 1990'lı yılların sonuna doğru idrak edilmeye başlamıştır. Türkiye'de 1990 yıllarda öne çıkan olguların genel olarak vergisel olanakların artırılması ile şirket satın almayla alakalı olanakların artırılmasına yönelik olduğu görülmektedir. Bu bakımdan şirketlerin holdingler kapsamında kar eden işletmelerin zarar eden şirketlerle birleşerek vergi avantajı sağlamak ile var olan borçların çeşitli alanlara dağıtılmasını sağlamak adına birleştikleri görülmüştür. Türkiye'de 2000'li yıllara geldiğinde ise onu 2001 yılında yaşanan bankacılık krizi karşılamıştır. Bu süreçte ekonomik yapının kurtarılması amacıyla şirket birleşmeleriyle kamu özelleştirmelerin olması söz konusu olmuştur. 2002'den sonra ekonomide, siyasette, mali yapıda istikrarın sağlanmasıyla birlikte şirket birleşme faaliyetlerin giderek hız kazandığı görülmüştür (Serçe 2009, 153-157).

Dünyada ve Türkiye'de şirket birleşmeleri değerlendirildiğinde, tüm şirket birleşmelerinin hemen hemen hepsinin nedeni iktisadi yapılarındaki bozulmalardır. Söz konusu bu şartlar kurumlar ve devletler açısından da benzer niteliktedir. Birleşme işlemleriyle alakalı Rekabet Kurumu tarafından toplanan veriler ışığında Türkiye'nin 2023 senesi hedefleri kapsamında, şirket birleşmelerinde artışlar olacağı görülmektedir. Bununla birlikte Türkiye'de günümüzde devletin özelleştirme programları kapsamında şirket birleşmelerinin hız kazandığı ve bunun büyümeye fayda sağladığı ifade edilmektedir.

Türkiye'de şirket birleşmeleri günden güne hız kazansa da hala şirket birleşmelerine mani olan bazı engeller bulunmaktadır. Bu engellerin şu şekilde ifade edilmesi mümkündür (Onat 2006, 86):

- Halka açık şirketlerinin sayısının az olması,
- Aile şirketlerinin yapılanma biçimleri,
- İşletmelerin örgüt kültürlerinin farklılık arz etmesi,

- Finansal tabloların yatırımcılar açısından güvenilir olarak nitelendirilmemesi

2.2. Türkiye’de Önemli Şirket Birleşme ve Satın Almaları

Türkiye’de özellikle 2004 yılı sonrasında şirket birleşme ve satın almaları artmıştır. Türkiye’de 2004 yılı sonrasında yaşanan en büyük 10 işlem aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3. İşlem Değeri Açıklanan En Büyük 10 İşlem

Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Ülke	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon ABD\$)
Milli Piyango	Hizmetler	Net Şans-Hitay Ortak Girişim Grubu	Türkiye	G/D	2.755,00
Kemerköy ve Yeniköy Termik Santralleri	Enerji	İC İçtaş	Türkiye	100,00%	2.671,00
Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	BBVA	İspanya	14,89%	2.463,40
Yatağan Termik Santrali	Enerji	Elsan Elektrik	Türkiye	100,00%	1.091,00
Milas-Bodrum Havalimanı	Ulaştırma	TAV Havalimanları Holding	Türkiye	G/D	989
Dalaman Havalimanı	Ulaştırma	YDA İnşaat	Türkiye	G/D	977
Migros	Perakende	Anadolu Endüstri Holding	Türkiye	40,25%	799,2
Fenerbahçe-Kalamış Marina	Ulaştırma	Tek-Art Kalamış ve Fenerbahçe Marmara Turizm Tesisleri	Türkiye	G/D	664
Derince Limanı	Ulaştırma	Safi Katı Yakıt	Türkiye	G/D	543
Orhaneli ve Tunçbilek Termik Santralleri ile BLİ Taşınmazları	Enerji	Çelikler İnşaat	Türkiye	100,00%	521

Kaynak: EY (2015) Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2014 Raporu, (10 Haziran 2017) tarihinde [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/\\$FILE/RA1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/$FILE/RA1.pdf)’den alındı

Birleşme ve satın almalar incelendiğinde, en büyük işlem Milli Piyango ve Net Şans-Hitay Ortak Girişim Grubu arasında yapılan birleşmedir. Bununla beraber en büyük işlem değerine sahip olan sektörlerin ulaştırma ve enerji sektörüne ait olduğu görülmektedir. Ayrıca bunların en önemli özelliği özelleştirme kapsamında yapılan birleşme ve satın almalar oldukları tespit edilmiştir.

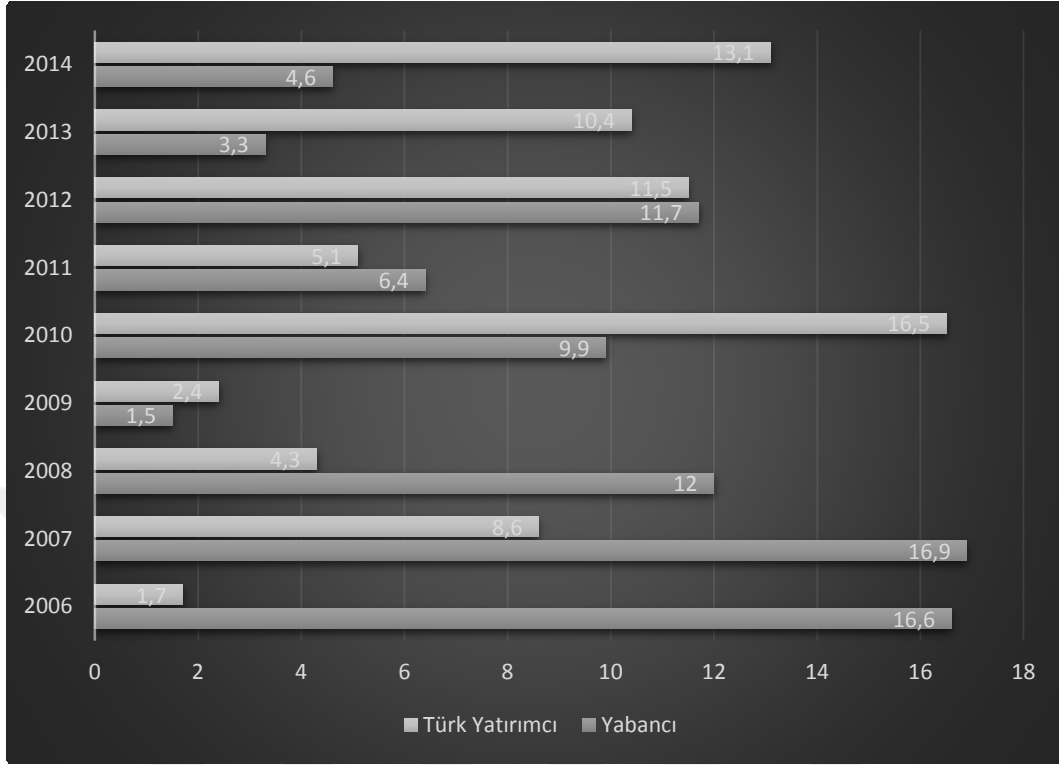
Türkiye’deki şirket birleşmelerinde işlem değeri bakımından Türk ve yabancı işletmelerin yatırım değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 4. Türk ve Yabancı Yatırımcıların Şirket Birleşmelerinde İşlem Değeri Bakımından Karşılaştırılması (milyar \$)

	Yabancı	Türk Yatırımcı
2006	16,6	1,7
2007	16,9	8,6
2008	12	4,3
2009	1,5	2,4
2010	9,9	16,5
2011	6,4	5,1
2012	11,7	11,5
2013	3,3	10,4
2014	4,6	13,1

Kaynak: EY (2015) Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2014 Raporu, (10 Haziran 2017) tarihinde [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/\\$FILE/RA1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/$FILE/RA1.pdf) ’den alındı

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere 2010 yılına kadar yabancı yatırımcı daha fazlayken, 2010 yılı itibariyle Türk yatırımcıların işlem değerleri önemli düzeyde artmıştır. Bu durum aşağıdaki şekilde daha net olarak gösterilmiştir.



Şekil 8. Türk ve Yabancı Yatırımcıların Şirket Birleşmelerinde İşlem Değeri Bakımından Karşılaştırılması (milyar \$)

2009 krizine kadar yabancı yatırımcıların şirket birleşme ve satın almalarında daha yüksek hacimli işlem yaptıkları görülmekle beraber kriz sonrası dönemde Türk yatırımcıların şirket birleşme ve satın alma aktiviteleri artış göstermiştir.

2.3. Küreselleşme ve Türkiye’de Şirket Birleşme ve Satın Almalarına Etkisi

Günümüz dünyasında küreselleşme hızla yayılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren büyük şirketler yalnızca kendi ülkelerinde faaliyet göstermekle yetinmeyip, dünyanın farklı ülkelerinde faaliyetlerini sürdürmeyi hedeflemektedirler. Büyük ölçekli şirketler dünyanın farklı ülkelerinde faaliyet göstererek küresel ölçekli işletmelere dönüşmektedirler. Küresel şirketlerin bu global sermaye yapısı ise onları güçlü kılmaktadır.

Küresel işletmeler farklı ülkelerdeki faaliyetlerini genellikle şirket satın almalarıyla gerçekleştirmektedirler. Seçmiş olduğu ülkeye girmek isteyen küresel şirket, yerli bir şirketi satın alarak onun yerel faaliyetlerinden faydalanmakta ve bu faaliyetleri kendi sermayesiyle güçlendirmektedir.

Türkiye’de özellikle 2001 krizi sonrasında finansal sektöründe gerçekleşen dönüşümler, birleşme ve satın almaları önemli düzeyde arttırmıştır. Türkiye’de finansal sektörün ihtiyaç duyduğu maddi kaynak ve güven, yabancı sermaye ile desteklenmiştir.

Türkiye’de finans sektöründeki yapısal değişimler ve özelleştirmelerin hız kazanmasıyla beraber satın almalar artmıştır. Özellikle 2003-2007 döneminde birleşme ve satın almalar büyük ölçeklerdedir. Birleşme ve satın almaların en fazla yapıldığı sektör ise finans sektörüdür. Finans sektöründe 85’den fazla anlaşma, 650 tane işletme ile 75 milyar \$’lık hacimle şirket birleşme ve satın almaları bu dönemde gerçekleşmiştir.

Türkiye’de 2005-2007 dönemi itibariye büyük ölçekli şirket birleşmeleri Tablo 5’de yer almaktadır.

Tablo 5. 2005-2007 Döneminde Şirket Birleşmeleri

Hisse Satın Alan Şirket	Hissesi Satılan Şirket	Satın Alınan Hisse	Anlaşma Değeri (milyon \$)
SaudiOger	Türk Telekom	55%	6,55
Koç-Shell Konsorsiyumu	Tüpraş	100%	4,55
National Bank of Greece	Finansbank	80%	3,975
Dexia	Denizbank	99%	3,228
ING Bank	Oyak Bank	100%	2,673
Socar, Turcas Enerji ve InjazProjects	Petkim	51%	2,04
National Commercial Bank	Türkiye Finans Katılım Bankası	60%	1,08

Kayak: Özdemir, K., & Keten, M. (2010). Ekonomik Ve Finansal Krizlerin Şirket Birleşmeleri Üzerindeki Etkilerinin 2001 ve 2007-2009 Krizleri Bağlamında Değerlendirilmesi. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 8(14), s.114.

2005-2007 döneminde gerçekleşen büyük ölçekli birleşme ve satın almaların üç tanesi özelleştirme ile gerçekleşmişken, dört tanesi de finans sektörüne giren yabancı sermaye ile gerçekleşmiştir. Bu dönemde Türkiye'ye yabancı sermaye girişi oldukça yoğundur.

Özelleştirmeler ve finansal sektördeki gelişmelerin yanı sıra küresel sermayenin Türkiye'ye olan girişim istekleri de özellikle finansal sektördeki birleşmeleri arttırmıştır. Dünyada şirket birleşme ve satın almaları incelendiğinde, Türkiye'ye benzer gelişmelerin yaşandığı görülmektedir. 2003-2008 döneminde küresel sermaye, dünyadaki birçok ülkede benzer satın almaları gerçekleştirmiştir. Bu birleşme ve satın almalar 2008 yılı itibariyle düşüş göstermiştir. 2008 yılının ilk çeyreğinden itibaren birleşme ve satın almalar azalmış hatta bu dönemde yapılan anlaşmalar ya iptal edilmiş ya da ertelenmiştir.

Dünyada 2007-2009 dönemi itibariyle küresel ölçekteki birleşme bilgileri Tablo 6'da yer almaktadır.

Tablo 6. 2007-2009 Dönemi Şirket Birleşme Verileri

	2007	2008	2009
Anlaşma Değeri	20,5 milyar \$	16,2 milyar \$	5,8 milyar \$
Özelleştirme	44,8	5,3 milyar \$	1,8 milyar \$
Yabancı Yatırımcılar	77%	75%	38%
Finansal Yatırımcılar	12%	35%	12%
Ortalama Anlaşma Büyüklüğü	125 milyon \$	100 milyon \$	55 milyon \$
En Büyük Anlaşma	2,7 milyar \$	3,1 milyar \$	606 milyon \$

Kaynak: Özdemir, K., & Keten, M. (2010). Ekonomik Ve Finansal Krizlerin Şirket Birleşmeleri Üzerindeki Etkilerinin 2001 ve 2007-2009 Krizleri Bağlamında Değerlendirilmesi. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 8(14), s.117.

2009 krizi birleşme ve satın almalar üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. 2009 öncesinde büyük hacimli birleşme ve satın almalar yoğun olarak yaşanırken, 2009 kriziyle beraber önemli ölçülerde düşüş göstermiştir. Krizin etkisiyle beraber küresel sermaye, yatırım yapmaktan çekinmiştir.

Küreselleşmeyle beraber finansal krizler birçok dünya ülkesini doğrudan etkilemekte ve küresel sermayenin hareketini belirlemektedir. Küresel sermayenin hareketi aynı zamanda ülkelerdeki finansal durumu da şekillendirmektedir. Krizin olduğu dönemlerde küresel sermaye yatırım yapmaktan kaçınmaktadır. Bu durum birleşme ve satın almaları yavaşlatmaktadır.

Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de yabancı sermayenin girişi, küresel hareketlere bağlı olarak değişmektedir. 2003-2007 döneminde tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de birleşme ve satın almalar daha yoğun şekilde yaşanmaktadır. Bununla beraber 2009 kriziyle beraber Türkiye’de de birleşme ve satın almalar yavaşlamıştır.

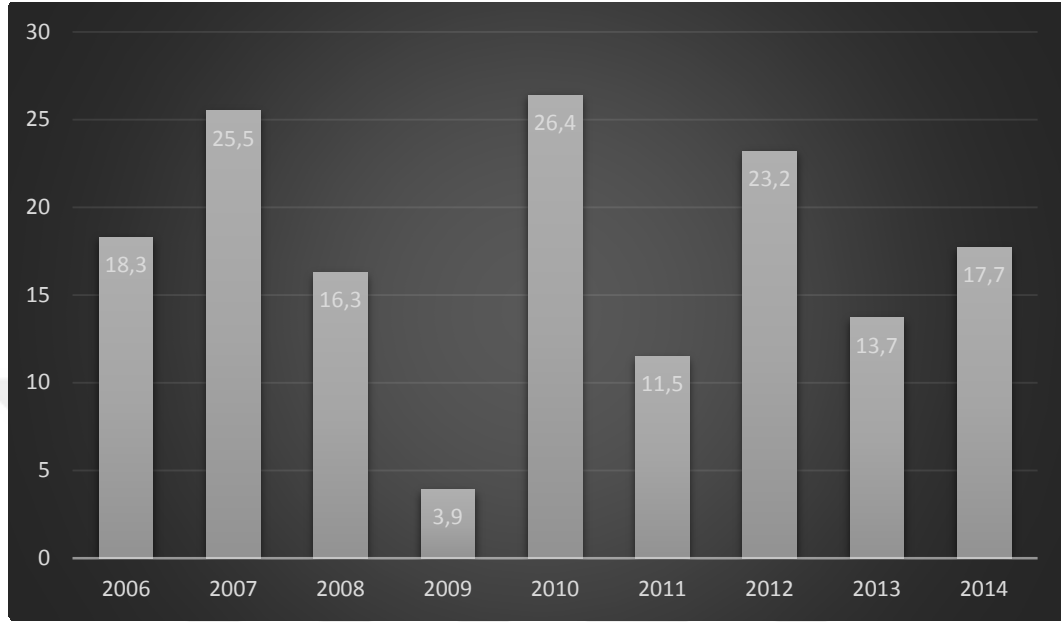
2009 krizinin birleşme ve satın almalar üzerindeki etkileri aşağıdaki şekil ve tabloda daha net olarak görülmektedir.

Tablo 7. 2006-2014 Dönemi Dünyada Birleşme ve Satın Alma Hacmi Oranı

Yıllar	İşlem Hacmi
2006	18,3
2007	25,5
2008	16,3
2009	3,9
2010	26,4
2011	11,5
2012	23,2
2013	13,7
2014	17,7

Kaynak: EY (2015) Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2014 Raporu, (10 Haziran 2017) tarihinde [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/\\$FILE/RA1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/$FILE/RA1.pdf) ’den alındı

Tablodan görüldüğü üzere 2009 yılı itibariyle işlem hacmi oranı önemli düzeyde düşmüştür. Aşağıdaki grafik aracılığıyla bu düşüş daha net şekilde görülmektedir.



Şekil 9. 2006-2014 Dönemi Dünyada Birleşme ve Satın Alma Hacmi Oranı

2009 kriziyle beraber işlem hacmi büyük ölçüde düşmüştür. Bununla beraber kriz sonrası 2010 yılında işlem hacminin arttığı görülmektedir. Bu durum işletmelerin özellikler krizin etkilerini hafifletmek adına birleşme yolunu tercih etmelerinden kaynaklı olabilir.

2.4. Şirket Birleşme ve Satın Almalarını Makro Değişkenlerle İlişkisi

Yabancı sermayenin ülkelere yatırımları çoğu zaman şirket birleşme ve satın almaları ile mümkün olmaktadır. Bununla beraber yatırımlar her zaman kar odaklı olmaktadır. Ülkelerin ekonomik göstergelerinin iyi olması, yabancı sermayenin girişine neden olmaktadır. Ülke ekonomisi eğer kötüyse yabancı sermaye bu riski üstlenmez ve yatırımlarını o ülkeye yöneltmez.

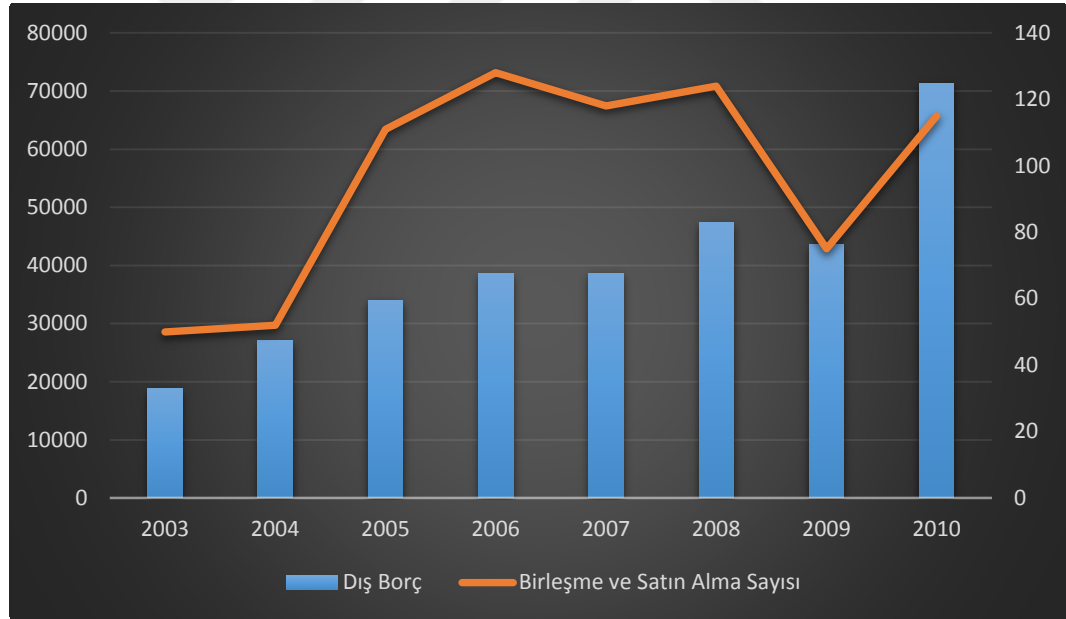
Ülkeler uyguladıkları politikalar kapsamında ülkeye girecek olan yabancı sermayenin miktarını ve kapsamını belirlemektedirler. Ülkeye yabancı sermayenin girilmesinin istenmesi veya istenmemesi durumunda farklı yasalar çıkarılmakta ve

uygulanmaktadır. Bu yasalar ülkelerin içinde bulundukları konjonktüre veya ülke ekonomisine göre farklılık gösterebilmektedir.

Türkiye’de 17.06.2003 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren 4875 Sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile ülkeye gelecek yabancı sermaye teşvik edilmeye çalışılmıştır. Yabancı sermayenin önündeki en büyük engellerin bürokratik engeller olduğu düşünülmüş ve bu yasa kapsamında bürokratik engeller ortadan kaldırılmıştır.

Türkiye’de 2003 yılında kabul edilen Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu kapsamında birleşme ve satın almaların durumu ile makro ekonomik değişkenlerin ilişkileri aşağıda incelenmiştir.

Türkiye’de dış borç stoku ve toplam birleşme ve satın alma sayısı 2003-2010 yılları için aşağıdaki şekilde yer almaktadır.

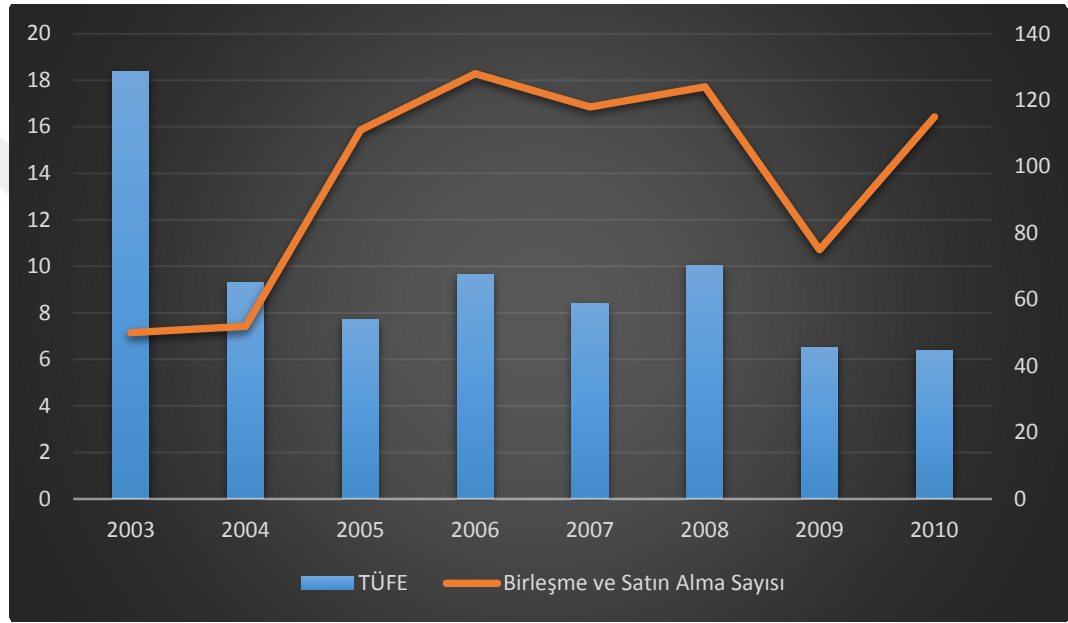


Şekil 10. Dış Borç Stoku-Brüt (Hazine) (Milyon ABD Doları) ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri

Kaynak: TCMB EVDS Sisteminden ve <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr> faydalanılarak hazırlanmıştır.

Dış borç stoku ve Türkiye’de yıllar itibariyle birleşme ve satın almalar incelendiğinde dış borç ve birleşme-satın alma sayıları arasında ilişki olduğunu söylemek mümkündür. 2009 kriziyle beraber hem dış borçta hem de birleşme ve satın almalarda düşüş yaşanmış, 2010 yılında ise dış borçla beraber birleşme ve satın almalar artmıştır.

Türkiye’de TÜFE ve toplam birleşme ve satın alma sayısı 2003-2010 yılları için aşağıdaki şekilde yer almaktadır.

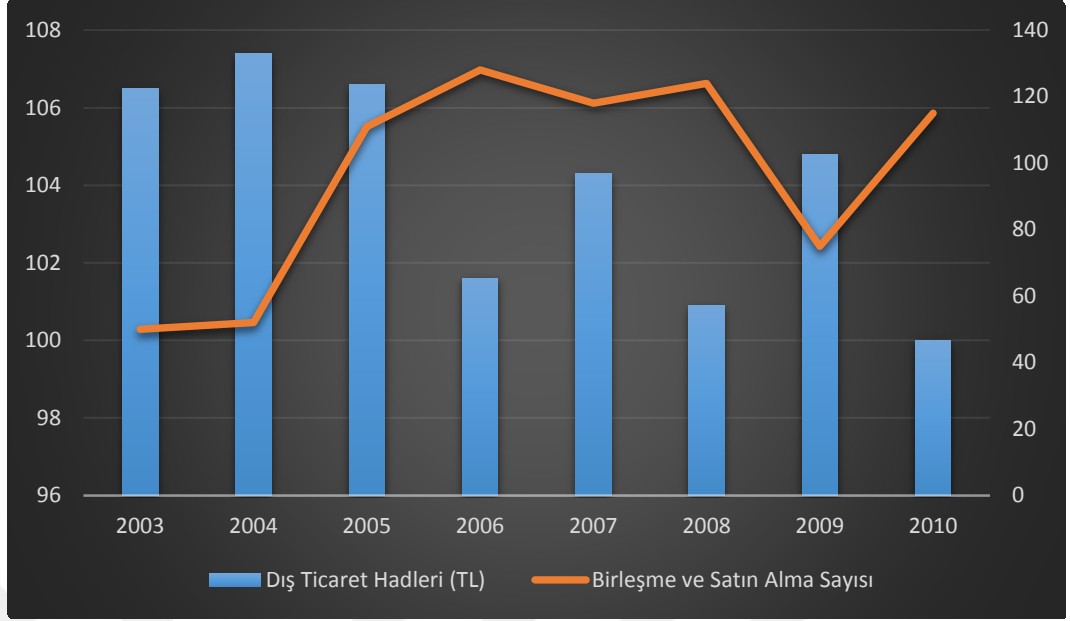


Şekil 11. TÜFE (2003 Baz Yıl) ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri

Kaynak: TÜİK ve <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr> faydalanılarak hazırlanmıştır.

TÜFE ve birleşme ve satın almalar incelendiğinde, doğrudan ilişkili olduğunu söylemek çok mümkün değildir. 2004 yılı sonrasında artan birleşme ve satın almalar 2009 krizine kadar aynı seviyelerde kalmıştır. 2009 ve 2010 yılların TÜFE hemen hemen aynı seviyelerde olsa dahi birleşme ve satın almalar 2010 yılında artış göstermiştir.

Türkiye’de dış ticaret endeksi ve toplam birleşme ve satın alma sayısı 2003-2010 yılları için aşağıdaki şekilde yer almaktadır.

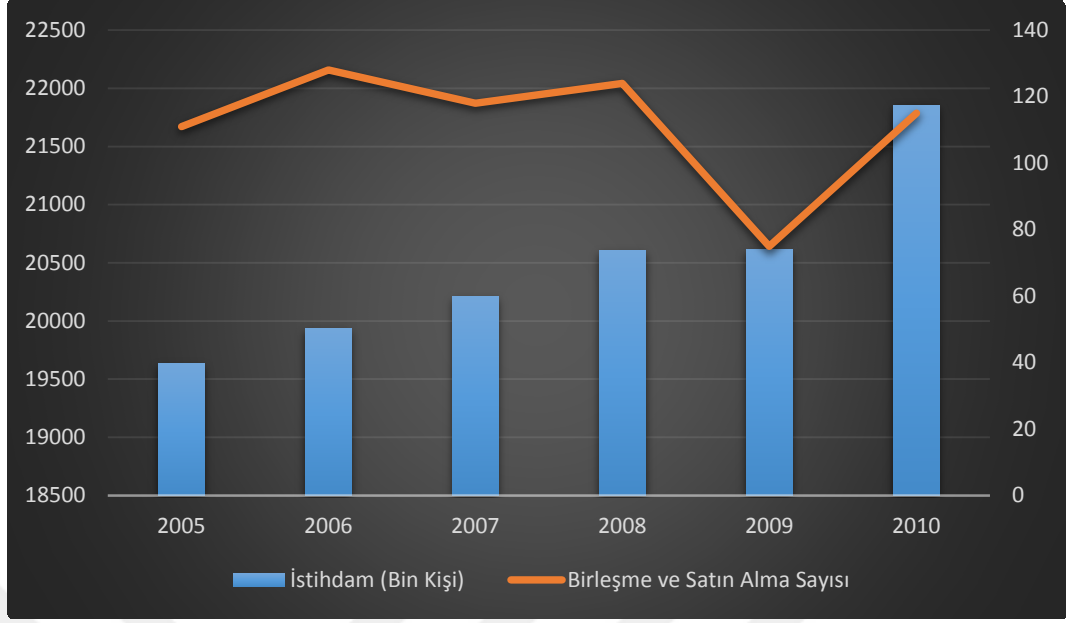


Şekil 12. Dış Ticaret Hadleri ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri

Kaynak: TÜİK ve <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr> faydalanılarak hazırlanmıştır.

Dış ticaret haddi ve birleşme-satın alma istatistikleri incelendiğinde, 2003-2010 yıllarında dış ticaret haddi ve birleşme-satın alma istatistikleri arasında ters yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Dış ticaret hadleri düştükçe birleşme ve satın almaların sayısı artmaktadır.

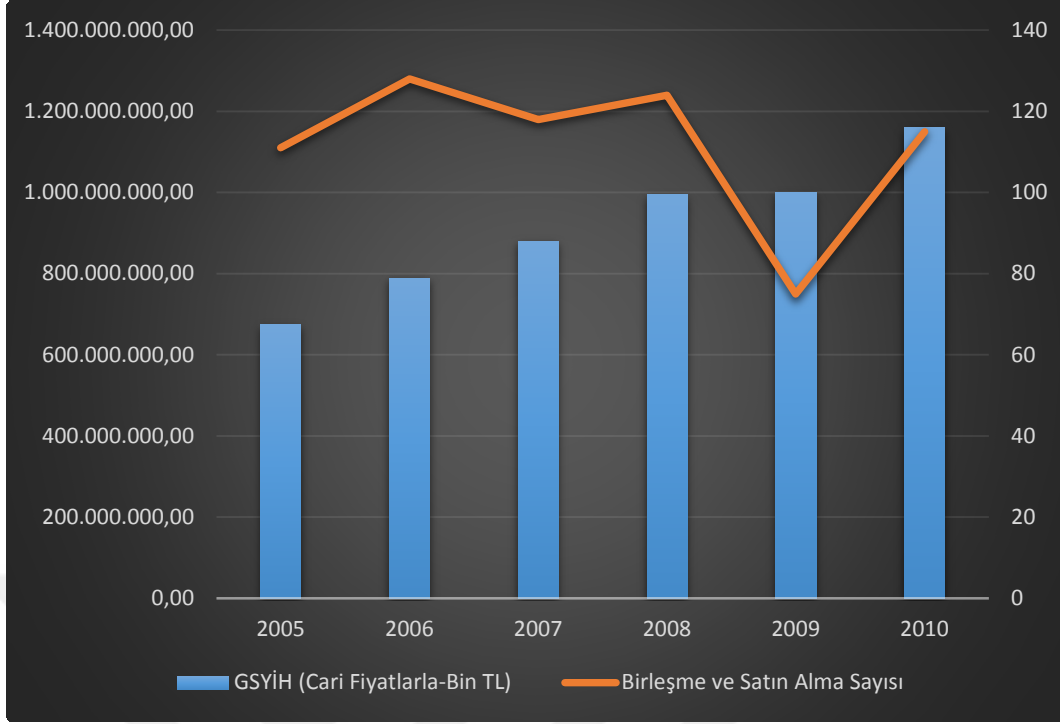
Türkiye’de istihdam durumu ve toplam birleşme ve satın alma sayısı 2005-2010 yılları için aşağıdaki şekilde yer almaktadır. Verinin 2005 yılından sonra alınmasının nedeni TÜİK yeni hesaplamalarının 2005 öncesi kapsamamasıdır. Bu nedenle 2005 dönemi öncesinde alınacak veriler yanıltıcı sonuçlar doğuracağından 2005 ve sonrası dönem incelenmiştir.



Şekil 13. İstihdam ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri

Kaynak: TÜİK ve <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr> faydalanılarak hazırlanmıştır.

2005-2008 yıllarında birleşme ve satın almalar aynı seviyelerde seyrederken, istihdam oranında ufak artışlar kaydedilmiştir. Bununla beraber 2009 yılında istihdam oranındaki artış durmuş ve birleşme-satın almalar düşüş göstermiştir. 2010 yılında hem birleşme ve satın almalar hem de istihdam oranı yükselmiştir.



Şekil 14. GSYİH ve Birleşme-Satın Alma İstatistikleri

Kaynak: TÜİK ve <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr> faydalanılarak hazırlanmıştır.

2005-2008 yıllarında birleşme ve satın almalar aynı seviyelerde seyrederken, GSYİH’de artışlar kaydedilmiştir. Bununla beraber 2009 yılında birleşme-satın almalar düşüş göstermişken GSYİH büyümeye devam etmiştir. 2010 yılında hem birleşme ve satın almalar hem de GSYİH yükselmiştir. GSYİH tüm ekonomiyi ilgilendiren bir makro değişken olması sebebiyle birleşme ve satın alma sayılarından farklı etmenlere bağlı olarak artış gösterebilmiştir.

Tüm veriler incelendiğinde Türkiye’de 2003 yılında yayınlanan kanun ile birleşme ve satın almaların sayısının önemli düzeyde arttığı görülmektedir. Özellikle 2005-2008 yıllarında birleşme ve satın almaların sayısı oldukça yüksektir. Bununla beraber 2009 kriziyle beraber makro ekonomik göstergelerdeki düşüş birleşme ve satın almaları da olumsuz yönde etkilemiştir. Kriz dönemlerinde makro ekonomik göstergeler kötüleşmekte ve bu durum birleşme ve satın almaları olumsuz yönde etkilemektedir. Kriz dönemlerinde karlılık garanti olmayacağı için

yatırımcı, yatırım yapmaktan çekinir. Bu durum birleşme ve satın almaların makro ekonomik göstergelerle ilişkili olduğunu belirten Neoklasik teoriyle uyumludur.

Şirket satın almaları ve birleşmelerin ekonomide farklı ilişkilerin kurulmasını sağlamasından dolayı önem arz etmektedir. Verimliliğin artırılması ve farklı iş olanaklarının oluşturulmasının temin edilmesi ve böylece ekonominin makro ve mikro alanda geliştirilmesinin sağlanması mümkün olmaktadır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ BÜYÜMENİN ŞİRKET SATIN ALMALARI VE BİRLEŞMELERİ İLE İLİŞKİSİ

3.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı Türkiye'deki Türk kökenli şirketlerin birleşmeleri ile yabancı kökenli ve Türk kökenli şirketlerinin birleşme durumlarının ortaya konulmasıdır. Türkiye'de şirket birleşme ve satın almalarının durumunun incelenmesi, Türkiye'deki sektörlerin durumunun araştırılması adına önemlidir. Türkiye'deki sektörlerin yıllar itibarıyla birleşme ve satın alma durumlarının ne şekilde farklılaştığının incelenmesi ve bu farklılığın nedenlerinin araştırılması çalışmanın amacı dahilindedir.

3.2. Araştırma Sorusu ve Hipotezler

Araştırma sorusu şu şekildedir: Türkiye'de yıllar itibarıyla şirket birleşme ve satın almaları ile ekonomik büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki var mıdır?"

Araştırmanın hipotezleri şu şekildedir:

H₁: Şirket birleşme ve satın almaları ile ekonomik büyüme arasında uzun dönem ilişki mevcuttur.

H₂: Şirket birleşme ve satın almaları ile ekonomik büyüme arasında kısa dönem ilişki mevcuttur.

3.3. Veri Seti

Araştırmada ekonometrik analiz için 1995-2011 yıllarını kapsayan yıllık veriler kullanılmıştır. Araştırma kapsamında 1995-2011 arasında verilerin sınırlı kalmasının nedeni, Bureau Van Dijk Şirketine ait (Zephyr) Şirket Birleşme ve Satın almaları verilerinin alınmış olmasıdır. Bu veriler başka veri tabanlarından elde

edilemeyecek kadar detaylı olmakla beraber 2011 yılına kadar mevcuttur. Analize dahil edilmeden önce tüm verilerin logaritmaları alınmıştır. Kullanılan veriler şu şekildedir:

İşlem Adedi: Türkiye’de toplam şirket birleşme ve satın alma sayısı (Adet/Yıllık), Bureau Van Dijk Şirketine ait (Zephyr) Şirket Birleşme ve Satın almaları ile ilgili oluşturulmuş veri seti kullanılmıştır.

İşlem Değeri: Türkiye’de toplam şirket birleşme ve satın alma toplam değeri (\$/Yıllık), Bureau Van Dijk Şirketine ait (Zephyr) Şirket Birleşme ve Satın almaları ile ilgili oluşturulmuş veri seti kullanılmıştır.

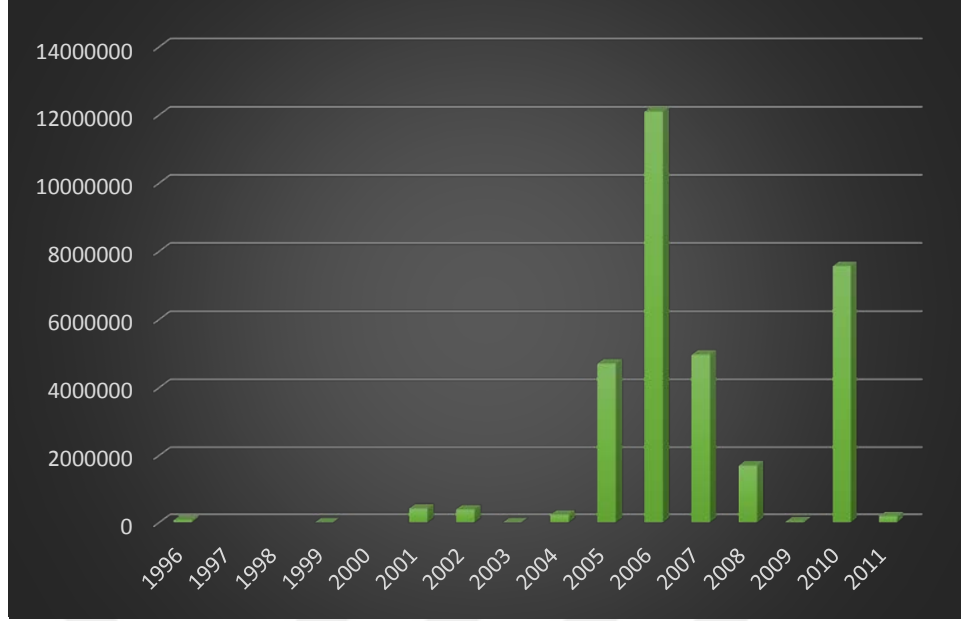
GSYİH: TÜİK veri tabanından elde edilmiştir (2010 baz yıl/\$) World Databan, Database’den elde edilmiştir.

Araştırmada öncelikle sektörler bazında şirket birleşme ve satın almaları incelenmiştir. Finans, sigorta, emlak, telekomünikasyon, taşımacılık ve sağlık sektörü olarak gruplandırılmıştır. Sektörlerdeki yıllar 1996-2011 dönemlerinde yaşanan şirket birleşmeleri incelenmiştir. Sektörler bazında incelemede Bureau Van Dijk Şirketine ait (Zephyr) Şirket Birleşme ve Satın almaları ile ilgili oluşturulmuş veri seti kullanılmıştır (<https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr>)

3.4. Sektör Bazında İnceleme

3.4.1. Finans Sektörü

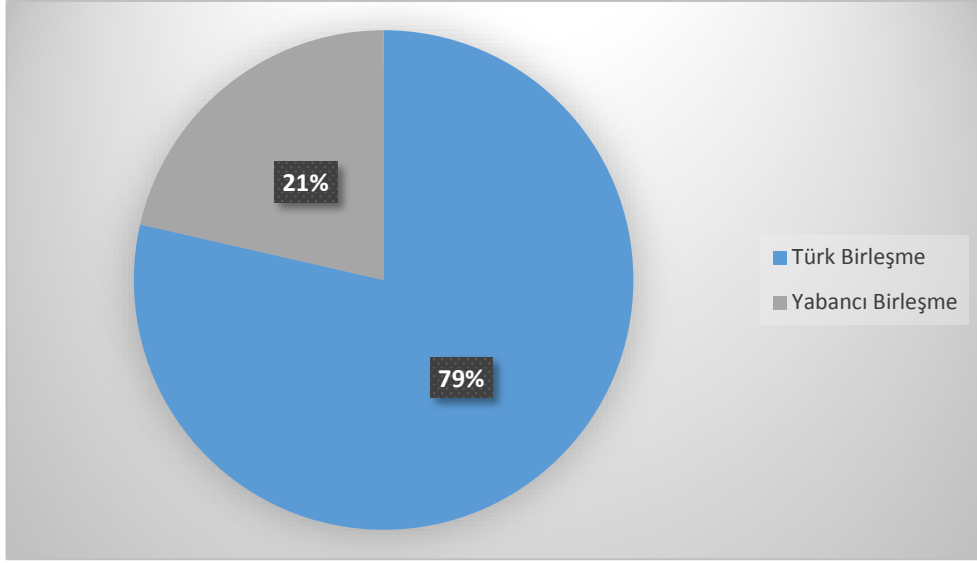
Türkiye’deki finans sektörüyle alakalı şirket birleşmeleri Şekil 15’de gösterilmektedir.



Şekil 15. Türkiye’de Finans Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)

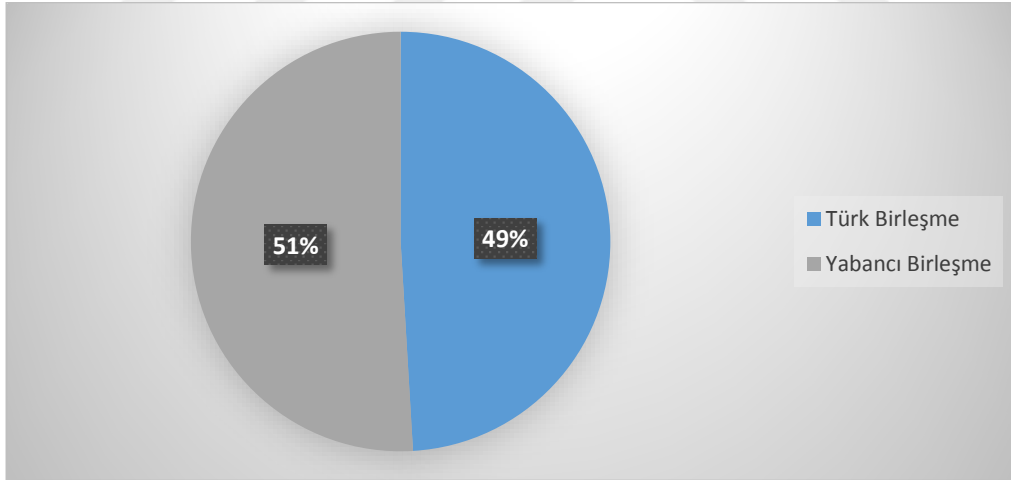
1996 yılı ve 2011 yılları arasındaki finans sektöründe şirket birleşme ve satın almaları incelendiğinde 2004 yılına kadar neredeyse yok denilecek kadar az olan yabancı sermaye girişi, 2005 yılı itibariyle önemli ölçüde artmıştır. Özellikle 2006 yılında rekor seviyeye ulaşmıştır. 2006 yılı itibariyle yabancı şirketlerin Türkiye’deki şirketlerde birleşme ve satın alma faaliyetleri artmıştır.

Bununla beraber 2009 küresel krizi birleşme ve satın almaları da olumsuz yönde etkilemiş ve bu yılda birleşme ve satın almalar oldukça düşmüştür. Kriz sonrası 2010 yılında şirketlerin krizi atlatmak adına birleşme ve satın alma faaliyetlerini yürüttükleri söylenebilir. Bununla beraber 2011 yılında yine birleşme ve satın alma faaliyetleri azalmıştır.



Şekil 16. 1996-2001 Dönemi Finans Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

Birleşmelerin %79'u Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %21'i Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir.



Şekil 17. 2002-2011 Dönemi Finans Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

2002-2011 döneminde birleşmelerin %49'u Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %51'i Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir. 2002 öncesi döneme göre yabancı yatırımların ülkeye daha fazla geldikleri açıktır.

1996 yılı ile 2002 yılları arasında finans sektöründe 28 şirket birleşmesi söz konusu olmuştur. Söz konusu şirket birleşmelerinin 6'sı yabancı ülke firmalarının Türk firmalarıyla birleşmesi iken 22'si Türk şirketlerinin kendi aralarında birleşmeleridir. 2002 yılından 30 Mayıs 2011 tarihinin sonuna kadar olan süreçte ise toplamda finans sektöründe toplamda 106 şirket birleşmesi söz konusu olmuştur. Bu 106 adet birleşmenin 52'si Türk şirketleri arasında birleşmelerken, 54'ü yabancı şirketlerin Türk şirketleri arasındaki birleşmelerdir. Kıyaslama yapılması açısından dönem süreleri aynı olmasa bile 2002-2011 döneminde şirket birleşmelerinin hız kazandığı açıktır. Özellikle 1996-2002 yılları arasında yabancı ortaklı şirket birleşme sayısı 6'da kalmışken 2002-2011 döneminde bu sayı 54'e çıkmıştır. Ayrıca aynı dönemde Türk şirketleri arasında 52 birleşme söz konusu olmuştur. Bu durum bize 2002 yılı sonrasında yabancı şirketlerin Türkiye'ye yönelik finans sektöründe yatırımlarının arttığını ortaya koymaktadır.

Finans sektöründe gelişimde 2001 krizinin etkileri büyüktür. Söz konusu krizin ardından finans sektörünün güçlendirilebilmesi açısından atılan adımlar finans sistemin güçlenmesini sağlayarak yabancı yatırımcıların ilgilerinin bu alana yönelmesine sebep olmuştur. Finans sektöründe yapılan önemli değişikliklerden bazılarını şu şekilde sıralamamız mümkündür (Küçükosman 2010):

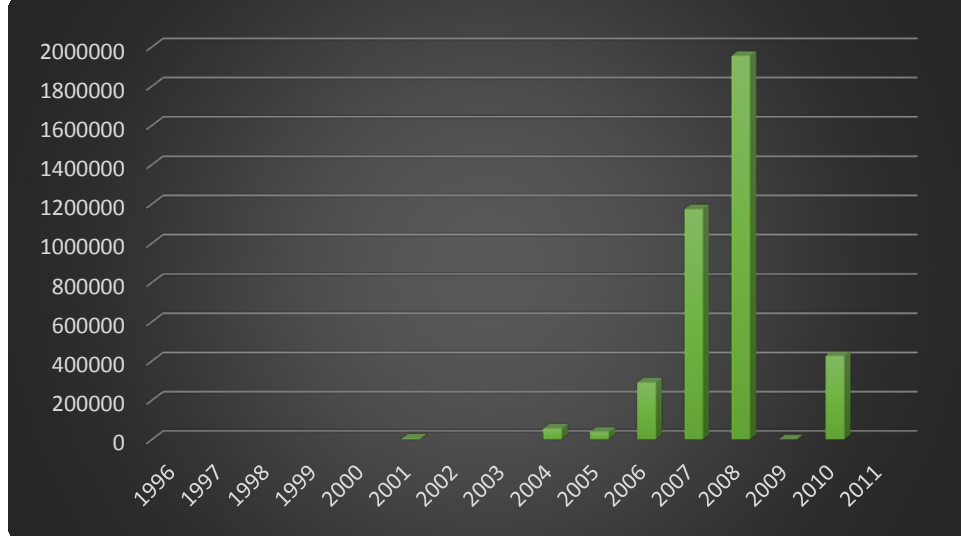
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın 2000 senesinde faaliyete sokulması ve böylece finans sektöründe kontrolün sağlanması hedeflenmiştir.
- Finansal Yeniden Yapılandırma Programı: Haziran 2002 yürürlüğe konulmuş, donuk kredilerin geri ödenmesinin sağlanması temin edilmeye çalışılmıştır.
- Bankalar Kanunu'nda Değişiklik: 29.05.2001 4672 sayılı Kanun ile Bankalar Yasası Kapsamında özel finans kurumlarıyla alakalı düzenlemeler yapılmış, 31.02.2002 tarih 4743 sayılı Kanun ile mali kesimin borçların tekrar yapılandırılmasıyla alakalı düzenlemeler yer almış, 19.10.2005 tarih 5411 sayılı Bankacılık Kanunu yürürlüğe sokulmuştur.

- Merkez Bankası Kanunu’nda Değişiklik: 4651 sayılı Kanun’la merkez bankasının asli görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca döviz ve para piyasalarıyla alakalı istikrarı sağlayıcı düzenlemeler yapılabilmesine imkan tanınmıştır.
- Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması: Kamu bankalarıyla alakalı düzenlemeler, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) alakalı düzenlemeler, Özel bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesiyle alakalı düzenlemeler ve bankacılık sisteminin denetimi ve gözetimiyle alakalı düzenlemeler yapılmıştır.

Tüm bunlarla beraber 2005 yılı sonrasında özellikle özelleştirmelerin hız kazanması, şirket birleşme ve satın almaları önemli düzeyde arttırmıştır. Bunun yanı sıra küreselleşen dünyada artık finans sektörünün de bir bütün haline gelmesine neden olmuş ve büyük finans şirketleri her ülkede faaliyet göstermeye başlamışlardır.

3.4.2. Sigorta

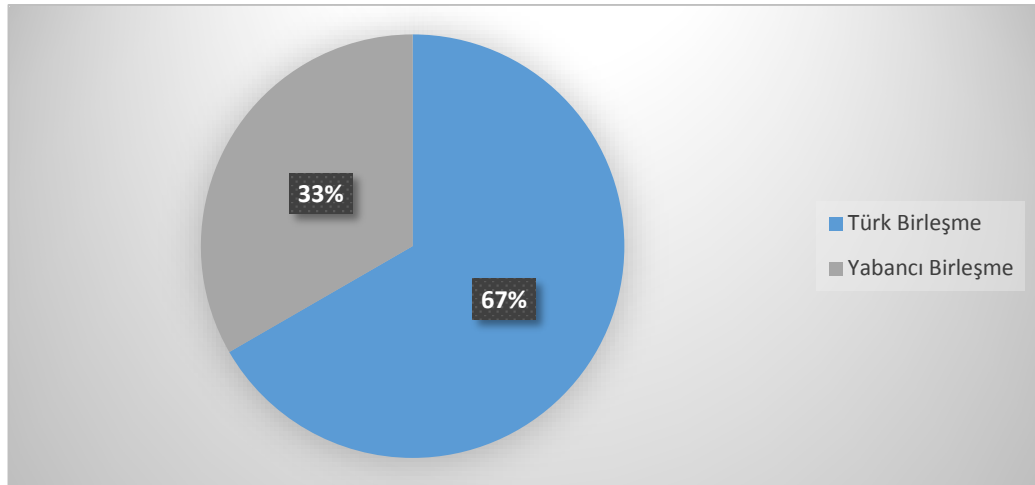
Şekil 18’de Türkiye’de sigortacılık alanında yapılan şirket birleşmeleri gösterilmektedir.



Şekil 18. Türkiye’de Sigorta Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)

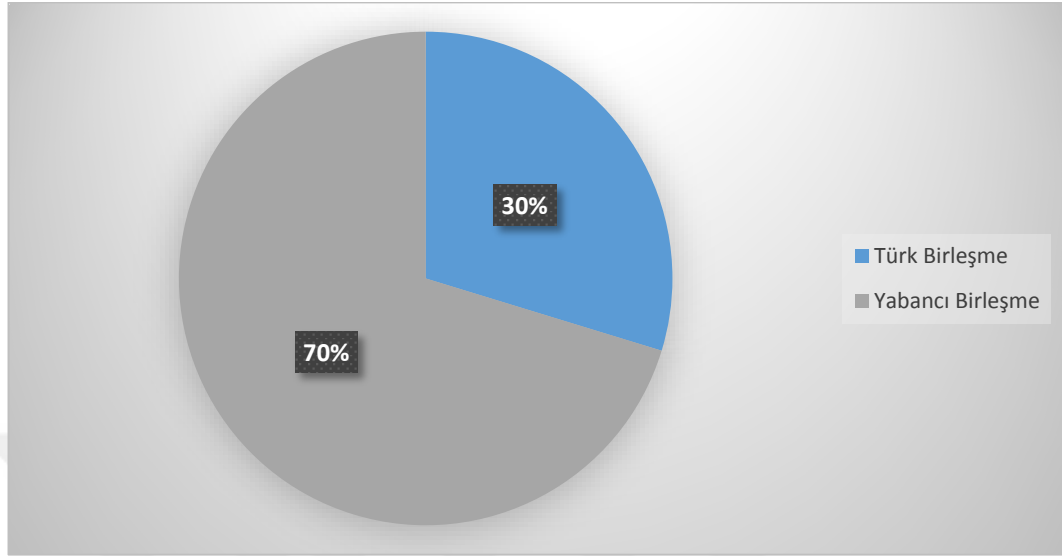
Sigortacılık sektöründe şirket birleşme ve satın almaları incelendiğinde finans sektöründe olduğu gibi 2004 yılı itibariyle hareketlenmeler başlamış ve 2008 yılı itibariyle en üst noktaya ulaşmıştır.

2009 krizi ve sonrasındaki dönem ise yine birleşme ve satın almalar üzerinde etkili olmuştur.



Şekil 19. 1996-2001 Dönemi Sigortacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

Birleşmelerin %67'si Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %33'ü Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir.



Şekil 20. 2002-2011 Dönemi Sigortacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

2002-2011 döneminde birleşmelerin %30'u Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %70'i Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir. 2002 öncesi döneme göre yabancı yatırımların ülkeye daha fazla geldikleri açıktır. Özellikle Hollanda ve Almanya kökenli şirketlerin sigortacılık sektöründe Türk şirketlerle birleştikleri tespit edilmiştir.

1996-2002 döneminde sigortacılık alanında 10 şirket birleşmesi olmuştur. Bu on şirket birleşmesinden yalnızca 3 tanesi yabancıların dahil olduğu bir şirket birleşmesidir. 2002 yılı sonrasında ise toplamda 36 şirket birleşmesi olmuştur. Bu 36 birleşmenin 26'sı yabancı kökenli şirketlerle Türk şirketlerinin birleşmesidir. Bu açıdan 2002 sonrasında sigortacılık alanına giren yabancı şirket sayısı oldukça fazla olmuştur. 2002 sonrasında yabancı şirketlerin ilgisinin arttığı bu verilerden gayet açıktır.

Sigortacılık alanında Türkiye'de birçok şirket birleşmesi olmuştur. Bu birleşmeler özellikle 2002 yılından sonra hız kazanmıştır. Bunun nedenlerinden biri 2002 sonrasında özellikle AB ile giriş sürecinde hızlandırmış olduğu politikalar bir

diğeri Türkiye nüfusunda sigorta yaptıracabilecek potansiyelde olan nüfusun fazla olmasıdır. Sigortacılık alanında hızlı gelişimi Tablo 8’de görmek mümkündür.

Tablo 8. Türkiye’de Yıllara Göre Yabancı Ortaklı Sigorta Şirketi Sayısı

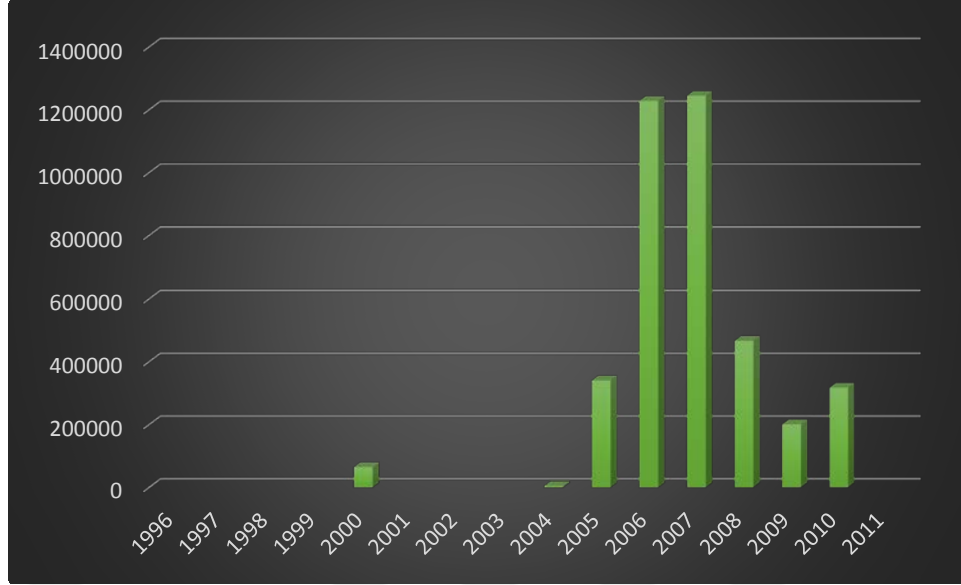
Yıllar	Yabancı Ortaklı Sigorta Şirketi Sayısı
2003	11
2004	16
2005	20
2006	24
2007	32
2008	41
2009	43
2010	44
2011	44

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Sigorta Denetleme Kurulu, Türkiye’de Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetleri Hakkında Rapor, 2011, s. 13.

Türkiye’de 2003-2011 dönemi incelendiğinde her yıl düzenli olarak yabancı ortaklı sigorta şirket sayısının arttığı görülmektedir. 2003 yılında yabancı ortaklı sigorta şirketi sayısı 11 iken, 2010 yılında 44 şirkete ulaşmıştır. Bununla beraber 2011 yılında artış kaydedilmemiştir.

3.4.3. Emlak

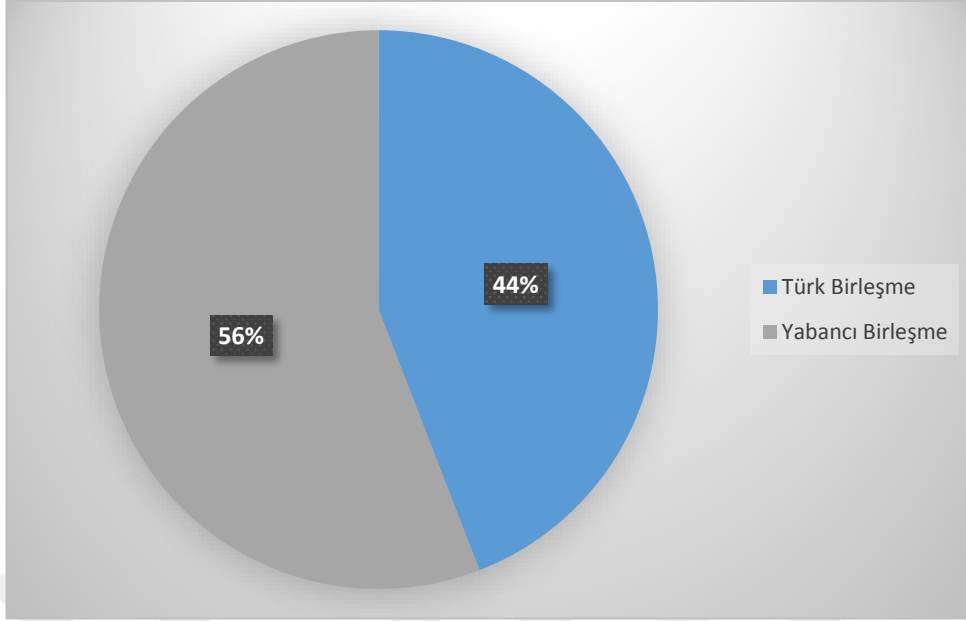
Şekil 21’de Türkiye’de emlak alanında yapılan şirket birleşmeleri gösterilmektedir.



Şekil 21. Türkiye’de Emlak Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)

2002 öncesine emlak sektöründe iki yerli işletme tarafından birleşme gerçekleşmiştir. 2002 öncesinde emlak sektöründe yabancı kökenli işletme ile birleşme veya satın alma söz konusu değildir. Bununla beraber 2005 yılı itibariyle yabancılar daha fazla ülkeye giriş yapmaya başlamışlar ve emlak sektöründe yabancı ve Türk birleşme ve satın almalar olmuştur. 2006 ve 2007 yıllarında en üst seviyeye ulaşmıştır.

Türkiye’de inşaat sektörünün gelişim göstermeye başlamasıyla beraber emlak sektörüne olan ilginin de arttığını söylemek mümkündür. Özellikle 2001 krizi sonrasındaki dönemde iç piyasaları canlandırmak adına inşaat sektörüne önem verilmiştir. İnşaat sektörünün gelişmeye başlaması ve konut sayısının artmasıyla beraber emlak sektörüne olan yatırımlarda artmıştır.



Şekil 22. 2002-2011 Dönemi Emlak Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

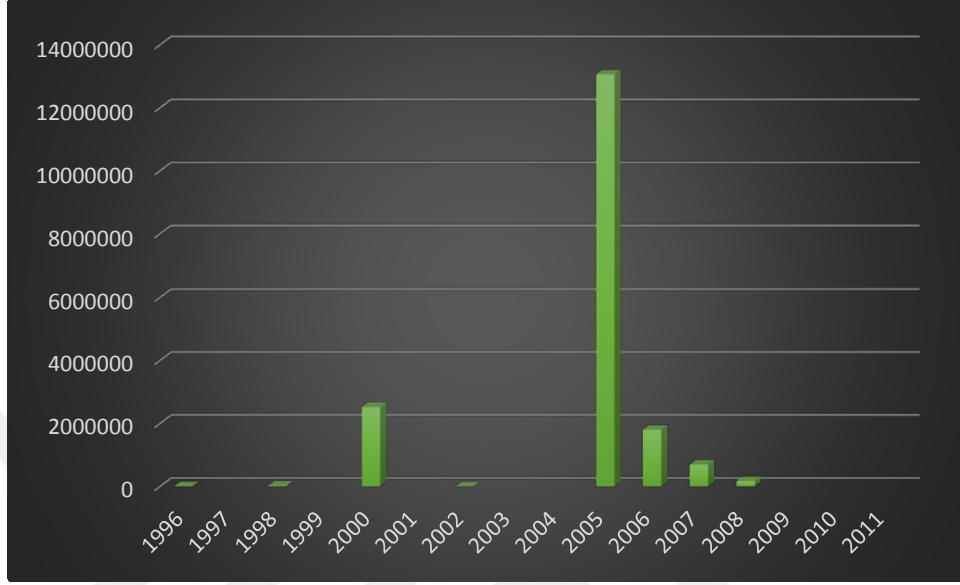
2002-2011 döneminde birleşmelerin %44'ü Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %56'sı Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir. 2002 öncesi döneme göre yabancı yatırımların ülkeye daha fazla geldikleri açıktır. Özellikle Hollanda ve Almanya kökenli şirketlerin sigortacılık sektöründe Türk şirketlerle birleştikleri tespit edilmiştir.

2002 öncesinde emlak sektöründe yalnızca tek bir şirket birleşmesi olmuştur. Bu birleşme yalnızca Türk şirketleri arasında gerçekleşmiştir. 2002 yılından 17 Aralık 2010 tarihine kadar olan süreç içerisinde ise emlak alanında 34 şirket birleşmesi olmuştur. 34 birleşmenin 19'u yabancı kökenli şirketlerle Türk şirketlerinin birleşmesiyle gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi 2002 yılı sonrasında emlak sektöründe yabancı kökenli birleşimler daha fazladır.

Emlak konusuyla alakalı gelişimler değerlendirildiğinde 2002 yılı sonrasında yabancı kökenli şirketlerle Türk kökenli şirket birleşmelerinin artış gösterdiği tespit edilmiştir. Bu konuda özellikle dönem hükümetinin inşaat sektörüne yönelik yatırımları teşvik etmesi önemli olmuştur. Bu durum yabancı kökenli şirketlerin Türkiye'de yatırım yapma isteklerinin artmasını sağlamıştır.

3.4.4. Telekomünikasyon

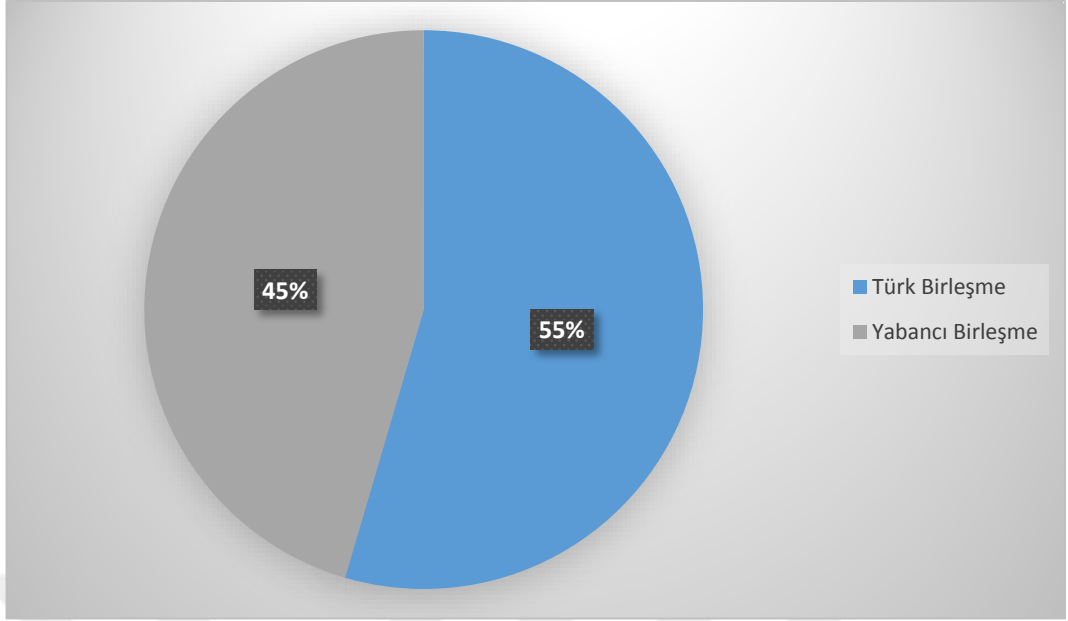
Şekil 23’de Türkiye’deki telekomünikasyon alanındaki şirket birleşmeleri gösterilmektedir.



Şekil 23. Türkiye’de Telekomünikasyon Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)

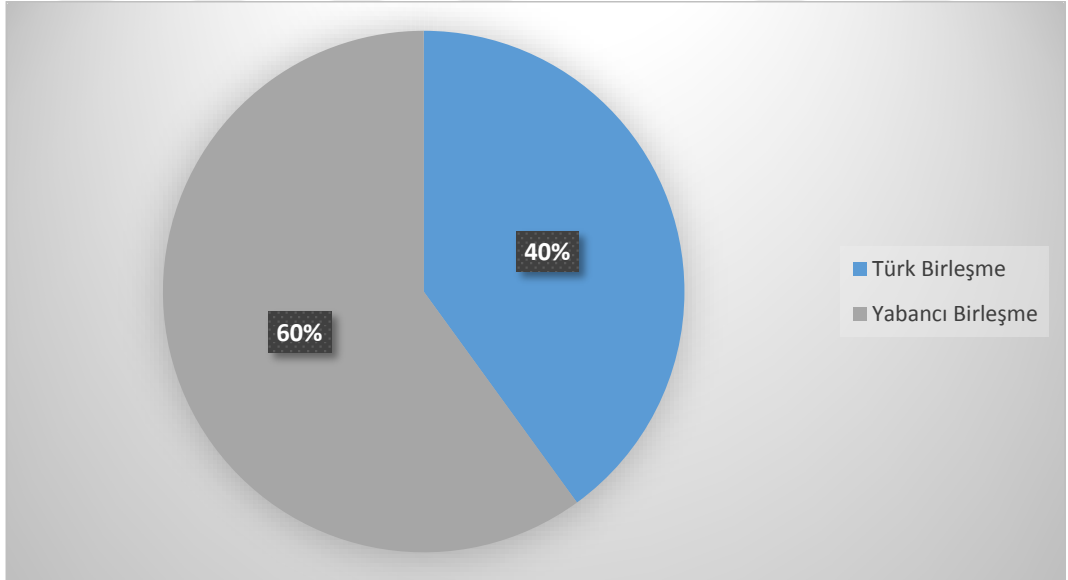
Telekomünikasyon sektöründe birleşme ve satın almalar incelendiğinde özellikle 2005 yılında ciddi bir artış olduğu görülmektedir.

2005 yılında rekor seviyede birleşme değerinin olmasının en önemli nedenlerinden biri Türk Telekom özelleştirmesidir. 6.500 milyon \$ ile Türk Telekom ihaleyi kazanan Oger Telecoms Girişim Grubu’na satılmıştır (Cantekinler vd. 2008).



Şekil 24. 1996-2001 Dönemi Telekomünikasyon Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

Birleşmelerin %55'i Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %45'i Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir.



Şekil 25. 2002-2011 Dönemi Telekomünikasyon Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

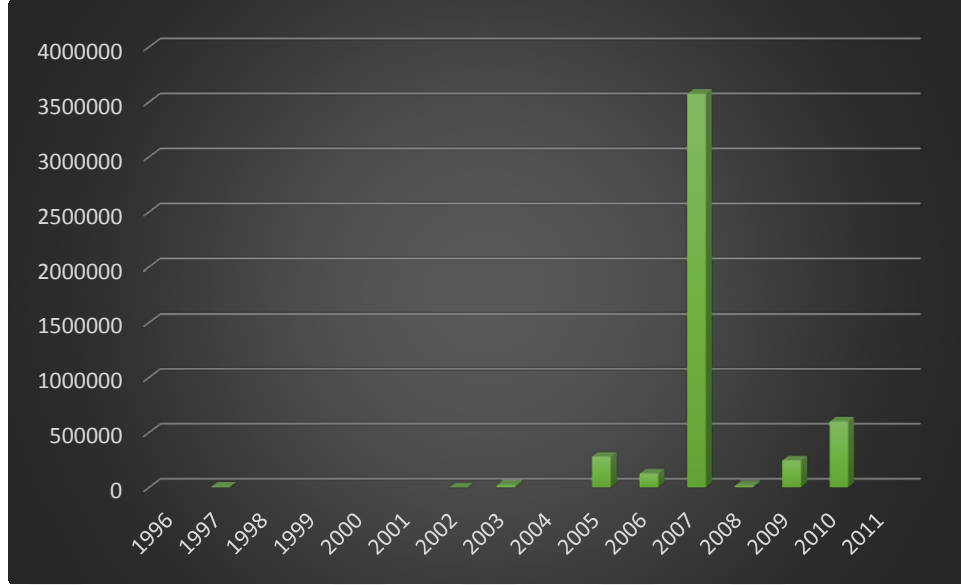
2002-2011 döneminde birleşmelerin %40'u Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %60'ı Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir. 2002 öncesi döneme göre yabancı yatırımların ülkeye daha fazla geldikleri açıktır. Bununla beraber özellikle ABD ve Kanada kökenli işletmelerle daha fazla birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleştirilmiştir.

1995 ile 2002 yılları arasında telekomünikasyon sektöründe toplam 9 şirket birleşmesi olmuştur. Söz konusu dönemde birleşmelerin 5'i yabancı kökenli şirketler ile Türk kökenli şirketlerinden meydana gelmişken, 4'ü Türk kökenli şirketlerin birleşmelerinden meydana gelmiştir. 2002 yılından sonra ise toplamda 32 şirket birleşmesi olmuştur. Bu şirket birleşmelerinin 14'ü Türk şirketleri arasında gerçekleştirilmişken, 18'i yabancı kökenli şirketlerle Türk kökenli şirketlerinin birleşmesiyle gerçekleşmiştir. Telekomünikasyon sektörüne 2002 yılı öncesinde de sonrasında da yabancı şirketlerin ilgisinin olduğu açıktır. Yalnızca 2002 yılı sonrasında yabancı şirketlerin bu sektöre olan ilgisi daha da artmıştır.

Telekomünikasyon sektörü dünyada hızlı gelişim gösteren sektörlerden biridir. Bu durum kendini Türkiye'de göstermiştir. Bu durum 2002 yılı öncesinde de bu alanda Türkiye'de şirket birleşmelerinin yapılmasına neden olmuştur. Ancak 2002 sonrasında da bu sektörde şirket birleşmelerinde hız kazanılması söz konusu olmuştur. Bunda geçmişte çoğunlukla devlet kontrolünde olan alanların giderek özelleştirmelerle birlikte özel sektöre bırakılması, GSM firmalarının kurulması gibi sebepler bulunmaktadır.

3.4.5. Taşımacılık

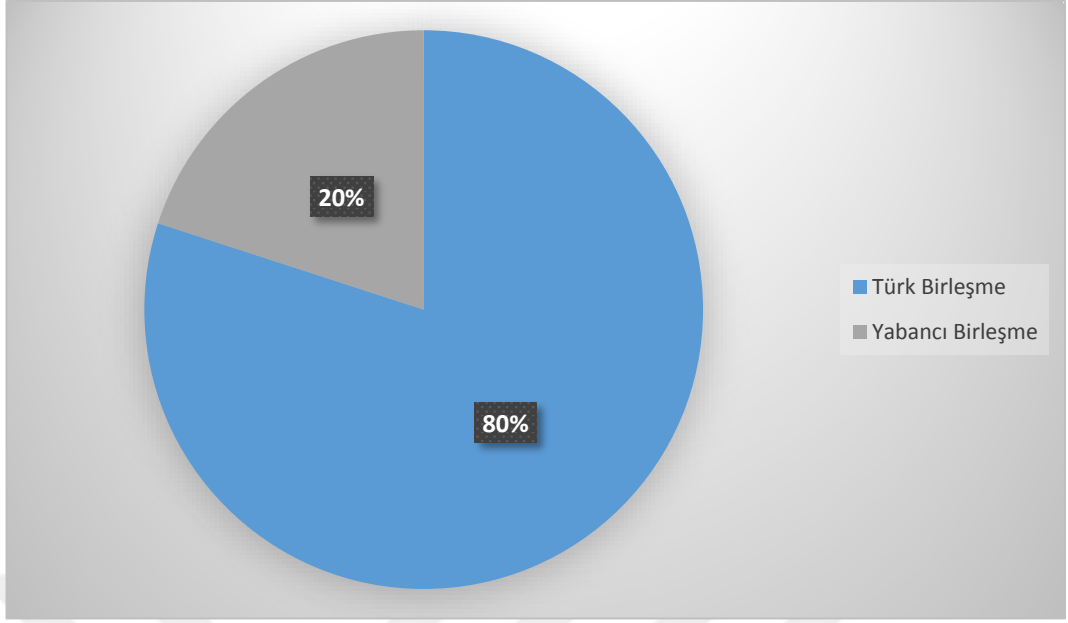
Şekil 26'da Türkiye'deki taşımacılık alanındaki şirket birleşmeleri gösterilmektedir.



**Şekil 26. Türkiye’de Taşımacılık Sektöründeki Şirket Birleşmeleri
(Değer Bin \$)**

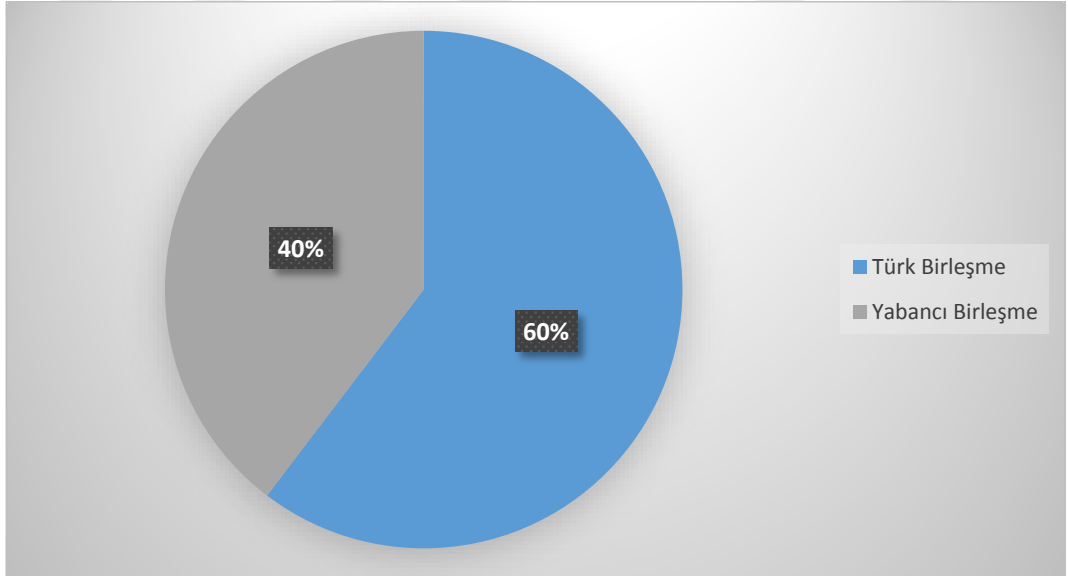
Taşımacılık sektöründe birleşme ve satın almalar incelendiğinde özellikle 2007 yılında ciddi bir artışın olduğu kaydedilmiştir.

2007 yılındaki bu artışın en önemli nedenleri arasında 2007 yılı itibariyle TCDD Derince ve TCDD Mersin limanlarının özelleştirilmiş olmasıdır. Taşımacılık alanında TCDD’nin iki limanının özelleştirme kapsamında satılmış olması, 2007 yılındaki artışın sebebi olarak görülebilir.



Şekil 27. 1996-2001 Dönemi Taşımacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

Birleşmelerin %80'i Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %20'si Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir.



Şekil 28. 2002-2011 Dönemi Taşımacılık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

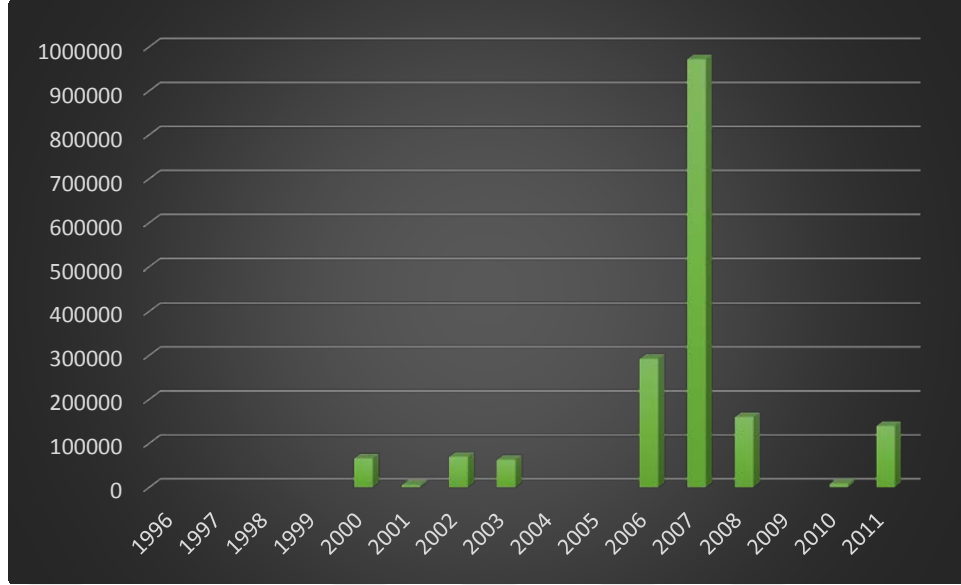
2002-2011 döneminde birleşmelerin %40'u Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %60'ı Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir. 2002 öncesi döneme göre yabancı yatırımların ülkeye daha fazla geldikleri açıktır. Bununla beraber özellikle Birleşik Arap Emirlikleri kökenli işletmelerle özellikle 2008 sonrasında daha fazla birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleştirilmiştir.

2002 yılından önce taşımacılık alanında 5 şirket birleşmesi olmuştur. Bu 5 birleşmenin yalnızca birinde yabancı kökenli bir şirket birleşmeye dahil olmuştur. 2002 yılı sonrasında ise 58 şirket birleşmesi söz konusu olmuştur. Bu şirket birleşmelerinin 35'i Türk şirketlerinin birleşmesinden meydana gelmişken, 23'ü yabancı şirketler ile Türk şirketlerinin birleşmesinden meydana gelmiştir. Bu açıdan taşımacılık alanında 2002 sonrasında yabancı şirketlerin ilgisi artmış olsa da bu alanda daha çok Türk şirketleri yer bulmuş olduğunu söyleyebilmemiz mümkündür.

Taşımacılık hizmetleri veren şirket birleşmeleri 2002 yılından sonra hız kazanmıştır. Bu sektöre giren yabancı kökenli şirket sayısı da artmıştır. Ancak 2002 sonrasında Türk şirketlerin kendi aralarında daha fazla birleşmeye gitmiştir. Bu durum bu alanda yabancı şirketlerin ilgisini çeken büyük bir değişikliğin olmadığı söylememize neden olabilmektedir.

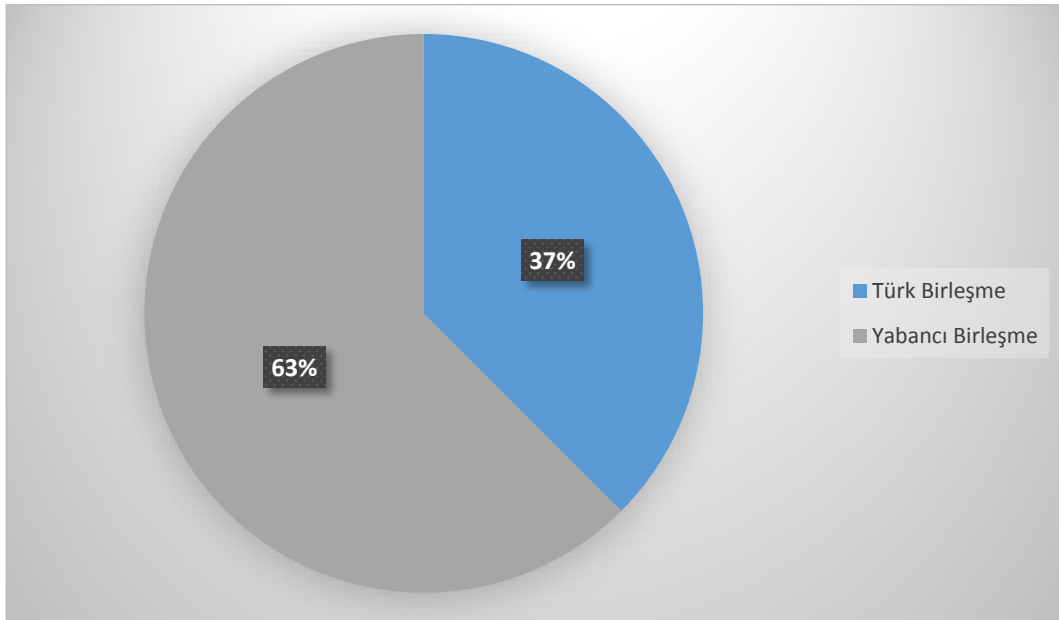
3.4.6. Sağlık

Şekil 29'da Türkiye'deki sağlık alanındaki şirket birleşmeleri gösterilmektedir.



Şekil 29. Türkiye’de Sağlık Sektöründeki Şirket Birleşmeleri (Değer Bin \$)

Sağlık sektöründe birleşme ve satın almalar incelendiğinde özellikle 2007 yılında ciddi bir artışın olduğu kaydedilmiştir. Bununla beraber 2002 öncesinde birleşmelerin tamamı yabancı şirketlerle yapılmıştır.



Şekil 30. 2002-2011 Dönemi Sağlık Sektörü Türk ve Yabancı Şirket Birleşmeleri (Birleşme Adedi)

2002-2011 döneminde birleşmelerin %37'si Türk ve Türk şirket arasında gerçekleşmişken, %63'ü Türk ve yabancı şirket arasında gerçekleşmiştir. 2002 öncesi döneme göre yabancı yatırımların ülkeye daha fazla geldikleri açıktır. Bununla beraber özellikle Macaristan kökenli işletmelerle özellikle 2008 sonrasında daha fazla birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleştirilmiştir.

2002 yılı öncesinde sağlık alanında olan toplam şirket birleşme sayısı 3'tür. Söz konusu bu üç birleşmede yabancı kökenli şirketlerle yapılmıştır. 2002 yılı sonrasında ise 45 tane şirket birleşmesi olmuştur. Bu birleşmelerin 15 Türk kökenli şirketler arasında yapılmışken 30'u ise yabancı kökenli şirketlerle Türk kökenli şirketler arasında yapılmıştır. Bu durum bize sağlık sektöründe özellikle ilaç sanayisi kapsamında yabancı kökenli şirketlerin Türkiye'ye ilgilerin oldukça fazla olduğunu ortaya koymaktadır.

Sağlık hizmetleri konusunda 2002 sonrasında yabancı kökenli şirketlerle Türk kökenli şirketlerin birleşme sayıları oldukça artmıştır. Bunun nedenlerinden bir sağlık sektörü içerisinde ilaç sektörü firmalarının bulunmasıdır. İlaç sektörüne olan ilginin her dönem yüksek olduğunu ifade etmemiz mümkündür. Bir diğer neden sağlık alanında görev yapan özel kurum sayısının 2000'li yıllardan sonra artış göstermesi olabilecektir. Bunun dışında 2002 yılından sonra Sağlıkta Dönüşüm Programı kapsamında kamu hastanelerinin yönetimlerini ve bütçelerini özerk olarak yönetmek durumunda olmaları gibi sebepler Türkiye'de şirket birleşmelerinin artmasına neden olmuş olabilir. Bu durumlar bu alanda yabancı kökenli şirketlerin ilgilerinin Türkiye'ye çekilmesine sebep olmuş olabilir.

Bu bölümde 1996-2011 dönemi için sektörel bazda şirket birleşme ve satın almaları incelenmiştir. Bununla beraber tüm sektörlerde özellikle 2005-2008 dönemi itibarıyla birleşme ve satın almaların yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. 2005-2008 döneminde devletin gelir elde etme amacıyla özellikle özelleştirmelere yönelmesi, birleşme ve satın almaları önemli düzeyde arttırmıştır. Finans, sigorta, emlak, telekomünikasyon ve sağlık sektörlerinde özellikle 2005-2008 dönemindeki birleşme ve satın almalar dikkat çekicidir. Bu dönemde devlet politikalarının tüm sektörler için dışa açık olarak yönlendirilmesi ve devlete gelir elde etme çabası nedeniyle, birleşme ve satın almalar önemli düzeyde yüksektir. Bu

dönemde özellikle TCDD'nin iki limanının özelleştirilmesi ve Telekomünikasyon sektöründe Türk Telekom özelleştirilmesi en büyük satın almalar olarak görülmektedir.

Şirket birleşme ve satın almalarında birçok faktör etkili olmaktadır. Bununla beraber bu tez çalışmasında elde edilen en önemli sonuçlardan biri, şirket birleşme veya satın almalarında etkili olan en önemli faktörlerden biri devlet politikalarıdır. 1996-2011 dönemine ilişkin sektörel bazda şirket birleşme ve satın almaları incelenmiş ve bazı dönemlerde önemli artışların olduğu kaydedilmiştir. Özellikle özelleştirmelerin yoğun olarak yaşandığı yıllarda şirket birleşme ve satın almaları da önemli düzeyde yüksektir. Araştırmada incelenen sektörlerin tamamında 2005-2008 döneminde rekor seviyelerde birleşme ve satın almalar olduğu tespit edilmiştir. 2005-2008 döneminde özellikle devletin gelir elde etme amacıyla özelleştirme yolunu tercih etmesinden kaynaklı olarak bu dönemde birleşme ve satın almaların finansal değerleri oldukça yüksektir. Taşımacılık sektöründe TCDD'nin iki limanının özelleştirilmesi ve Telekomünikasyon sektöründe Türk Telekom özelleştirilmesi bunlara en iyi örnekler arasında yer almaktadır.

Türkiye yapısal açıdan farklı süreçlerden geçmiştir. Bu kapsamda farklı süreçlerle birlikte ekonomide ortaya çıkan farklılıklar işletmelerin de farklı süreçlerden geçmelerine neden olmuştur. Türkiye'ye yürütülen politikalar ve yasal düzenlemeler kapsamında şirketlerin mali durumları farklılık göstermiştir. Bu durum kendisini özellikle 2002 senesinden sonra göstermiştir. 2002 senesi sonrasında yapılan değişiklikler kapsamında yabancı kökenli şirketler Türkiye'ye yönelik yatırımlarını artırmıştır. Bu durum yabancı kökenli şirketlerin Türk kökenli şirketlerle birleşme süreçlerinin artmasıyla kendini göstermektedir. Özellikle finans, sağlık ve hizmet sektörüyle alakalı olarak yapılan değişikliklerin bu süreçte etkileri olduğu görülmektedir.

3.5. Ekonometrik Analiz

3.5.1. Birim Kök Testi

Araştırmada öncelikle değişkenlere birim kök testi yapılmış ve test sonuçları kapsamında analizlere karar verilmiştir.

Bu çalışmada serilerin durağanlık tespitine yönelik olarak 2 testten yararlanılmıştır. Bunlar Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF TEST) birim kök testi ve Phillips-Perron (PP) birim kök testidir (Gujarati 2006, 718-757).

ADF Testi;

$H_0: \delta = 0$ birim köke sahiptir

$H_1: \delta < 0$ birim köke sahip değildir

H_0 hipotezi reddedilirse serinin orijinal düzeyinde durağan olduğu, H_0 hipotezi reddedilemiyorsa serinin durağan olmadığı sonucuna varılır. Orijinal düzeyinde durağan olmayan bir serinin durağanlığı sağlanıncaya kadar devresel farkı alınmaktadır. Böylece seri durağan hale getirilmektedir.

PP Testi;

$H_0: \delta = 0$ birim köke sahiptir

$H_1: \delta < 0$ birim köke sahip değildir

H_0 hipotezi durağan olmayan seriyi verirken alternatif hipotez serinin durağan olduğunu doğrular.

Tablo 9. İşlem Adedi Değişkeni Birim Kök Testi

	İşlem Adedi			
	ADF test		PP testi	
	Düzye	1.fark	Düzye	1.fark
Sabitli ve trendsiz	1,86(0)	2,77(0)*	2,22(5)*	
Sabitli ve trendli	2,40(2)	3,85(1)*	2,21(15)	3,59(8)*
Sabitli ve trendli	3,68(1)	4,19(1)*	2,93(15)	4,70(14)*

* ADF ve PP testi; %5 anlamlılıkta kritik değer sabitsiz ve trendsiz model için 1,95, sabitli ve trendsiz model için 2,98, sabitli ve trendli model için 3,60'dır. KPSS testi; %5 anlamlılıkta kritik değer sabitli ve trendsiz model için 0,46, sabitli ve trendli model için 0,14'dür.

*Parantez içi değerler Schwarz ve Newey-West Bandwidth kriterlerine göre hesaplanan gecikme değerleridir.

İşlem adedi değişkeni ADF ve PP testlerine göre düzey değerinde durağan olmamakla beraber 1.farkında durağan hale gelmektedir.

Tablo 10. İşlem Değeri Değişkeni Birim Kök Testi

	İşlem Değeri			
	ADF test		PP testi	
	Düzyey	1.fark	Düzyey	1.fark
Sabitsiz ve trendsiz	1,87(0)	3,11(0)*	1,94(1)	3,11(1)*
Sabitli	1,36(0)	4,27(0)*	1,41(1)	4,25(1)*
Sabitli ve trendli	0,95(0)	5,09(0)*	0,95(0)	5,09(1)*

* ADF ve PP testi;%5 anlamlılıkta kritik değer sabitsiz ve trendsiz model için 1,95, sabitli ve trendsiz model için 2,98, sabitli ve trendli model için 3,60'dır.KPSS testi; %5 anlamlılıkta kritik değer sabitli ve trendsiz model için 0,46, sabitli ve trendli model için 0,14'dür.

*Parantez içi değerler Schwarz ve Newey-West Bandwidth kriterlerine göre hesaplanan gecikme değerleridir.

İşlem değeri değişkeni ADF ve PP testlerine göre düzey değerinde durağan olmamakla beraber 1.farkında durağan hale gelmektedir.

Tablo 11. GSYİH Değişkeni Birim Kök Testi

	GSYİH			
	ADF test		PP testi	
	Düzyey	1.fark	Düzyey	1.fark
Sabitsiz ve trendsiz	3,37(0)*		3,37(0)*	
Sabitli	0,01(0)	3,27(0)*	0,01(0)	3,27(0)*
Sabitli ve trendli	1,76(0)	3,65(0)*	1,76(0)	3,68(0)*

* ADF ve PP testi;%5 anlamlılıkta kritik değer sabitsiz ve trendsiz model için 1,95, sabitli ve trendsiz model için 2,98, sabitli ve trendli model için 3,60'dır.KPSS testi; %5 anlamlılıkta kritik değer sabitli ve trendsiz model için 0,46, sabitli ve trendli model için 0,14'dür.

*Parantez içi değerler Schwarz ve Newey-West Bandwidth kriterlerine göre hesaplanan gecikme değerleridir.

GSYİH değişkeni ADF ve PP testlerine göre düzey değerinde durağan olmamakla beraber 1.farkında durağan hale gelmektedir. Tüm değişkenler 1.farklarında durağan hale gelmektedirler. Değişkenlerin tümünün birinci farkta durağan hale gelmesi Johansen Eşbütünleşme testinin uygulanabilirliğini göstermektedir.

3.5.2. Johansen Eşbütünleşme Testi

Zaman serileri orijinal seviyelerinde durağan olmamalarına karşın birkaç zaman serisi uzun dönemde durağanlığa ulaşabilmektedir. Bu durum eşbütünleşmeyi ifade etmektedir. İki ya da daha çok zaman serisinde eşbütünleşme olması bu seriler arasındaki uzun dönem ilişkisini göstermektedir. İki ya da daha fazla değişken arasında ortak stokastik süreç ve belirleyici trend mevcut ise, bu durum serilerin uzun dönemde hareket ettiklerini göstermektedir. Tespit edilen bu tür eşbütünleşik ilişkiler genel olarak uzun dönem istikrarlı denge olarak ifade edilmektedir (Gujarati 2006, 763).

Eşbütünleşme testi öncesinde gecikme uzunluğu aşağıdaki tablo ile belirlenmiştir.

Tablo 12. Gecikme Uzunluğu Belirleme Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	13.04256	NA	4.78e-05	-1.434651	-1.297710	-1.447327
1	43.67975	43.76743*	2.28e-06*	-4.525679	-3.977916*	-4.576385
2	54.29799	10.61823	2.32e-06	-4.756855*	-3.798269	-4.845590
3	63.14231	5.053901	5.24e-06	-4.734616	-3.365208	-4.861380*

Gecikme uzunluğunun belirlenmesine yönelik kriterler incelendiğinde LR, FPE ve SC kriterlerine göre gecikme “1” olarak belirlenmiştir.

Tablo 13. Trace İstatistiğine Göre Koentegrasyon Testi

Hipotezler	Özdeğer	Trace İstatistiği	%5 Kritik Değer	p
Yok*	0,811479	41,25590	29,79707	0,0016
En fazla 1*	0,619488	16,22774	15,49471	0,0387
En fazla 2	0,109178	1,734166	3,841466	0,1879

Tablo 14. Max-Eigen İstatistiğine Göre Koentegrasyon Testi

Hipotezler	Özdeğer	Max-Eigen İstatistiği	%5 Kritik Değer	p
Yok*	0,811479	25,02816	21,13162	0,0134
En fazla 1*	0,619488	14,49357	14,26460	0,0460
En fazla 2	0,109178	1,734166	3,841466	0,1879

Eşbütünleşme testi sonuçları incelendiğinde, GSYİH ile Türkiye’deki şirket birleşme ve satın almalarının adedi ve değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki mevcuttur. Bununla beraber ilişkinin hangi yönde olduğunu tespit etmek ve kısa dönem ilişkinin varlığını araştırmak adına Hata Düzeltme Modeli uygulanmıştır.

3.5.3. Hata Düzeltme Modeli

Eşbütünleşme testi sonucunda aralarında uzun dönem ilişki olduğu kabul edilen değişkenlerin kısa dönemde aralarındaki ilişkinin varlığı hata düzeltme modeli ile tespit edilmiştir.

Hata düzeltme modeli aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir:

$$\Delta Y_t = \theta_0 + \sum_{i=1}^{k-1} \theta_i \Delta Y_{t-i} + \alpha \beta' Y_{t-k} + e_t$$

Denklemde Δ fark işlemcisini, ΔY_t değişkenleri, θ_0 sabiti, temsil etmektedir, e_t hata terimidir. β matrisi r ($r \leq n-1$) koentegre edici vektörlerden meydana gelmektedir. α matrisi ($\Pi = \alpha\beta'$) hata düzeltme parametrelerini kapsamaktadır (Gujarati 2006, 764).

Tablo 15. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (I)

	D(GSYİH)	D(DEGER)	D(ADET)
CointEq1	-0.072729 (0.17724) [-0.41033]	-5.234799 (3.18392) [-1.64414]	2.014660 (1.03991) [1.93734]
D(GSYİH(-1))	0.297015 (0.47505) [0.62522]	6.178014 (8.53364) [0.72396]	-2.521588 (2.78721) [-0.90470]
D(DEGER(-1))	-0.014455 (0.01990) [-0.72647]	-0.255618 (0.35744) [-0.71515]	0.169866 (0.11674) [1.45504]
D(ADET(-1))	-0.004862 (0.04743) [-0.10251]	-1.303617 (0.85208) [-1.52993]	0.036823 (0.27830) [0.13231]
C	0.017769 (0.00955) [1.86101]	0.397496 (0.17152) [2.31753]	0.080479 (0.05602) [1.43662]

Not: t tablo değeri %5 anlamlılık düzeyinde 1,96'dır.

Hata düzeltme modeli için gecikme katsayısı Shwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

$$D(GSYİH)=0,017-0,014D(DEGER)_{t-1}-0,004D(ADET)_{t-1}$$

Hata düzeltme modeli sonuçlarına göre GSYİH ile birleşme ve satın alma adeti ve birleşme ve satın alma toplam değeri arasında kısa dönemde ilişki tespit edilememiştir.

Tablo 16. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (II)

	D(DEGER)	D(GSYİH)	D(ADET)
CointEq1	-0.053565 (0.03258) [-1.64414]	-0.000744 (0.00181) [-0.41033]	0.020615 (0.01064) [1.93734]
D(DEGER(-1))	-0.255618 (0.35744) [-0.71515]	-0.014455 (0.01990) [-0.72647]	0.169866 (0.11674) [1.45504]
D(GSYİH(-1))	6.178014 (8.53364) [0.72396]	0.297015 (0.47505) [0.62522]	-2.521588 (2.78721) [-0.90470]
D(ADET(-1))	-1.303617 (0.85208) [-1.52993]	-0.004862 (0.04743) [-0.10251]	0.036823 (0.27830) [0.13231]
C	0.397496 (0.17152) [2.31753]	0.017769 (0.00955) [1.86101]	0.080479 (0.05602) [1.43662]

Not: t tablo değeri %5 anlamlılık düzeyinde 1,96'dır.

Hata düzeltme modeli için gecikme katsayısı Shwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

$$D(DEGER)=0,397+6,178D(GSYİH)_{t-1}-1,303D(ADET)_{t-1}$$

Hata düzeltme modeli sonuçlarına göre birleşme ve satın alma toplam değeri ile birleşme ve satın alma adeti ve GSYİH arasında kısa dönemde ilişki tespit edilememiştir.

Johansen Eşbütünleşme testi ve Hata Düzeltme Modeli sonuçlarına göre birleşme ve satın almalar kısa dönemde değil ancak uzun dönemde GSYİH değişkenini etkilemektedir.

SONUÇ

Şirket birleşme ve satın almaları, doğrudan yabancı sermaye girişi olarak sınıflandırılmaktadır. Bu sermaye girişi ile ülkelerin mülkleri ve ekonomik varlıkları el değiştirmektedir. Dolayısıyla bu süreç serbestleşmenin yanı sıra aynı zamanda “sanayisizleşme” ve “mülksüzleşme” olarak ifade edilmektedir. 1980’li yıllar sonrasında uygulanan istikrar ve yapısal uyum politikaları kapsamında Latin Amerika ülkeleri sanayisizleşmeye sürüklenmiştir. Artan borçların baskısı altında özelleştirme politikaları kapsamında kamusal varlıklar, küresel sermayeye devredilmiştir. Borçlu diğer çevre ülkeleri de bu dönemde başta iletişim sektörü olmakla beraber önemli sanayi işletmelerinin devretmişlerdir. Bu süreç derinleşerek devam etmiş ve Türkiye’nin aralarında bulunduğu Asya ülkelerine kaymıştır. Türkiye özellikle 2001 krizi sonrasında yüksek dış borçlarla karşı karşıya kalmıştır. Dış borçların ödenmesi kapsamında uygulanan istikrar ve yapısal uyum politikaları kapsamında özellikle 2004 dönemi sonrasında özelleştirmeler hız kazanmaya başlamıştır. Türkiye yeniden borçlanabilmek adına varlıklarını küresel sermayeye devretmiştir. Bu durum Türkiye’nin mülksüzleşmesine neden olmuştur ve olmaktadır.

Bu araştırmada zaman serisi analizleri kapsamında ekonomik büyüme ile şirket birleşme ve satın almaları arasında ilişki incelenmiştir. Eşbütünleşme testi sonuçları incelendiğinde, GSYİH ile Türkiye’deki şirket birleşme ve satın almalarının adedi ve değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki mevcuttur. Hata düzeltme modeli sonuçlarına göre GSYİH ile birleşme ve satın alma adedi ve birleşme ve satın alma toplam değeri arasında kısa dönemde ilişki tespit edilememiştir. Hata düzeltme modeli sonuçlarına göre birleşme ve satın alma toplam değeri ile birleşme ve satın alma adedi ve GSYİH arasında kısa dönemde ilişki tespit edilememiştir. Şirket birleşme ve satın almalar uzun dönemde ekonomiye katkı sağlamaktadır.

Ekonomik büyüme, ekonomideki birçok makroekonomik değişkenle doğrudan ilişkili konumdadır. Bunlardan en önemlileri arasında ithalat (Özer ve

Erdoğan, 2006; Taştan, 2010) ihracat (Yiğidim ve Köse, 1997; Özer ve Erdoğan, 2006; Taştan, 2010; Şimşek ve Kadılar, 2010), istihdam (Arslan, 2009; Ekinci, 2011), enflasyon (Berber ve Artan, 2004) ve dış borç (Kara, 2001; Telatar ve Terzi, 2009) olarak ifade edilmektedir. Bununla beraber literatürde birçok araştırma ekonomik büyümenin farklı değişkenlerle arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bahar (2006) çalışmasında eğitim, sağlık, sosyal güven ve altyapı alanında yapılan kamu harcamalarının, Aslan ve Küçükaksoy (2006) finansal gelişmenin, Güvenek ve Alptekin (2010) enerji tüketiminin, Altın ve Kaya (2009) AR-GE harcamalarının, Kızılgöl ve Erbaykal (2008) turizm gelirlerinin, Taban ve Kar (2006) beşeri sermayenin büyüme üzerine etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Ekonomik büyüme üzerine birçok makroekonomik değişkenin etkili olduğu literatürde farklı araştırmalar kapsamında tespit edilmiştir. Bununla beraber şirket birleşme ve satın almaların ekonomik büyüme üzerine etkisini inceleyen çalışmaya rastlanmamıştır. Bu araştırma kapsamında şirket birleşme ve satın alma adetleri ile bu birleşme ve satın alma değerlerinin ekonomik büyüme üzerine uzun dönemli etki yarattığı tespit edilmiştir. Araştırmada kısa dönem ilişkisi tespit edilememekle beraber uzun dönemde şirket birleşme ve satın alma adetleri ile bu birleşme ve satın alma değerlerinin ekonomik büyüme üzerine etkili olduğu istatistiksel olarak kanıtlanmıştır.

Araştırma sonuçları kapsamında öneriler şu şekildedir:

- Bu araştırmada şirket birleşme ve satın almaları sadece Türkiye için incelenmiştir. İleride yapılacak olan çalışmalarda özellikle Avrupa ülkeleri verileri de alınarak karşılaştırmalar yapılabilir.
- İleride yapılacak olan çalışmalarda kamu ve özel sektörde yapılan şirket birleşmeleri ele alınarak karşılaştırmalı olarak incelenebilir.
- Kamu sektöründe yapılan özelleştirmelerin etkisinin daha net görülebilmesi amacıyla GSYİH değişkeninin yanı sıra kamu gelirlerinin de analize katılması önemli olabilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Gujarati, D. N. Temel Ekonometri, (Çev. Ümit Şenesen ve Gülay Göktürk Şenesen), Literatür Yayınları, 2012.

İçke, B. Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü, Derin Yayınları, İstanbul, 2007.

Okka, O. Analitik Finansal Yönetim, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Basım, Mayıs, Ankara, 2009.

Sarıkamış, C. Şirket Birleşmeleri, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2003.

Sürelî Yayınlar

Altın, O. ve Kaya, A. Türkiye’de Ar-Ge Harcamaları Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensel İlişkinin Analizi. Ege Akademik Bakış, 2009, 9 (1): 251-259.

Arslan, H. B. 'Kriz-Büyüme-İstihdam' üçgeninde 1994 Ve 2001 Krizleri. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 2009, 64(02), 031-042.

Aslan, A. G. Ö., & Küçükaksoy, İ. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye ekonomisi üzerine ekonometrik bir uygulama. Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi, 2006, (4), 25-38.

Bahar, O. Turizm Sektörünün Türkiye’nin Ekonomik Büyümesi Üzerindeki Etkisi: VAR Analizi Yaklaşımı. Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2006, 13(2), 137-150.

Berber, M., & Artan, S. Enflasyon ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye örneği (No. 2004/21). Discussion Paper, Turkish Economic Association, 2004, 1-15.

Çakır, H. M., & Gülcan, Z. Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. Mali Çözüm Dergisi, 2012, 1(1):79-108.

Ekinci, A. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme ve istihdama etkisi: Türkiye uygulaması (1980-2010). Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2011, 6(2):1-15.

Genç, A., & Coşkun, E. Birleşme ve Satın Alma Duyurularında Anormal Getiri: Satın Alan Şirket ve Hedef Şirket Açısından Bir İnceleme. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2013, 17(3), 359-376.

Güvenek, B., & Alptekin, V. Enerji tüketimi ve büyüme ilişkisi: OECD Ülkelerine İlişkin bir panel veri analizi. Enerji, Piyasa ve Düzenleme, 2010, 1(2), 172-193.

Heron, Randall, A. ve Lie, Erik On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets, The Journal of Business, 2006, 79(4): 1783-1807.

Kahveci, E. İşletme Stratejileri Ve İhracat Performansı İlişkileri. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD), 2012, 4(6):2-34.

Kara, M. Türkiye'nin Ekonomik Büyüme Sürecinde Dış Borç Çıkmazı. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2001, 6(1):1-13.

Kızılgöl, A.G. & Erbaykal, E. Türkiye'de turizm gelirleri ile ekonomik büyüme ilişkisi: bir nedensellik analizi. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2008, 13(2):1-12.

Koçoğlu, D. Büyük Sanayi Kuruluşlarının Büyüme Stratejilerinin BAHS ile Değerlendirilmesi: Denizli Örneği. Ege Akademik Bakış Dergisi, 2012, 12(2), 267-283.

Özdemir, K., & Keten, M. (2010). Ekonomik Ve Finansal Krizlerin Şirket Birleşmeleri Üzerindeki Etkilerinin 2001 ve 2007-2009 Krizleri Bağlamında Değerlendirilmesi. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 8(14), 105-122.

Özer, M., & Erdoğan, L. Türkiye’de İhracat, İthalat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkilerin Zaman Serisi Analizi. Ekonomik Yaklaşım, 2006, 17(60-61), 93-110.

Phillips, G. M., & Zhdanov, A. R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity. The Review of Financial Studies, 2012, 26(1), 34-78.

Sinha, N., Kaushik, K. P., & Chaudhary, T. Measuring post merger and acquisition performance: An investigation of select financial sector organizations in India. International journal of Economics and Finance, 2010, 2(4), 190.

Şahin, İ. E., & Yılmaz, B. Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri. Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 2010, (19): 63-74.

Şimşek, M., & Kadılar, C. Türkiye’de beşeri sermaye, ihracat ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin nedensellik analizi. CÜ İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2010, 11(1), 115-140.

Taban, S., & Kar, M. Beşeri Sermaye ve Ekonomik Büyüme Nedensellik Analizi, 1969-2001. Sosyal Bilimler Dergisi 2006/1:15-182.

Taştan, H. Türkiye’de ihracat, ithalat ve ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkilerinin spektral analizi. Ekonomi Bilimleri Dergisi, 2010, 2(1):1-15.

Telatar, O. M., & Terzi, H. Türkiye’de ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi ilişkisi. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2009, 23(2).

Türksoy, S. S., Kaygalak, S., & Koçak, N. Uluslararası Otel İşletmelerinin Büyüme Stratejileri: Hilton Worldwide Türkiye Örneği. İşletme Fakültesi Dergisi, 2013, 4(2), 89-108.

Yiğidim, A., & Köse, N. İhracat ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki, İthalatın Rolü: Türkiye Örneği (1980-1996). Ekonomik Yaklaşım, 1997, 8(26), 71-85.

Diğer Yayınlar

Akgöbek, İ. Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşme ve Satın Almaları: Türk Perakende Sektöründe Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, 2011.

Cantekinler, M.K., Çaycı, A.D., Daşdemir, Ö., Yayla, F. Ve Yılmaz, R. Türk Telekom'un Özelleştirme Süreci ve Sonrasındaki Gelişmeler ve Sektöre Etkileri. Sektörel Araştırma ve Stratejiler Dairesi Başkanlığı, 2008.

Elmas, B. İşletme Politikalarından Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi-İMKB Örneği, Yüksek Lisans Tezi, T.C. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, 2007.

İplik, F.N. Uluslararası Stratejik İşbirlikleri: Türkiye'de Konaklama Sektöründe Faaliyet Gösteren Uluslararası Şirket Birleşmelerinin Başarı Faktörlerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma, Doktora Tezi, Adana, 2008.

Kandemir, T. Küresel rekabet ortamında işletme birleşme ve satın almaların işletmeler üzerine finansal etkisi ve İMKB'deki birleşmeler üzerine bir araştırma. Afyon Kocatepe Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Anabilim Dalı. Doktora Tezi. 2003.

Kaya, E. Ö. Sigorta Sektöründe Sermaye Yeterliliği ve Türk Sigorta Sektörünün Solvency II Kapsamında Değerlendirilmesi, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2013.

Kayakıran, D. İşletme birleşmelerinin işletmelerin piyasa değerine etkisi ve bir araştırma. Marmara Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Anabilim Dalı / Muhasebe Finansman Bilim Dalı. Doktora Tezi. 2016.

Küçükosman B. 2002-2008 Döneminde Küresel Finans Sistemi İle Dünya Bankacılığındaki Yönelimlerin Türk Bankalarının Finansal Yapısına ve Riskine Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2010.

Mühim, S. A. Şirket birleşmeleri (Mergers) ve havayolu şirketlerinde merger uygulamalarına örnekler, Doktora Tezi, İstanbul Kültür Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2012.

Onat, O. K. Devralma Yöntemiyle Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemi İle Belirlenmesi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Isparta, 2006.

Serçe, M. Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul, 2009.

Şahin, İ.E. Şirket Birleşmelerinin Etkinlik Açısından Değerlendirilmesi Ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Doktora Tezi. 2011.

Topçu, N. Birleşme ve satın almaların işletme performansı üzerine etkisi: Bankacılık sektöründe bir uygulama. İstanbul Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü / İşletme Yönetimi ve Organizasyon Anabilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi, 2017.

Yıldız, F. Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2006.

ÖZGEÇMİŞ

24 Ekim 1984 yılında İstanbul’da doğdum. İlk ve Orta öğrenimimi İstanbul’da tamamladıktan sonra Lise’yi de Samsun Salıpazarı Çok Programlı Lisesi’nde tamamladım. Konya Selçuk Üniversitesinde Makine Programını dereceli olarak bitirdim ve Açık Öğretim İktisat Fakültesi’nde İktisat bölümünü bitirdim. 2014 yılında da Beykent Üniversitesi İşletme Anabilim Dalında yüksek lisansıma başladım.

Özel ilgi alanım, ekonometrik modeller ve zaman serisi analizleri.

Yabancı dilim iyi derecede İngilizce ve Orta düzeyde de Fransızca’dır.

Cenk Vasıf GÜRDAL