

T.C.
ERCİYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

BİRLEŞMELERDE FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ VE BİRLEŞMENİN
SATIN ALAN FİRMANIN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİLERİ
ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Tezi Hazırlayan

Fatma YILDIZ

Tezi Yöneten

Yrd. Doç. Dr. Levent ÇITAK

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Eylül- 2006

KAYSERİ

T.C.
ERCIYES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

BİRLEŞMELERDE FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ VE BİRLEŞMENİN
SATIN ALAN FİRMANIN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİLERİ
ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Tezi Hazırlayan

Fatma YILDIZ

Tezi Yöneten

Yrd. Doç. Dr. Levent ÇITAK

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Eylül- 2006

KAYSERİ

Yrd.Doç.Dr. Levent Çıtak danışmanlığında **Fatma Yıldız** tarafından hazırlanan “**Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama** ” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalında **Yüksek Lisans** tezi olarak kabul edilmiştir.

..11.. / ..09.. / ..2006

JÜRİ:

Üye : Prof. Dr. İ.Hakkı Sönmez



Üye : Prof. Dr. Hayriye Atik



Danışman :Yrd.Doç.Dr.Levent Çıtak



ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun ..15..09..2006 tarih ve 20..... sayılı kararı ile onaylanmıştır.

15. / 09. / ..2006


Prof.Dr. Kerim TÜRKMEN
Enstitü Müdürü

TEŞEKKÜR

Tez çalışması, emek, özen ve destek gerektiren çabaların sonucudur. Bu nedenle, öncelikle çalışmanın her aşamasında yardımlarını esirgemeyen, bilgi ve deneyimleriyle bana daima yol gösteren, moral açısından da desteğini hep hissettiğim tez danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Levent ÇITAK' a teşekkür ederim. Ayrıca maddi ve manevi yönden her zaman yanımda olan AİLELERİME ve EŞİME sonsuz teşekkürler ederim...

FATMA YILDIZ

BİRLEŞMELERDE FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİ VE BİRLEŞMENİN SATIN ALAN FİRMANIN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Fatma YILDIZ

ÖZET

Birleşme, hukuki açıdan bağımsız, en az iki ya da daha fazla firmanın ekonomik ve hukuki yönden bütünleşmesini ifade eder. Satın alma ise, firmanın tüm aktif ve pasifleriyle birlikte satın alan firmaya devredilmesidir. Literatürde birleşme ve satın alma kavramları birbiri yerine kullanılmaktadır. Firmalar büyüme, sinerji yaratma, rekabet avantajı sağlama, çeşitlendirme, firma değerini artırma gibi nedenlerle birleşmeye yönelirler.

Birleşmelerin başarısını etkileyen en önemli faktör, firma değerinin doğru şekilde tespit edilmesidir. Firma değeri, finansal kaldıraç, asimetrik bilgi, temettü politikası, entelektüel sermaye gibi birçok faktöre bağlı olarak değişmektedir. Firma değerinin belirlenmesinde temel olarak iki yöntem uygulanmaktadır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve fiyat katsayılarını esas alan değerleme yöntemleridir. Bu yöntemlere ilaveten son yıllarda Ekonomik Katma Değer (EKD) yöntemi de kullanılmaya başlanmıştır. Bu yöntemlerin birbirlerine göre yarar ve sakıncaları bulunmaktadır. Bu açıdan uygulamada birlikte kullanılması daha uygundur.

Birleşme ve satın almalar bazı durumlarda satın alan firma hissedarları, bazı durumlarda ise satın alınan firma hissedarları lehine olmaktadır. Birleşmeden elde edilen kazanç, birleşmenin türüne ve ödeme şekline bağlı olarak da değişmektedir.

Bu araştırmada, İMKB’de işlem görüp, SPK izniyle satın alma işlemi gerçekleştiren 40 firmanın halka sunulan bilgileri doğrultusunda, satın alma sonrası elde tutma anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileri hesaplanmıştır. Firmaların satın alma sonrası anormal getirilerin istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca satın alan firmaların ödemede kullandığı dört yöntemin, satın alma sonrası 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranları ortalamaları ve kümülatif anormal getiri oranları ortalamaları açısından bir farklılık yaratmadığı belirlenmiştir. Anormal getirileri hesaplamada kullanılan yöntemlerin de satın alma sonrası getiriler de bir farklılık yaratmadığı belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Birleşme-Satın Alma, Firma Değeri, Hisse Senedi Performansı, Anormal Getiri

DETERMINING THE FIRM VALUE IN MERGERS AND AN APPLICATION ABOUT THE EFFECTS OF THE MERGERS ON ACQUIRING FIRM'S STOCK PERFORMANCE

Fatma YILDIZ

ABSTRACT

A merger can be defined as the economical and legal integration of two or more firms. On the other hand, an acquisition is the transfer of all assets and liabilities of the target firm to the acquiring firm. In the literature, merger and acquisition concepts can be used interchangeably.

Firms tend to merge for the sake of creating synergy, competitive advantage, diversification, increasing firm value etc. The most important factor which affects the success of mergers, is determining the firm value correctly. Firm value changes, depending on many factors; like financial leverage, asymmetric information, dividend policy and intellectual capital. Mainly, two methods are used to determine the firm value. These are, discounted cash flow analysis and evaluation methods based on price coefficients. In addition to these, in recent years, EVA (economic value added) method has started to be used. These methods have some advantages and disadvantages over each other. For this reason, instead of choosing one method over another, in practice it is more proper to use these methods together. Mergers and acquisitions are sometimes in favour of acquiring firms' stock holders and sometimes target firms' stock holders. Merger gains change, depending on the type of the merger and form of payment.

In this study, mergers that occurred through the permission of Capital Market Board have been used for the analyses. Among the mergers which have the permission, acquiring firms that are listed on Istanbul Stock Exchange have been considered and postacquisition buy and hold abnormal returns and cumulative abnormal returns have been calculated. We conclude that postacquisition abnormal returns aren't statistically significant. On the other hand, 1 month, 3 month, 6 month, 1 year and 2 year buy and hold abnormal returns and cumulative abnormal returns of the acquiring firms that use different payment methods are not statistically different from each other, on the basis of same return horizon. Two different methods of abnormal return calculation don't make any difference in postacquisition abnormal returns, either.

Key Words: Mergers & Acquisitions, Firm Value, Stock Performance, Abnormal Return

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	I
ÖZET	II
ABSTRACT	III
KISALTMALAR	IX
TABLolar LİSTESİ.....	X
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

FİRMA BİRLEŞMELERİ

1. 1. FİRMA BİRLEŞMELERİNİN TANIMI	3
1. 2. BİRLEŞME ŞEKİLLERİ	4
1. 2. 1. Satın Alma	8
1. 2. 2. Yeni Bir Tüzel Kişilik Altında Toplanma (Konsolidasyon)	8
1. 2. 3. Alınan Firmanın Tüzel Kişiliğinin Korunması.....	8
1. 2. 4. Varlıkların Satın Alınması	9
1. 3. BİRLEŞMELERİN TEMEL NEDENLERİ	9
1. 4. BİRLEŞMELERDE FİNANSAL STRATEJİLER.....	13
1. 5. BİRLEŞME VE SATIN ALMA SÜRECİ.....	15
1. 5. 1. Hedef Firmanın Belirlenmesi	16
1. 5. 2. Araştırma, İnceleme ve Değerlendirme	16
1. 5. 3. Birleşme ve Satın Alma Koşullarının Belirlenmesi	19

1. 5. 3. 1. Birleşme ve Satın Alma Koşullarını Etkileyen	
Nicel Faktörler	19
1. 5. 3. 2. Birleşme ve Satın Alma Koşullarını Etkileyen	
Nitel Faktörler.....	23
1. 5. 3. 3. Birleşme ve Satın Almalarda Nihai	
Koşulların Saptanması.....	27
1. 5. 4. Birleşmelerde Finansal Danışman Kullanımı.....	27
1. 6. BİRLEŞMENİN FİNANSMANI VE ÖDEME ŞEKİLLERİ	28
1. 6. 1. Nakit Ödeme	28
1. 6. 1. 1. Nakit Ödemelerde Kullanılabilecek	
Kaynaklar.....	29
1. 6. 1. 1. 1. İşletme İçi Likit Kaynaklar	29
1. 6. 1. 1. 2. Yabancı Kaynaklar.....	30
1. 6. 1. 1. 3. Sermaye Artırımına Dayalı Özkaynak	
İle Finansman	31
1. 6. 2. Hisse Senedi İle Ödeme	32
1. 7. BİRLEŞMELERDE BAŞARISIZLIK NEDENLERİ	35
1. 8. BİRLEŞMELERDE BAŞARI OLASILIĞINI ARTIRAN KOŞULLAR	36
1. 9. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE ORTAYA ÇIKAN BİRLEŞME	
DALGALARI.....	38

II. BÖLÜM

FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI, ÖNEMİ VE BELİRLENMESİ

2. 1. DEĞER-FİYAT VE DEĞERLEME-FİYATLAMA AYRIMI	45
2. 2. FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI	46
2. 3. FİRMA DEĞERİNİN ÖNEMİ.....	47

2. 4. FİRMA DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER	48
2. 5. TEMEL FİNANSAL UYGULAMALAR VE FİRMA DEĞERİNE	
ETKİLERİ	49
2. 5. 1. Finansal Kaldıracın Firma Değerine Etkisi.....	49
2. 5. 2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Firma Değerine	
Etkisi	50
2. 5. 3. Asimetrik Bilginin Firma Değerine Etkisi	50
2. 5. 4. Temettü Politikası ve Firma Değerine Etkisi.....	51
2. 5. 5. Entelektüel Sermaye ve Firma Değerine Etkisi.....	52
2. 6. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE KULLANILAN	
YÖNTEMLER	52
2. 6. 1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	52
2. 6. 1. 1. Nakit Akımlarının Tahmini.....	54
2. 6. 1. 2. İskonto Oranının Belirlenmesi	56
2. 6. 1. 3. Nakit Akımlarının Bugünkü Değerinin Hesaplanması	57
2. 6. 1. 4. İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin	
Birleşmelerde Uygulanması.....	60
2. 6. 2. Ekonomik Katma Değer (EKD) Yöntemi.....	65
2. 6. 3. Fiyat Katsayılarını Esas Alan Değerleme Yöntemleri.....	68
2. 6. 3. 1. Fiyat / Kazanç (F/K) Oranı.....	69
2. 6. 3. 2. Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) Oranı	70
2. 6. 3. 3. Diğer Fiyat Katsayıları	71

III. BÖLÜM

BİRLEŞMELERİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

3. 1. HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER	74
---	-----------

3. 2. BİRLEŞMELERDE PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ VE	
KULLANILAN YÖNTEMLER	75
3. 2. 1. Muhasebe Verilerinin Kullanılması.....	75
3. 2. 2. Hisse Senedi Kazançlarının Kullanılması.....	76
3. 3. BİRLEŞMELERİN FİRMALARIN HİSSE SENEDİ FİYATLARI	
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	77
3. 3. 1.Yatırımcıların Birleşme Öncesi Beklentileri	77
3. 3. 2. Birleşme Öncesi Hisse Senedi Fiyatlarında	
Meydana Gelen Değişimler	78
3. 3. 3. Birleşme Sonrası Hisse Senedi Fiyatlarında	
Meydana Gelen Değişimler	79
3. 3. 3. 1. Kısa Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarında	
Meydana Gelen Değişimler.....	79
3. 3. 3. 2. Uzun Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarında	
Meydana Gelen Değişimler.....	80

IV. BÖLÜM

BİRLEŞMENİN SATIN ALAN FİRMANIN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4. 1. ARAŞTIRMA KONUSUNUN ÖNEMİ.....	83
4. 2. ARAŞTIRMANIN AMACI	84
4. 3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI.....	84
4. 4. VERİ TABANININ OLUŞTURULMASI VE ANALİZ YÖNTEMİ.....	85
4. 4. 1. Araştırmada Kullanılan Veriler.....	87
4. 4. 2. Araştırmanın Hipotezi ve Verilerin Analiz Edilmesi	91
4. 5. ARAŞTIRMANIN BULGULARI	94

SONUÇ.....	102
KAYNAKÇA.....	106
EKLER.....	121
ÖZGEÇMİŞ	

KISALTMALAR

ACIB	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.
AKCNS	Akçansa A.Ş.
ANACAM	Anadolu Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
ARC	Arçelik A.Ş.
ASUZU	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AYGAZ	Aygaz A.Ş.
BRSAN	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş.
BSPRO	BSH Bosch Profilo A.Ş.
ÇMRA	Çumra Kağıt A.Ş.
DOGUB	Doğusan Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.
DUROF	Duran Ofset Matbaacılık ve Ambalaj Sanayi A.Ş.
EKD	Ekonomik Katma Değer
ENKAİ	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.
ERCYS	Erciyas Biracılık A.Ş.
EVA	Economic Value Added
F / K	Fiyat / Kazanç
FINBN	Finansbank A.Ş.
FFKRL	Finans Finansal Kiralama A.Ş.
GARAN	Garanti Bankası T.A.Ş.
GLMDE	Global Menkul Değerler A.Ş.
GUBRF	Gübre Fabrikaları T.A.Ş.
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KCHOLD	Koç Holding A.Ş.
KENT	Kent Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KRDS	Kordsa A.Ş.
KRTEK	Karsu Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MAALT	Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş.
MERKO	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MILYT	Milliyet Gazetecilik A.Ş.

NİGDE	Oysa Niğde Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
OTOKR	Otokar Otobüs Karoseri A.Ş.
PD / DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
PINSU	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
PTOFS	Petrol Ofisi A.Ş.
SABAH	Sabah Yayıncılık A.Ş.
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TANSAŞ	Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş.
TKBNK	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TİRE	Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayi A.Ş.
TOAŞO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
TOFAŞ	Tofaş Oto A.Ş.
TTK	Türk Ticaret Kanunu
YAZIC	Yazıcılar Holding A.Ş.

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: A ve B Firmalarına Ait Veriler	31
Tablo 1.2: Yıllara Göre Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almalar	38
Tablo 2.1: Firmanın Nakit Girişleri ve Bugünkü Değer Hesaplamaları	55
Tablo 3.1: Birleşmelerin Kısa Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmaların Sonuçları	75
Tablo 4.1: Çalışmaya Dahil Edilen Firmalar ve Devamı	86-87
Tablo 4.2: Getirilerin Ortalamaları, Standart Sapmaları ve Değişim Katsayıları	90
Tablo 4.3: Anormal Getirilerle İlgili t Testi Sonuçları	91
Tablo 4.4: Anormal Getiriler ve Ödeme Yöntemleriyle İlgili ANOVA Testi Sonuçları ..	93
Tablo 4.5: 3 Aylık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları	95
Tablo 4.6: 6 Aylık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları	95
Tablo 4.7: 1 Yıllık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları	96
Tablo 4.8: 2 Yıllık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları	96

GİRİŞ

Günümüzde sermaye piyasaları hızlı bir gelişim göstermektedir. Sermaye piyasalarında etkinliğin ve güvenin sağlanması firma değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesine ve bulunan değer gerçeği yansıtmasına bağlıdır. Sermaye piyasalarının bu hızlı gelişimine bağlı olarak şirket birleşme ve satın almaları ile firmalarda halka açılma eğilimlerinin artması firma sahiplerini ve yatırımcıları firma değerini doğru bir şekilde tespit etmeye yönlendirmiştir. Firma değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi, halka arz işlemi gerçekleştirilirken, borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararı verirken ve özelleştirme kapsamındaki kuruluşların değerlerinin belirlenmesinde oldukça önemlidir. Bunlara ilaveten hisse senetleri borsada işlem görmeyen ve özelleştirme kapsamında olmayan firmalar için de firma değerinin belirlenmesi aynı derecede önemlidir.

Birleşme, iki veya daha fazla şirketin tüm kaynaklarını bir araya getirerek, hukuki varlıklarını kaybetmeleri ve yeni bir işletme olarak ortaya çıkmalarını ifade eder. Satın almada da, alınan firmanın veya firmaların tüm aktif ve pasifleri yani varlık ve kaynakları alan firmaya devredilmekte, alan firmanın tüzel kişiliği devam ederken, alınan firmanın veya firmaların tüzel kişiliği sona ermektedir. Böylece birleşen firmalar, alan firma bünyesinde bütünleşmekte ve tek bir firma haline dönüşmektedir. Literatürde birleşme ve satın alma kavramları iç içe geçmiş durumdadır. Bu araştırmada da birleşme ve satın alma kavramları ayrı kavramlar olarak ele alınmamış, birbiri yerine kullanılmıştır.

Birleşmelerde firma değerinin belirlenmesi, işletmenin sürekliliği açısından hayati bir önem arz etmektedir. Bir firma satın alınacağı zaman ne kadar tutarın teklif edileceği, firma satılacağı zaman ne kadar tutar talep edileceği ya da firmalar birleştirileceğinde her bir firmanın toplam içerisindeki payının ne olacağı büyük ölçüde firma değerine bağlıdır. Ayrıca, birleşme öncesi belirlenen firma değerleri toplamı ile firmalar

birleştikten sonra oluşacak firma değeri arasında nasıl bir fark olduğu yani birleşmenin bir sinerji yaratıp yaratmadığı da firma değeriyle yakından ilişkilidir.

Bu çalışmanın amacı; birleşmeler ve firma değeri hakkında genel bilgiler verildikten sonra birleşme ve satın almaların hisse senedi performansına etkileri ve son olarak da birleşmelerde satın alan firmaların hisse senedi performanslarının ölçülmesi olarak ifade edilebilir.

Araştırma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, birleşme ve satın alma kavramları ile ilgili genel bilgilere yer verildikten sonra birleşme ve satın alma süreci, birleşmelerin finansmanı ve ödeme şekilleri, birleşmelerdeki başarısızlık nedenleri ve başarı olanağını artıran koşullara değinilmiş, Dünya’da ve Türkiye’de ortaya çıkan birleşme dalgaları anlatılmıştır.

İkinci bölümde, firma değerinin kapsamı, önemi ve belirlenmesinde kullanılan yöntemlere yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, birleşme ve satın almaların hisse senedi performansına etkileri, birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimler incelenmiştir.

Araştırmanın son bölümünde ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)’nda işlem görüp, Sermaye Piyasası Kurulu(SPK) izni ile satın alma işlemi gerçekleştiren firmaların halka sunulan bilgileri doğrultusunda, SPSS 10.0 for Windows ve Microsoft Office Excel programları kullanılarak satın alma sonrası getirileri hesaplanmış, bu getirilerin anlamlı olup olmadığı ve kullanılan ödeme yöntemlerine göre farklılık gösterip göstermediği belirlemek amacıyla anova testi, t testi ve iki anakitle oranı ortalaması arasındaki fark için t testi uygulanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİRMA BİRLEŞMELERİ

Hızla gelişen ekonomiyle birlikte rekabetin artması firma birleşmelerini zorunluluk haline getirmiştir. Firma birleşmeleri, işletme kültürünün başladığı yıllardan itibaren, çoğunlukla da zorunluluktan doğan grup içi birleşmeler şeklinde ortaya çıkmıştır.¹ Birleşme ve satın alma kavramları, gerek kurumsal stratejilerin belirlenmesi aşamasında, gerekse global anlamda kaynak dağıtımını yapılırken üzerinde durulması gereken önemli konular haline gelmiştir.² 90'lı yıllarda hız kazanan firma birleşmeleri ve satın almaları globalleşen rekabetle birlikte özellikle çok uluslu firmaların tercih ettiği bir hayatta kalma stratejisine dönüşmüştür.³ 21. yüzyılda giderek artan rekabet ve yaşanan ekonomik krizler firma birleşmelerinin daha yoğun bir şekilde gündeme gelmesini sağlamıştır. Öyle ki birleşmeler, çeşitli sektörlerde çok geniş kapsamlı, dev kuruluşların ortaya çıkmasına neden olan bir büyüme biçimi haline gelmiştir.⁴ Günümüzde örneklerine daha çok Amerika Birleşik Devletleri'nde rastlanan birleşme ve satın almalar, ülkemizde de son yıllarda hızla gelişen bir yeniden yapılanma biçimi olarak karşımıza çıkmaktadır.

1. 1. FİRMA BİRLEŞMELERİNİN TANIMI

Birleşmeler, finans literatüründe en geniş yer tutan büyüme modellerinden biridir. Bir firmanın yeni bir ürün veya hizmet hattını kendisinin geliştirip riske girmesi yerine, daha önce kurulmuş, mevcut pazara sahip bir firmayı satın almayı veya bu özelliklere sahip başka bir firma ile birleşmeyi tercih etmesi daha rasyonel olmaktadır. Bu yüzden

¹ Aydın Karapınar, “Şirket Birleşmeleri ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl: 3, Sayı: 8, Ocak 2003, s. 97.

² Oliver Gupta, Göran Roos, “Mergers and Acquisitions Through An Intellectual Capital Perspective”, **Journal of Intellectual Capital**, Vol: 2, No: 3, 2001, p. 297.

³ İnsankaynaklari.com İçerik Ekibi, “Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları”, www.insankaynaklari.com., Erişim Tarihi: 12.10.2004.

⁴ Muharrem Özdemir, **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s. 424.

dış büyüme yöntemleri günümüzde gittikçe yaygınlaşmaktadır. Kurulu firmaların satın alınması veya bir firmanın başka bir firmayla birleşmesi de, firmaların dışsal büyüme yöntemlerinden biri olarak kabul edilmektedir.⁵

Firmaların birleşmesi, çıkarların birleştirilmesidir. Firmaya ilişkin yararların ve risklerin birlikte paylaşılmasıdır.⁶ Birleşme, hukuki açıdan bağımsız, en az iki ya da daha çok firmanın ekonomik ve hukuki yönden bütünleşmesini ifade eder.⁷ Birleşmede, bir firmanın tüzel kişiliği devam ederken , diğer firmanın tüzel kişiliği sona erdirilebilir; ya da her iki firmanın da tüzel kişiliği sona erdirilerek yeni bir tüzel kişilikte faaliyet gösterilebilir.⁸ Birleşme, firmalar arası yoğunlaşmanın en yüksek düzeye ulaştığı ve o zamana kadarki bağımsız firmaların yeni bir firma çatısı altında, tek karar ve uygulama organına kavuştuğu bir yeniden yapılanma biçimi olarak ortaya çıkmaktadır.⁹

Türk Ticaret Kanunu'nun 146. maddesinde ise “Birleşme, iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbirleriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir”denilmektedir. Ancak TTK 147. maddede bu tanıma bir sınırlandırma getirilmiştir. Bu maddeye göre birleşecek şirketlerin aynı neviden olması şarttır.¹⁰

1. 2. BİRLEŞME ŞEKİLLERİ

Birleşme şekilleri, genel olarak firmanın bulunduğu sektör ve birleşilecek firmanın sektörü dikkate alındığında şu biçimde sınıflandırılabilir:

- Yatay Birleşme: Aynı iş kolunda faaliyet gösteren ve üretim süreçleri benzer olan iki veya daha fazla firmanın birleşmesidir.¹¹ Örneğin, halı sektöründe faaliyet gösteren firmaların üretim aşamalarını iplik, dokuma, konfeksiyon, halı, tüketici biçiminde tanımlarsak sadece iplik üreten firmalar arasında gerçekleştirecek bir

⁵ Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6.Baskı, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul 1988, s. 573.

⁶ Necdet Sağlam, Salim Şengel, “Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 306.

⁷ Aslı Yüksel, “Yeni Gündem: Banka Evlilikleri”, **Finans Dünyası**, Sayı: 138, Haziran 2001, s. 50.

⁸ Nurhan Aydın, “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 194.

⁹ Yüksel, s. 50.

¹⁰, TTK 146.-147. MADDE, <http://www.hukuki.net/kanun/>, Erişim Tarihi: 12.06.2006.

¹¹ Erol Eren, **İşletmelerde Stratejik Yönetim ve İşletme Politikaları**, Der Yayınları, İstanbul 1997, s. 241.

birleşmeyi yatay birleşme olarak tanımlayabiliriz. Yatay birleşmelerde birleşen firmalar genelde birbirlerinin rakibidir.¹² Yatay birleşmeler en çok tercih edilen birleşme şeklidir. Çünkü firmaları birleşmeye iten asıl neden, piyasadaki rekabeti azaltıp, kârı artırabilmektir.¹³

- **Dikey Birleşme:** Literatürde tek yönlü birleşme şeklinde de adlandırılmaktadır. Teknoloji, üretim süreçleri ve pazar yönünden birbirleriyle ilgili alanlarda faaliyet gösteren iki veya daha fazla firmanın birleşmesidir.¹⁴ Alıcının hammadde kaynakları yönünde yani geriye doğru, ya da tüketici yönünde yani ileriye doğru genişlediği birleşme biçimidir.¹⁵ Yine halı sektöründe faaliyet gösteren firma örneğine dönecek olursak; dokuma işi ile uğraşan bir firmanın, iplik üretimi yapan bir firmayla birleşmesi geriye yönelik birleşme; halı üretimi yapan bir firmayla birleşmesi de ileriye yönelik birleşme olarak tanımlanabilir. Firmalar dikey birleşmeye yönelmekle genelde maliyet tasarrufu sağlamayı amaç edinmektedirler.
- **Karma Birleşme:** Literatürde *yığışım* birleşme şeklinde de adlandırılmaktadır. Firmanın, faaliyet alanıyla ilgisi olmayan başka bir sektörde faaliyet gösteren iki veya daha fazla firma ile birleşmesidir.¹⁶ Yine aynı örneğe dönecek olursak; halı sektöründe faaliyet gösteren bir firmanın, mobilya sektöründeki bir firmayla birleşmesi karma birleşme şeklinde tanımlanabilir. Firmalar karma birleşmeye yönelmekle genelde faaliyet alanlarını genişletmeyi, dolayısıyla çeşitlendirmeye giderek riski azaltmayı amaç edinmektedirler.
- **Coğrafi Birleşme:** Ülke sınırları dışında, yatay, dikey ya da karma şekillerde birleşerek uluslararası boyutta faaliyet göstermeyi amaçlayan birleşmelerdir.¹⁷ Bu tür birleşmeler sınır ötesi birleşmeler şeklinde de tanımlanmaktadır. Firmaları bu tür birleşmelere yönelten asıl nedenler maliyetleri azaltarak daha etkin olabilmek, pazar

¹² Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, Fifth Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc., USA 1996, p. 916.

¹³ Dilaver Tengilimoğlu, A.Hakan Çermikli, “Sağlık Kuruluşlarında Rekabetçi Strateji Olarak Firma Birleşmeleri Konusunda Hastane Yöneticilerinin Görüşlerini Tespit Etmeye Yönelik Bir Alan Çalışması”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 20, Sayı: 2, s. 173.

¹⁴ Eren, s. 241.

¹⁵ Brealey, Myers, p. 916.

¹⁶ Tengilimoğlu, Çermikli, s. 173.

¹⁷ İnsankaynaklari.com İçerik Ekibi, “Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları”, www.insankaynaklari.com., Erişim Tarihi: 12.10.2004.

paylarını genişletmek ve uluslararası boyutta başka pazarlara hitap edebilmektir.¹⁸ Yeni bir pazara girmenin en kolay yolu, o pazarda faaliyet gösteren bir firmayla birleşmek veya o firmayı satın almaktır. Özellikle yabancı firmalar bu güdüyle hareket edip, yerel firmanın üretim araçlarını, dağıtım kanallarını, yönetimini kullanarak hazırda var olan pazarlardan faydalanmaktadırlar.¹⁹ Ancak sınır ötesi birleşmelerde birleşecek firmaların kültürel yapılarının farklı olması, özellikle iletişim ve ortak örgüt kültürü yaratabilme açısından üzerinde durulması gereken önemli bir konudur.²⁰

Yapılacak başka bir ayırmada, birleşme şekilleri konusunda yerli ve yabancı literatürde tam bir görüş birliği yoktur.

Bazı kaynaklar literatürde farklı birer büyüme biçimi olarak ele alınan kartel ve tröstleri de birleşmenin bir biçimi olarak tanımlamışlardır. Buna göre; kartel türü birleşmeler, aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların, piyasa koşullarını kendi amaçları doğrultusunda ve ortak çıkarlarını korumak yolunda kullanmaları için aralarında yaptıkları sözleşmelerdir. Tröst şeklinde birleşmelerde ise, firmaların ekonomik ve hukuksal bağımsızlıkları ortadan kalkmaktadır.²¹

Yabancı literatürde birleşmeler genelde davranış biçimine bağlı olarak sınıflandırılmıştır. Buna göre;

- **İyi Niyetli, Dostça Birleşmeler (Merger):** Bu tür birleşmeler genellikle büyüklükleri birbirine yakın firmalar arasında yapılmaktadır. Firmaların yönetimi dikkate alınır ve birleşme görüşmeleri çoğu kez iki firmanın yönetimi ve yönetim kurulu üyeleri arasında dostça yapılır. Birleşmelerde yaygın olarak bu yöntem kullanılmaktadır. Birleşme görüşmelerinde; hisse senetleri değişim oranı (birleşme hisse senedi yoluyla finanse edilecekse), birleşmeden sonraki firmanın üretim süreçleri, geleceğe yönelik stratejiler, politikalar ayrıntılı olarak görüşülmektedir.²²

¹⁸ John Harper, Sylvette Cormeraie, "Mergers, Marriages and After: How Can Training Help?", **Journal of European Industrial Training**, Vol: 19, No: 1, 1995, p. 25.

¹⁹ İnsankaynaklari.com İçerik Ekibi, "Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

²⁰ Harper, Cormeraie, p. 26.

²¹ Doğan Y. Ayhan, "İşletmelerde Bir Birleşme Biçimi: Franchising (İmtiyaz) Sistemi ve Önemi", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 3, s. 82.

²² Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, **Foundations of Financial Management**, Fifth Edition, Irwin, Texas 1989, p. 614.

- Aleni Alım Teklifi Verme (Tender Offer) : Bu durumda satıcı firma yönetimi isteksizdir. Alıcı firma, yönetim kurulunu aradan çıkararak hissedarlara doğrudan teklifte bulunur. Burada hedef hissedarlar olduğu için, genelde hisse başına kâr odaklı bir fiyat teklifinde bulunulur. Ancak bu durumda hedef firma hissedarları zor bir kararla karşı karşıyadırlar. “Bu teklif kabul edilmeli midir, daha iyi bir teklif sunan olur mu, hisse senetlerinin borsada satışı daha kârlı olabilir mi?” gibi sorulara cevap aranır. Bu incelemeler yapıldıktan sonra hedef firma yönetimi, hissedarlara sadece teklifi kabul etmeleri veya reddetmeleri konusunda tavsiyelerde bulunur. Yani firma yönetimlerinin karşılıklı görüşmesi söz konusu değildir.²³
- Saldırgan, Düşmanca Birleşmeler veya Satın Almalar (Hostile Takeover) : Ele geçirme olarak da adlandırılmaktadır. Bu tür birleşmede hissedarların da onayı alınmadan dolaşımdaki hisse senetlerinin toplanması söz konusudur.²⁴ Başlangıç aşamasında hedef firmanın hisselerinin bir bölümü elde edildikten sonra, ikinci adım olarak hedef firmaya alım önerisinde bulunulur. İkinci adımda değişik stratejiler benimsenebilir. Hedef firmaya değerinin çok üstünde bir fiyat teklif edilerek rakiplerin elenmesi sağlanabilir. Başka bir stratejide ise başlangıçta düşük fiyat teklif edilip, görüşmelerle fiyat artırılarak birleşme cazipmiş gibi gösterilebilir.²⁵ Burada genelde düşük performans gösteren firmalar hedef firma olarak seçilmektedir. Çünkü bu firmalar değerinin altında satın alınabilmektedir.²⁶

Literatürde yaygın olarak yapılan sınıflandırmaya göre birleşme şekillerinin dörde ayrıldığı söylenebilir. Bunlar;

- Satın alma
- Yeni Bir Tüzel Kişilik Altında Toplanma
- Alınan Firmanın Tüzel Kişiliğinin Korunması
- Varlıkların Satın Alınması

²³ Brealey, Myers, p. 945.

²⁴ P. Raghavendra Rau, Theo Vermaelen, “Glamour, Value and The Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms”, **Journal of Financial Economics** 49, 1998, p. 223.

²⁵ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 17, İstanbul 1998, s. 920.

²⁶ Anup Agrawal, Jeffrey F.Jaffer, “Do Takeover Targets Underperform? Evidence From Operating and Stock Return’s”, **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, Vol: 38, No: 4, 2003, p. 726.

1. 2. 1. Satın Alma

Satın almada, alınan firmanın veya firmaların tüm aktif ve pasifleri yani varlık ve kaynakları alan firmaya devredilmekte, alan firmanın tüzel kişiliği devam ederken, alınan firmanın veya firmaların tüzel kişiliği sona ermektedir. Böylece birleşen firmalar, alan firma bünyesinde bütünleşmekte ve tek bir firma haline dönüşmektedir.²⁷ Yabancı literatürde de satın alma (take over) benzer şekilde tanımlanmaktadır. Sonuç itibariyle, devir sonucu ortada sadece devralan firma kalmaktadır. Bu tür birleşme füzyon olarak da tanımlanmaktadır.²⁸ Ancak bazı kaynaklarda füzyon, birleşme ve satın almayı içeren daha geniş bir bütünleşme biçimi olarak ele alınmıştır. Bu tanıma göre füzyonun içine aldığı birleşmede, birleşen firmalar tüzel kişiliklerini tamamen kaybedip yeni bir firma oluşturmakta; satın almada ise devralan firma tüzel kişiliğini devam ettirirken, devir alınan firma tüzel kişiliğini kaybetmektedir. Ancak burada satın alma bir birleşme biçimi olarak değil, bir füzyon biçimi olarak tanımlanmıştır.²⁹

1. 2. 2. Yeni Bir Tüzel Kişilik Altında Toplanma (Konsolidasyon)

Bu durumda, birleşen firmaların tüzel kişilikleri sona ermekte, firmalar yeni bir tüzel kişilik altında toplanmaktadır. Firmaların bir araya gelişleri, mevcut işlerin büyümesi ve zayıf işletmelerin alanı terk etmesi, konsolidasyona yol açan olgulardır. Konsolidasyon bazı kaynaklarda daha geniş kapsamlı olarak düşünülüp, satın almaları, satın almayı, stratejik ittifakları ve iş ortaklıklarını içine alan bir bütünleşme biçimi olarak ele alınmaktadır.³⁰

1. 2. 3. Alınan Firmanın Tüzel Kişiliğinin Korunması

Hisse senetlerinin tamamını veya % 51'ini ele geçirmek suretiyle yapılan bu tür birleşmede, devralınan firma bağlı ortaklık olarak tüzel kişiliğini devam ettirir. Ancak yönetim ve denetim açısından devralan firmanın kontrolü altındadır.³¹

²⁷ Akgüç, s. 891.

²⁸ Metin Türko, **Finansal Yönetim**, 1. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul 1999, s. 588.

²⁹ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 4. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999, s. 448.

³⁰ Şevki Özbilen, "Finansal Konsolidasyon ve Bankacılık Sektörüne Etkisi", **Finans Dünyası**, Sayı: 150, Haziran 2002, s. 43.

³¹ Akgüç, s. 892.

1. 2. 4. Varlıkların Satın Alınması

Birleşilmesi planlanan firmanın sadece varlıklarının satın alınmasıdır. Bu durumda varlıkların sahipliği aktarılır. Varlıkları satın alınan firma elde ettiği bu nakdi tasfiyesinde kullanabilir, ya da ödeme hisse senedi şeklinde yapıldıysa varlıkları satın alan firmanın hisse senetlerine sahip olur.³²

1. 3. BİRLEŞMELERİNİN TEMEL NEDENLERİ

Firmaların birleşmeye yönelmelerinde birçok temel neden ve güdüden bahsedilmektedir. Bunlar şu şekilde sınıflandırılabilir;

- Stratejik Büyüme İsteği: Birleşme bir dışsal büyüme biçimidir. Firmalar genelde dışsal büyümeyi içsel büyümeye tercih ettikleri için birleşmeye yönelmektedirler.³³ Çünkü birleşme ve satın alma dışında, bir firmanın değerini artırabilmek için verimliliği artırmak, ki bunu yapmak için maliyetleri düşürmek, geliri artıracak yeni yöntemler bulmak gibi çok belirgin fiziksel limitleri olan atılımlar yapmak veya riskli olabilecek yeni yatırımlar gerçekleştirmek gerekir. Bu yüzden firmalar büyüme hedeflerini gerçekleştirmede birleşmeyi bir zorunluluk olarak görmektedirler.³⁴
- Sinerji Yaratma: Firma birleşmelerinde ikinci önemli neden, firmaların farklı parçalarının bir araya gelmesiyle ortaya çıkacak sinerjiden faydalanabilmektir. Genel anlamda sinerji, iki firmanın bir aradaki değerinin ayrı ayrı değerlerinden büyük olmasını ifade eder.³⁵ Bir başka ifadeyle, iki firmanın bağımsız olarak faaliyet gösterdiklerinde hesaplanandan daha büyük bir etki yaratmaları, rekabet gücündeki artışla beraber bağımsız olarak elde ettikleri tutardan daha fazla nakit akımı elde etmeleridir.³⁶ Firma birleşme ve satın almalarındaki sinerji dar anlamda, satın alan firmanın kendi güçlü yanlarını kullanarak satın alınan firmanın

³² Brealey, Myers, p. 918.

³³ İnsankaynaklari.com İçerik Ekibi, “Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

³⁴ Cumhur Kuşcuoğlu, “Birleşmeler Nasıl Gidiyor?”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 14.10.2004.

³⁵ Akgüç, s. 893.

³⁶ Ayşe Gül Yılğör, “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 383.

performansını artırması ya da satın alınan firmanın güçlü yanlarından faydalanarak kendi zayıflıklarını kapatması olarak tanımlanabilir.³⁷ Buna göre tümün kendini oluşturan parçaların toplamından daha yüksek değere sahip olması, faaliyet etkinliğine bağlı olarak giderlerin azalması, yeni ürünlerle ilgili araştırma ve geliştirme gibi alanlarda maliyetlerin azalması, yeniden yapılanma yolu ile üretim ve dağıtım maliyetlerinde tasarrufa gidilmesi, pazar gücünün ve etkinliğin artması ile açıklanabilir.³⁸

- Ölçek Ekonomileri: Faaliyet sinerjisi olarak da adlandırılmaktadır. Ölçek ekonomileri, amortisman, bakım-onarım giderleri, yönetim giderleri gibi sabit nitelikli bazı maliyetlerin bölünmezliğinden kaynaklanır. Bu maliyetlerin düşük ürün sayısına dağıtılması, birim başına yüksek sabit maliyetlere neden olur. İşletmenin büyümesiyle birlikte çıktı sayısının artması birim başına sabit maliyetlerin azalmasını sağlamaktadır.³⁹ Ölçek ekonomisi, sabit maliyetleri daha geniş bir üretim miktarına yayabilmek demektir. Ölçek ekonomileri, özellikle yatay birleşmelerin en temel nedenidir. Sabit giderleri yüksek sektörler için oldukça önemlidir. Ölçek ekonomileri ile, yüksek kapasite kullanım oranına ulaşarak maliyetleri azaltmak ve daha fazla kâr elde edebilmek amaçlanmaktadır.⁴⁰ Birçok firma için büyüme ve kârlılığı artırabilme çabası, ulusal pazarlar dışına çıkma ve dünya pazarına ulaşma arzusu, maliyetleri azaltarak rekabet üstünlüğü sağlamakla mümkündür. Bu yüzden ölçek ekonomileri, dünya firması olmanın en önemli unsurudur.⁴¹
- Yetenekli Yönetime Sahip Olma ve Yönetim Değişikliği: Yetenekli bir yönetimden yoksun bulunan ve yüksek yetenekli yöneticiler bulma ve çalıştırma olanakları sınırlı firmalar, birleşme yoluyla yönetim sorunlarına çözüm arayabilirler.⁴² Yabancı literatürde de birleşme ve satın almalarındaki en önemli amacın, düşük performans gösteren yöneticilerin değiştirilmesi olduğu görüşü hakimdir. Bazı firmalar vardır ki maliyetleri düşürüp, satışları ve kârlılığı artırırlar

³⁷ Serhat Kutlan, “Birleşme ve Devir Almalarda (Mergers & Acquisitions) Controlling”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 260.

³⁸, “Birleşmelerin Denetimi”, www.europtr.org.tr, Erişim Tarihi: 12.11.2004.

³⁹ Yılğör, s. 383.

⁴⁰ Block, Hirt, p. 600.

⁴¹ Kurtar Tanyılmaz, “Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satın Almalar”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 691.

⁴² Akgüç, s. 895.

dahi fırsatları kendi çıkarları doğrultusunda kullanamamaktadırlar. Böyle firmaların birleşmeye ve satın almaya yönelmelerindeki asıl neden, daha iyi bir yönetime sahip olma isteğidir.⁴³ Benzer şekilde, düşük performans gösteren firmalar, birleşmelerde veya satın almalarda hedef firma konumunda olmaktadır. Çünkü bu firmaların düşük performans göstermelerinin yönetimin zayıf yatırımlar yapmasından, yanlış kararlar vermesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Bu firmaları satın alarak, satın alınan firmanın yönetimini iyileştirip kâr elde etmek amaçlanmaktadır.⁴⁴

- Tamamlayıcı Kaynakların Birleştirilmesi: Birçok küçük firma, firmanın başarısı için gerekli eksik unsurları sağlayabilen büyük firmalarca satın alınır. Küçük firmalar eşsiz bir ürünün sahibi olabilirler, fakat bu ürünü büyük ölçekte üretip satmak için gerekli mühendislik ve satış örgütlenmesinden yoksundurlar. Firma satış ve mühendislik yeteneğini sıfırdan başlayarak geliştirebilir, ancak gelişmiş yeteneklere sahip bir firmayla birleşmek hem daha hızlı, hem daha ucuz olmaktadır.⁴⁵ Aynı şekilde iki firmadan biri araştırma ve geliştirme konusunda bir üstünlüğe sahipken, diğer bir firma sektöre hakim güçlü dağıtım kanallarına sahipse ortaya önemli bir birleşme nedeni çıkmaktadır.⁴⁶ Bu açıdan bakıldığında birleşme, firmaların tek başlarına elde edemeyecekleri olanaklar yaratır.
- Fazla Fonların Kullanılması: Önemli tutarda nakit yaratan, fakat kârlı yatırımlar yapamayan bir firma, kâr payı ödemelerini artırarak veya kendi hisse senetlerini tekrar satın alarak küçülmek istemiyorsa; başka bir firmanın hisse senetlerini almaya veya nakitle finanse edilen bir birleşmeye yönelebilir.⁴⁷
- Çeşitlendirme: Çeşitlendirme, firmanın faaliyet gösterdiği alanın dışında büyümesini ifade eder. Böyle bir büyüme, yeni üretim tesislerinin kurulması yolu ile gerçekleştirilebileceği gibi, esas faaliyet alanının dışındaki firmalarla birleşme veya onları satın alma biçiminde de gerçekleştirilebilir.⁴⁸ Durgun, olgunluk dönemini tamamlayan veya düşük büyüme hızına sahip bir sektörde faaliyet

⁴³ Agrawal, Jaffer, p. 722.

⁴⁴ Krishna G.Palepu, Victor L. Bernard, Paul M. Healy, **Business Analysis & Valuation**, First Edition, South-Western College Publishing, 1996, Chapter 10, p. 2.

⁴⁵ Richard A. Brealey, Steward C.Myers, Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, (Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul 1997, s. 610.

⁴⁶ Palepu, Bernard, Healy, p. 10-2.

⁴⁷ Brealey, Myers, Marcus, s. 610.

⁴⁸ Yılgör, s. 385.

gösteren bir firma, daha hızlı bir büyüme potansiyeline sahip başka sektörlerde yatırım yaparak kârlılığını artırmayı hedefleyebilir.⁴⁹ Böyle bir durumda firmalar bu hedeflerini, çeşitlendirmeye gitmekle yani daha istikrarlı, daha kârlı bir sektörde faaliyet gösteren bir firmayla birleşerek veya onu satın alarak gerçekleştirebilirler. Böylelikle faaliyet konularını farklılaştırmış ve riski azaltmış olacaklardır.⁵⁰ Çeşitlendirme, özellikle uluslararası birleşmelerin en önemli nedenidir. Uluslararası birleşmeler, hem coğrafi yönden, hem ürün bakımından çeşitlendirme sağlar. Bu tür birleşmelerde, yerel ekonomideki risklerin azaltılması hedeflenmektedir.⁵¹ Bazı kaynaklarda çeşitlendirme için birleşmeye gitmek şüpheli bir neden olarak gösterilmektedir. Bu görüşe göre, çeşitlendirme, birleşmeye kıyasla hissedarlar için daha kolay ve ucuzdur. Yani hissedarların riski azaltabilmek için portföylerinde çeşitlendirmeye giderek başka bir firmanın hisse senetlerini alabilme durumu mevcutken neden birleşmeye gidildiği tartışmalı bir konudur. Bu sorunun çıkış noktası, yönetimin birleşme isteğidir. Yönetici, oluşacak büyük firmada kabiliyetlerini sergilerken, piyasa bundan haberdar olabilecek ve yöneticinin prestiji artacaktır. Başka bir açıdan bakıldığında, yöneticinin de hisse senedi sahibi olması durumunda yöneticinin risk algılaması da farklılaşacaktır. Çeşitlendirme yoluyla risk, tüm hissedarlar arasında paylaşılabilecektir.⁵² Yöneticinin hisse senedi sahibi olması durumunda, yönetimin nasıl davranacağı “yönetim teşvik oranı” dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Bu oran, yöneticinin sahip olduğu hisse senedi değerinin, yöneticinin özlük haklarına (maaş, ikramiye gibi) oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. Bu oranın birden büyük olması durumunda yani yöneticinin sahip olduğu hisse senedi değerinin, özlük haklarından yüksek olması durumunda yönetici firmanın piyasa değerini artırmak isteyecektir. Çünkü bu sayede sahip olduğu hisse senetlerinin de değeri artacaktır. Ters durumda yani bu oranın birden küçük olması durumunda yöneticinin sahip olduğu özlük hakları, sahip olduğu hisse senetlerinin değerinden daha yüksek olmaktadır. Bu durumda yönetici,

⁴⁹ Akgüç, s. 895.

⁵⁰ Karapınar, s. 84.

⁵¹ Başak Turan, Sibel Yılmaz, “Avrupa Birliği’nde İşletme Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkileri, **VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, 22-25 Ekim 2003, s. 92.

⁵² Peter Wright, Mark Kroll, Augustina Lado, Bannie Van Ness, “The Structure of Ownership and Corporate Acquisition Strategies”, **Stratejik Management Journal**, Vol: 23, No: 1, 2002, p. 42.

firmanın piyasa değerini artırma konusunda fazla istekli davranmayacaktır. Çünkü her iki durumda da özlük haklarını kullanmaya devam edecektir.⁵³

Yapılan başka bir ayırmada birleşmelerin nedenleri; pazara yönelik nedenler, üretime yönelik nedenler, sermaye yapısına bağlı nedenler ve diğer nedenler olmak üzere dört başlık altında incelenmiştir. Buna göre; pazara yönelik nedenlerin asıl amacı, pazara hakim olmak ya da rekabet avantajı kazanabilmektir. Üretime yönelik nedenler, ölçek ekonomilerinden iyi bir biçimde yararlanabilme düşüncesine dayanmaktadır. Sermaye yapısına bağlı nedenler açısından bakıldığında, birleşmeden sonra borçlanma kapasitesinin artacağı ve daha uygun şartlarda finansal kaynak bulma düşüncesi firmaları birleşmeye yöneltmektedir. Diğer nedenlerin başında da bireysel tercihler gelmektedir. Bunlara ilaveten yasaların birleşmeyi özendirdiği ve iyi bir yönetim isteği de birleşme nedenleri olarak sıralanmıştır.⁵⁴

1. 4. BİRLEŞMELERDE FİNANSAL STRATEJİLER

Firmaları birleşmeye yönelten genel nedenlere ilaveten, bazı finansal nedenler de mevcuttur. Bu nedenler şu şekilde sıralanabilir;

- Kısa Dönemde Kâr Elde Etme: Bu stratejide asıl amaç, alınan firmanın alış bedeli üzerinde bir fiyattan tekrar satılmasıdır. Hedef firmanın, varlıklarını parça parça satışı veya firmanın tüzel kişiliğini koruyarak bir süre sonra alış bedelinin üstünde bir fiyatla firmanın tümüyle satışı bu stratejinin temelini oluşturur. Bu stratejiye göre, pazar değeri defter değerine göre düşük firmalar, hedef firma olarak seçilmektedir.⁵⁵
- Firmanın Değerini Artırma: Firma birleşmelerinde asıl neden, ana firmanın pazar pozisyonunu iyileştirmek ve etkinliği artırarak kuruma artı değer kazandırmaktır.⁵⁶ Bu hedef, uzun vadede düşünüldüğünde alıcı firma hedef firmanın yönetimini ve kârlılığını artırarak bu sayede bir değer yaratmayı amaç edinir. Çünkü ilk yıllarda

⁵³ C. Joe Veng, "Manager Incentive And Returns to Shareholders of Acquiring Firms", **Review of Business**, Vol: 19, No: 3, p. 30.

⁵⁴ Berk, s. 449-451.

⁵⁵ Akgüç, s. 898.

⁵⁶ Kutlan, s. 260.

düşük olan hedef firma nakit akışları, verimliliğin artmasıyla birlikte artış gösterecek, bu da firmaya değer kazandıracaktır.⁵⁷

- Finansal Sinerji: Firma birleşme işlemleri sonunda, ortaya çıkan yeni firmanın daha düşük sermaye maliyetine sahip olması finansal sinerji olarak adlandırılmaktadır.⁵⁸ Başka bir deyişle, finansal sinerji, daha düşük borçlanma maliyeti ya da daha yüksek borçlanma kapasitesi sonucu ortaya çıkan daha yüksek getiridir.⁵⁹ Finansal sinerjinin kaynakları, birleşme sonucunda firma kârlarının ve nakit akımlarının daha istikrarlı hale gelmesi, firma riskliliğinin azalması, finansal ölçek ekonomilerinin oluşması ve içsel fonlarla yatırım fırsatlarının daha iyi uyumlaştırılmasıdır.
- Finansman Kolaylığı: Özellikle küçük ve orta büyüklükteki firma sahipleri, iç kaynaklarla büyüme sorunuyla karşılaşmaktadırlar. Böyle bir durumda, büyük bir firmanın birleşme önerisini kabul etmekte ve firma bedelinin nakden değil, satın alan firmaya ait hisse senetleriyle yapılmasını tercih edebilmektedir. Öte yandan, satın alan firma açısından da herhangi bir nakit çıkışı olmadığından, ek fon gereksinimi söz konusu olmamaktadır.⁶⁰ Ayrıca, halka hisse senedi satarak toplanacak fonlarla yeni kapasite elde etmeye yönelmektense, kurulu kapasiteye sahip bir firmaya, katılacakları firmanın hisse senetlerini vererek onların elindeki hazır kapasiteyi kullanmak daha çekici olmaktadır.⁶¹ Böylece birleşme, yeni bir yatırıma göre nakit gereksinimini büyük ölçüde azaltmaktadır.
- Ortak Finansman Kaynaklarından Yararlanmak: Hedef firma açısından bakıldığında, eğer hedef firma yüksek büyüme oranına sahip ancak yeni kurulan bir firma ise, sermaye pazarından fon bulma konusunda zorluk yaşayabilir. Bu durumda birleşmeye istekli, sağlam finansman kaynaklarına sahip olan firmalar, bu tür firmaları hedef firma olarak seçebilirler.⁶²
- Sermaye Piyasasının Birleşmeyi Olumlu Karşılaması: Özellikle büyüme potansiyeline sahip küçük firmalar, büyük gruplara katıldığında söz konusu

⁵⁷ Akgüç, s. 898.

⁵⁸ Yılğör, s. 384.

⁵⁹ Karapınar, s. 84.

⁶⁰ Ali Ceylan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 6. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 2000, s. 288.

⁶¹ Gönenli, s. 574.

⁶² Turan, Yılmaz, s. 90.

birleşme, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını artırmaktadır.⁶³ Bu durumda hisse başına kârlarda da artış meydana gelmekte, dolayısıyla birleşen firmanın hisse senetlerine ilgi artmaktadır.

- Vergi Avantajından Yararlanma: Burada, hedef firmanın vergi öncesi kârının yaratacağı nakit akışının satın almanın getireceği finansal yüklerden daha fazla olmasına dikkat edilir.⁶⁴ Birleşmelerde verginin ortaya çıkıp çıkmaması birleşmenin nakit karşılığı mı yoksa hisse senedi alım-satımı yolu ile gerçekleştirildiğine bağlıdır. Birleşmelerde, vergi kanunları çerçevesinde zarar indirimlerinden yararlanmak da mümkündür.⁶⁵ Vergi indirimi, zararlı bir firmanın aktif ve pasifiyle satın alınmasına çekicilik katmaktadır. Çünkü, kârlı bir firma, zarar eden bir firmayı satın aldığı anda, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınırı içinde kalmak koşuluyla, bu zararı kendi kârından doğan vergi yükümlülüğünü azaltmada kullanabilir.⁶⁶

1. 5. BİRLEŞME VE SATIN ALMA SÜRECİ

Bir firmayı satın almak, yeni bir makine almaktan, vergi veya muhasebe sorunlarından çok daha riskli ve önemli bir konudur. Bu yüzden birleşme veya satın almaya karar vermeden önce çok ciddi incelemeler yapılmalı, stratejiler doğru tespit edilmeli, tüm faktörler göz önünde bulundurulmalı ve ona göre bir program takip edilmelidir.⁶⁷ Birleşme projelerinin temelinde ayrıntılı ve ikna edici bir strateji olmalı, birleşmenin hedefe ulaşmayı sağlayacak bir araç olduğu unutulmamalıdır. Burada asıl hedef büyüme değil, kârlı büyümedir.⁶⁸

Birleşme ve satın alma sürecinin başarıyla sonuçlanabilmesi için belli aşamaların takip edilmesi gerekmektedir. Bu aşamaları şu şekilde sıralayabiliriz.

⁶³ Gönenli, s. 574.

⁶⁴ Akgüç, s. 898.

⁶⁵ İnsankaynaklari.com İçerik Ekibi, “Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

⁶⁶ Akgüç, s. 896.

⁶⁷ Brealey, Myers, s. 914.

⁶⁸ Kutlan, s. 261.

1. 5. 1. Hedef Firmanın Belirlenmesi

Birleşme ve satın alma yoluyla büyümeyi amaç edinmiş bir firma her şeyden önce hangi firmayla veya firmalarla birleşeceği konusunda kendine bir politika belirlemelidir. Bu politika hedef alınacak firmanın niteliklerini içeren büyüme stratejilerinden oluşacaktır. Büyüme stratejisinin önceden belirlenmiş olması hedef firma seçimini kolaylaştıracaktır. Hedef firmalar, genelde kâr oranı düşük, yavaş büyüyen veya etkin çalışmayan firmalardır. Hedef firmaların finansal kaldıraç dereceleri düşüktür, yani bu firmalar borçlanma yoluna az başvuran firmalardır. Likiditeleri yüksektir. Piyasa değerleri genelde defter değerlerinin altındadır.⁶⁹ Bu hedef firma özellikleri, belirlenen stratejiye göre farklılık gösterebilir. Hedef firmanın belirlenmesi aşamasında sadece finansal veriler dikkate alınmamalıdır. Bunlara ilaveten, ürün portföyü, müşteri tabanları, yönetim stili, örgüt kültürü, çalışanların yeterliliği gibi konularda da karşılaştırmalar yapılmalıdır. Satın alan firmanın ve hedef firmanın stratejik yönden de uygun olmasına özen gösterilmelidir.⁷⁰ Bu konuda üst yönetim daha birleşme planı hazırlanırken, yeni firmanın gelecekteki vizyonunun ne olması gerektiğine, amaçlara, politikalara karar vermelidir. Fırsatlar, üstünlükler, tehditler ve zayıflıklar hem alıcı hem hedef firma açısından doğru bir şekilde tespit edilmelidir.⁷¹

1. 5. 2. Araştırma, İnceleme ve Değerlendirme

Hedef firma belirlendikten sonra, bu firmayı araştırmak ve değerlendirmek gerekir. Bunun için firmanın finansal tabloları, denetçi raporları, finansal yükümlülükleri, dağıtılan kâr payları ve kâr dağıtım politikaları, giderleri, vergi durumu, satışlarının dağılımı, çıkarılmış menkul kıymetleri ve türleri, banka raporları gibi hususlar ayrıntılı olarak incelenmelidir.⁷² Elde edilen bu bilgilerin doğruluğu konusunda oldukça hassas davranılmalıdır. Bu bilgileri elde etmek için yapılması gereken harcamalardan da kaçınılmamalıdır.⁷³ Elde edilen bilgilerin finansal analizinde her bir yöneticinin cevaplaması gereken bazı sorular vardır. Satın alan firmanın yönetimi, birleşmenin satın alan firma hissedarları açısından bir değer yaratıp yaratmayacağını belirlemelidir.

⁶⁹ Türko, s. 589.

⁷⁰ Kutlan, s.261.

⁷¹ Han Nguyen, Brian H. Kleiner, "The Effective Management of Mergers", **Leadership&Organization Development Journal**, No: 24 / 8 (2003), p. 448.

⁷² Türko, s. 589.

⁷³ Kutlan, s.261.

Ayrıca hedef firmanın ne gibi faydalar sağlayacağı, stratejileri iyileştirip iyileştiremeyeceği, birleşmeden beklenen kârın elde edilip edilemeyeceği sorularına cevap aramalıdır. Satın alınacak hedef firma yönetimi, satın alan firmanın, hissedarlar açısından makul bir teklifte bulunup bulunmadığını, daha iyi teklifler verebilecek başka firmalar olup olmadığını araştırmalıdır. Risk arbitrajcıları da satın almanın düşmanca bir satın alma olup olmadığını, teklif sunacak diğer firmaların engellenmesi söz konusu mu bunları araştırmalıdır. Birleşmeler değerlendirilirken, finansal analistler, birleşmenin satın alan firma ve hedef firma hissedarları açısından yeni bir kazanç, ilave bir getiri sağlayıp sağlamadığını ya da yönetimin kendi gücünü, prestijini artırmada bir araç olarak kullanılıp kullanılmayacağını doğru bir şekilde tespit etmelidir. Bu bağlamda, finansal analistlerin izleyeceği aşamaları şu şekilde sıralayabiliriz;⁷⁴

- Birleşmeden ne gibi kazançlar beklendiği hem satın alan firma, hem de hedef firma açısından doğru bir şekilde belirlenmelidir.
- Birleşme türü açısından satın alan firmanın ve hedef firmanın sektörleri kıyaslanmalıdır. Bu, birleşmenin yatay, dikey ya da karma olup olmayacağını belirleme açısından oldukça önemlidir. Sektörler arasındaki ilişki, bütünleşme ayrıntılı olarak incelenmeli ve en uygun, en kârlı birleşme çeşidine karar verilmelidir.
- Satın alan firma ve hedef firmanın birbirlerinden hangi yönde üstün oldukları tespit edilmelidir. Bu, özellikle tamamlayıcı kaynakların belirlenmesi ve birleştirilmesi açısından oldukça önemlidir.
- İki firmanın performansı yönetim, satışlar, çalışma sermayesi gibi temel faktörler dikkate alınarak karşılaştırılmalıdır.
- İki firmanın vergi karşısındaki durumu dikkate alınmalıdır. Birleşmenin bir vergi avantajı sağlayıp sağlamayacağı önceden belirlenmeye çalışılmalıdır.

Birleşme finansmanında hangi yöntemin kullanılacağı da oldukça önemlidir. Bu yöntemin belirlenmesi aşamasında satın alma fiyatı, kullanılacak finansal araçların maliyetleri, sermaye piyasasına giriş imkanları, borçlanma derecesi ve kullanılacak öz

⁷⁴ Palepu, Bernard, Healy, p. 10-1.

kaynaklar, kullanılabilir teminatlar ve karşılıklar da kapsamlı bir şekilde ele alınmalıdır.⁷⁵

Stratejik uyum, sinerji ve firmanın gelecekteki performansı açısından iletişim de oldukça önemlidir. Açık, gerçekçi, dürüst bir iletişim firma performansını, dolayısıyla kârlılığı artıracak önemli bir husustur.⁷⁶

Tüm bu bilgiler elde edilip, incelendikten sonra, sıra fiyatın belirlenmesi aşamasına gelmiştir. Satın alınacak bir firmanın satıcı ve alıcı açısından iki farklı değeri mevcuttur. Bu nedenle firma için düşünülen fiyat farklı olacaktır. Satıcı firma yüksek fiyat isteyecek, alıcı firma düşük fiyat teklif edecek ve pazarlık görüşmeleri başlayacaktır.⁷⁷

Birleşme görüşmeleri şu şekilde yürümektedir;⁷⁸

- Satın alma ve birleşmeyi düşünen firmalar, o pazardaki potansiyel firmaları araştırıp, bağlantıya geçmektedirler.
- Satın alma ve birleşme konusunda belirlenen firmaya bağlayıcı olmayan fiyat teklifi götürülmektedir.
- Potansiyel firmadan faaliyet ve organizasyon biçiminin değerlendirilmesine yönelik ön bilgi talep edilmektedir.
- Gönderilen bilgiler analiz edilmekte, yönetim şartları ve fiyatı içeren bir teklif gönderilmektedir.
- Verilen teklif satın alınacak veya ortaklık kurulacak firmanın isteklerine uygunsa ön niyet mektubu imzalanmaktadır.
- Bunun ardından satılacak veya ortaklık kurulacak firmaya karşı taraf hukuksal ve mali evrakları göndermekte ve detaylı incelemeler yapılmaktadır.
- Verilen bilgilerin doğruluğu üzerine niyet mektubunda belirtilen şartlar dahilinde satış anlaşması yapılmaktadır.

⁷⁵ Martin Schadle, Helmut Pernsteiner, (Çev: Ogün Erdoğan), “Finansal Açıdan İşletme Birleşmeleri”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 286.

⁷⁶ Nguyen, Kleiner, p. 450.

⁷⁷ Ali Ceylan, “Satın Alınacak Küçük Bir İşletmenin Değerlendirilmesi”, **Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması**, Yıl: 5, Sayı: 17, Mart 1983, s. 71.

⁷⁸ Fatoş Bozkuş, Alev Belviranlı, “Yabancılar, Türkiye’de Şirket Peşinde”, **Ekonomist**, Yıl: 14, Sayı: 2004 / 11, 14-20 Mart 2004, s. 20.

Görüşmeler genellikle altı ay ile üç yıl arasında tamamlanmaktadır. Ülke ekonomisi ve siyasi yapıdaki değişikliklere bağlı olarak bu süre değişiklik gösterebilmektedir.

1. 5. 3. Birleşme ve Satın Alma Koşullarının Belirlenmesi

Birleşme ve satın almanın birleşen firmalar üzerinde yaratacağı etkiler çeşitli şartlara göre değişiklik göstermektedir. Birleşme şartlarını belirleyen birçok faktör mevcuttur. Bu faktörler nicel ve nitel faktörler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1. 5. 3. 1. Birleşme ve Satın Alma Koşullarını Etkileyen Nicel Faktörler

Birleşme ve satın alma koşullarını etkileyen nicel faktörler, finansal faktörlerdir. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz;

- Gelecek Dönem Gelirleri ve Firmaların Büyüme Hızları: Birleşme koşullarını belirleyen faktörlerden birincisi, firmaların gelecek dönemdeki gelirleri ve bu gelir-giderlerin büyüme hızıdır. Taraflardan biri diğerine göre daha hızlı büyüyorsa, bu faktör özellikle değişim oranı açısından oldukça önemlidir. Çünkü ödemenin nakitle yapılmayacağı varsayıldığında, büyüme oranı dikkate alınarak değiştirilecek hisse senedi sayısı belirlenecektir. Örneğin satın alan firma, satın aldığı firmaya göre daha hızlı büyüyorsa, birleşmede satın alınan firma sahiplerine daha az hisse senedi verilmelidir. Bu sayede, hisse başına kârlarda ileride oluşabilecek dengesizliğin giderilebilmesi mümkün olabilmektedir.⁷⁹ Ancak birleşmelerde özellikle büyüme hızı yüksek firmalar hedef firma olarak belirlenmektedir. Böyle bir durumda, yani hedef firmanın büyüme hızının alıcı firmanın büyüme hızından daha yüksek olması durumunda, başlangıçta satın alma nedeniyle hisse başına kârda bir düşüş olsa dahi, ileride ortalama büyüme hızı artacağından hisse başına kârlarda da bir artış yaşanacaktır.⁸⁰
- Dağıtılan Kâr Payları: Dağıtılan kâr payı, hissedarların fiilen elde ettikleri geliri gösterdiği için birleşme koşullarında etkili olmaktadır. Alıcı firma, hedef firmanın hissedarlarını birleşme konusunda ikna edebilmek için kâr dağıtım oranlarını yükseltebilir. Daha yüksek oranlarda kâr payı bekleyişi, hedef firmanın

⁷⁹ Ceylan, s. 289.

⁸⁰ Akgüç, s. 903.

hissedarlarını birleşmeye iten önemli bir etkidir.⁸¹ Bunun yanı sıra dağıtılan kâr payı hisse senedi yatırımcıları tarafından da olumlu karşılanmakta ve hisse senetlerinin piyasa fiyatı yükselmektedir. Ancak, kârlılığı ve büyüme oranı yüksek firmalarda dağıtılan kâr payının, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerinde fazla bir etkisi yoktur.⁸²

- Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı: Hisse senetlerinin piyasa fiyatı, firmanın gelecekte elde edeceği kârları, kâr dağıtım potansiyelini, sermaye yapısını, varlıkların değeri gibi çeşitli etmenleri yansıtan bir ölçüdür. Bu nedenle birleşme koşullarının saptanmasında büyük önem taşımaktadır.⁸³ Ancak birleşmelerde piyasa değerinin dikkate alınmasının bazı sakıncaları vardır. Bu sakıncalar şu şekilde özetlenebilir;⁸⁴

- Piyasa değeri, pazar koşullarındaki arz ve talebe bağlı olarak oluşan bir değerdir. Bu açıdan bakıldığında, piyasa değeri, firmanın etkinliğinde bir değişme olmadan da piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak değişiklikler gösterebilir. Başka bir deyişle, piyasa koşulları bir hisse senedinin piyasa değerini gerçek değerinin üzerine çıkarabileceği gibi altına da düşürebilir.

- Firmaların hisse senetlerinin borsada işlem görmemesi durumunda, bu hisse senetleri için oluşan değer, firmanın gerçek değerini göstermeyecektir.

- Birleşme olasılığı, hisse senetlerinin fiyatını etkilemiş olabilir. Yapılan birçok araştırma, özellikle satın alınan firma ortaklarının birleşme öncesi dönemlerde hisse senetlerinin değerlerinde görülen ani sıçramaların etkisiyle normal olmayan kârlar elde ettiğini göstermiştir. Böyle bir durumda piyasa değeri, yine gerçek değerden uzaklaşmaktadır.

- Birleşecek firmaların hisse senetlerinin kote edilip edilmemiş olması ve sermaye pazarlarının etkin olup olmaması da oldukça önemlidir. Sermaye pazarlarının etkin olduğu durumlarda bir firmanın hisse senetlerinin değeri, mevcut varlıklarını ve gelecekteki yatırım fırsatlarını değerlendirme konusunda yönetimin yeterliliğini yansıtacaktır. Bu yüzden, etkin pazarın olmaması durumunda hisse senetlerinin piyasa fiyatı, gerçek değerinden uzaklaşacaktır.

⁸¹ Akgüç, s. 905.

⁸² Abdullah Tekin, “İşletmelerin İzledikleri Temettü Dağıtım Politikasının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, Yıl: 1999, Sayı: 2, s. 37.

⁸³ Gönenli, s. 581.

⁸⁴ Aydın, s. 198.

Bir firma satın alınırken, ödenecek bedel, söz konusu firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatından genellikle daha yüksektir. Alıcı firmanın, hedef firmanın hisse senetlerine değerinin üstünde ödeme yapmasının nedenleri şu şekilde sıralanabilir;⁸⁵

- Gelecek hakkında iyimser olmayan bekleyişler, yüksek iskonto oranı kullanılması gibi nedenlerle cari piyasa fiyatı düşük belirlenmiş olabilir.

- Alıcı firma, faaliyet giderleri üzerinden sağlayacağı tasarruflar, ölçek ekonomilerini, gelirler üzerindeki olumlu etkiler nedeniyle hedef firmanın piyasa fiyatını değerinin üzerinde belirlemiş olabilir.

- Satın alınacak firmanın ortaklarını birleşmeye razı edebilmek, onları özendirmek için hisse senetlerine bedelinin üzerinde bir fiyat ödemek gerekebilir.

- Hisse Senetlerinin Fiyat / Kazanç (Gelir) Oranı: Hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç (F/K) oranı; piyasanın, ilgili firmanın kârlılığı ve mali gücünü nasıl değerlendirdiğini yansıtır ve aynı veya benzer işkolundaki firmaların piyasa fiyatları arasında karşılaştırma yapabilme imkanı sağlar.⁸⁶ F/K oranı, özellikle halka açık bir firmanın değeri belirlenirken kullanılır. Halka açık olmayan firmalarda hisse senedi için piyasa fiyatı oluşmadığından F/ K oranı da bilinmemektedir. Bu durumda benzer özelliklere sahip ve borsada işlem gören bir firmanın F/K oranı dikkate alınarak, değerlemesi yapılacak firmanın değeri hesaplanabilmektedir.⁸⁷ F/K oranı yönteminin bir hisse senedinin gelecekteki değerini tahmin etmede yararlı olabilmesi için değerlemesi yapılacak firmaya en uygun firmanın tespit edilmesi ve geleceğe yönelik kârların doğru tahmin edilmesi gerekir.⁸⁸ F/K oranı yüksek firmalar, F/K oranı düşük firmalarla birleşerek hedef firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını artırabilir, dolayısıyla hissedarlarının kazançlarını artırma vaadinde bulunabilir.⁸⁹ Alıcı firma, hedef firmanın F/K oranının düşük olduğu dönemlerde satın alma faaliyetlerine hız vermeli, kendi F/K oranının düşük olduğu dönemlerde satın alma faaliyetlerine ara vermelidir.⁹⁰

⁸⁵ Ceylan, s. 289-291.

⁸⁶ Akgüç, s. 905.

⁸⁷ Aydın, s. 199.

⁸⁸ Arman Tevfik, Gürman Tevfik, **Simülasyon Yaklaşımıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 56, Ankara 1997, s. 91.

⁸⁹ Brealey, Myers, Marcus, s. 612 .

⁹⁰ Akgüç, s. 905-906.

- Satın Alınacak Firmanın Defter Değeri: Defter değeri, bir firmanın bilançosundaki varlıkların değerinden borçlarının düşülmesiyle bulunan değerdir.⁹¹ Defter değeri, firmaya yapılmış yatırımın tarihi maliyetini göstermektedir. Bu yüzden firma değeri belirlenirken defter değerinin kullanılması sınırlı durumlar dışında pek anlamlı değildir.⁹² Çünkü cari değerlerle defter değeri arasındaki ilişki, özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde oldukça zayıftır. Ancak defter değeri, firmanın piyasa değerinden önemli oranda yüksek ise birleşme ve satın almalarda defter değerinin kullanılması daha uygun olabilir.⁹³ Eğer birleşme ve satın almalarda, varlıkların satın alınması söz konusu ise, defter değerini kullanmak daha doğrudur. Satın alınacak firmanın iktisadi değerlerinin gelecek dönemlerin kârı üzerinde oluşabilecek potansiyel katkısı artırılabilirse, defter değerleri birleşme koşullarının saptanmasında etkili olabilir.⁹⁴ Önceleri birleşme ve satın almalarda defter değeri daha sık kullanılırken, artık piyasa değeri daha sıklıkla kullanılmaktadır.
- Satın Alınacak Firmanın Tasfiye (Likiditasyon) Değeri: Firmanın tüm varlıkları satılarak borçların ödenmesinden sonra kalan değeri, firmanın tasfiye değerini verir. Tasfiye değeri de defter değeri gibi varlıkların kazanma gücünü dikkate almadığından firmanın gerçek değerinden uzak bir değer olmaktadır.⁹⁵ Tasfiye değeri bulunurken firmanın artık devam etmeyeceği varsayılarak, bütün varlıkların tek tek elden çıkarılması düşünülür. Bu varlıkların ayrı ayrı satışı işlemi, çoğu kez bir topyekün satışa oranla daha az avantajlıdır ve daha az bir tutar elde edilir.⁹⁶ Firmanın varlık ve yükümlülükleriyle satışında veya birleşmede ödenecek bedelin tasfiye değerinin altında olmaması gerekir. Tasfiye değerinin işleyen teşebbüs değerinden yüksek olması durumunda, birleşmelerde tasfiye değerinin kullanılması daha uygundur.⁹⁷
- İşleyen Teşebbüs Değeri (İşletmenin Bugünkü Değeri): Firmaların bir bütün olarak çalışır durumda devralınması halinde işleyen teşebbüs değerinin kullanılması daha

⁹¹ Aydın, s. 197.

⁹² Akgüç, s. 909.

⁹³ Ceylan, s. 290.

⁹⁴ Akgüç, s. 909.

⁹⁵ Aydın, s. 198.

⁹⁶ Kutlan, s. 253.

⁹⁷ Gönenli, s. 582.

uygundur.⁹⁸ Diğer değerler, firmanın cari ya da geçmiş performansına dayanırken, işleyen teşebbüs değeri firmanın gelecekteki performansını dikkate alır.⁹⁹ Firmanın bugünkü değeri, ilgili firmanın gelecekte yaratacağı nakit akışının belirli bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenmiş değerinden, firmanın borçları indirildikten sonra kalan tutardır.¹⁰⁰ Burada yıllık nakit akışlarının tahmini ve kullanılacak iskonto oranının doğru tespit edilmiş olması büyük önem taşımaktadır.

- Firmanın Likidite Durumu ve Net İşletme Sermayesi: Firmanın likidite durumunu belirleyen en önemli faktör net işletme sermayesidir. Net işletme sermayesi, firmanın dönen varlıklarından, kısa vadeli borçları düşüldükten sonra kalan tutarı ifade etmektedir. Net işletme sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimi kesintisiz sürdürebilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, yükümlülüklerini karşılayamama riskini azaltması, kredi değerliliğini artırması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor duruma düşmemesi, faaliyetlerini kârlı ve verimli bir şekilde sürdürebilmesi açısından son derece önemlidir.¹⁰¹ Net işletme sermayesi, birleşme koşullarını da etkileyen çok önemli bir faktördür. Birleşme ve satın almalarda, hedef firmanın likidite durumunun iyi olması yani net işletme sermayesi düzeyinin yüksek olması oldukça önemlidir. Eğer satın alınacak firmanın net işletme sermayesi yüksekse, satın alan firmanın likidite durumu da düzeltilebilir.¹⁰² Hatta satın alan firma satın alacağı firmanın varlıklarını, işletme sermayesini güvence göstererek, satın almanın gerektirdiği finansmanın önemli bir kısmını da karşılayabilir.

Birleşme ve satın alma koşulları saptanırken, bu faktörlerden hangisinin, ne ölçüde dikkate alınacağı satın alma amacına, birleşmeden beklenen faydaya göre değişiklik gösterebilmektedir.

1. 5. 3. 2. Birleşme ve Satın Alma Koşullarını Etkileyen Nitel Faktörler

Birleşme koşulları saptanırken nicel faktörler kadar nitel faktörler de etkili olmaktadır. Sadece nicel, finansal faktörlerin dikkate alınması birleşmelerin başarıya ulaşmasında

⁹⁸ Akgüç, s. 909.

⁹⁹ Aydın, s. 200.

¹⁰⁰ Akgüç, s. 909.

¹⁰¹ Akgüç, s. 201.

¹⁰² Ceylan, s. 290.

önemli bir engeldir. Nitel faktörler, birleşmelerde temel nedenler ve finansal stratejiler kısmında ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Bunları şu şekilde özetleyebiliriz;

- İki firmanın bağımsız, ayrı ayrı faaliyet göstermeleri halinde sağlayacakları kârların toplamına kıyasla, birleşme sonucu oluşacak kâr artışı hakkında bekleyişler, başka bir deyişle birleşmenin yaratacağı sinerjik etki birleşme koşullarını etkilemektedir.¹⁰³
- Daha iyi, yetenekli bir yönetime sahip olma, bu sayede yönetim gücünü artırıp piyasada rekabet üstünlüğü sağlama isteği birleşmelere etki eden başka bir faktördür.
- Büyük birim olmanın sağladığı üretim ve satış gücü, hedef firmanın sınai haklarından, üretim konusundaki deneyimlerinden yararlanma isteği, birleşme yoluyla daha iyi bir kalite kontrol sisteminin sağlanması, mevcut örgütü yenileme ve geliştirme gibi amaçlar birleşmede dikkate alınan diğer nitel faktörlerdir. Bu faktörleri birleşmenin amacına göre çeşitlendirmek mümkündür.¹⁰⁴

Bunlara ilaveten firma dışı bazı unsurlarda birleşme koşulları belirlenirken dikkate alınmaktadır. Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir;¹⁰⁵

- Kriz Ortamı: Ekonomik veya finansal krizlerden kaynaklanan birçok faktör, birleşme koşulları belirlenirken dikkate alınmaktadır. Kriz sürecindeki bu faktörler birleşmeleri hem nicel hem nitel yönden etkileyebilmektedir. Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir;

- Rekabet Savaşları: Kriz koşullarının başlattığı rekabet savaşları, birleşme, satın alma, bazı firmaların iflası veya bazı birimlerin kapatılması, stratejik işbirliğine yönelme veya daha önceki işbirliği anlaşmalarının sona erdirilmesi gibi unsurları beraberinde getirmektedir. Krizle birlikte kâr oranlarında meydana gelen düşüşlerin getirdiği rekabet savaşları, sanayide yeni organizasyon modelleri geliştirmeyi ve ileri teknoloji kullanmayı gerektirmektedir. Bu yüzden ekonomik veya finansal krizler de birleşme koşulları saptanırken dikkate alınmalıdır.

¹⁰³ Akgüç, s. 911.

¹⁰⁴ Gönenli, s. 582.

¹⁰⁵ Gülten Sevhan Demir, “Sermayenin Yoğunlaşma / Merkezileşmesi: Firma Birleşmeleri”, **İşletme ve Finans**, Yıl: 18, Sayı: 206, Mayıs 2003, s. 72-75.

- Üretimin Uluslararasılaşması: Üretimin uluslararasılaşması, özellikle faaliyetlerini dünya ölçeğinde yapılandırma olanağına sahip çok uluslu firmalar için önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu firmalar, katma değer zincirlerini dünya ölçeğinde yeniden yapılandırırken, yani faaliyetlerini dünyanın en uygun koşullarını sağlayan bölgelerine taşıırken, bu bölgelerde yeni yatırım kapasitesi yaratmak yerine, mevcut firmalara katılma veya bunları satın alma yoluna gitmektedirler. Bu yüzden, üretimin uluslararasılaşması, özellikle sınır ötesi birleşmeler konusunda dikkate alınması gereken bir konudur.

- Finansal Serbestleştirme-Spekülatif Yönelişler: Durgunluk sürecinde iktisat politikaları, reel üretimde değerlendirme olanağı bulamayan sermayeye ulusal sınırların ötesinde kâr arama olanağı sağlayacak şekilde düzenlenmiş, bu amaçla sermayeye ilişkin kontrol ve kısıtlamalar adım adım kaldırılmıştır. Finansal serbestleştirme politikaları ile sermayeye ulusal ve uluslararası finansal alanlarda çok çeşitli yatırım olanakları sağlanmış, iletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişmelerin sağladığı olanakların da kullanılmasıyla finans piyasaları teknik açıdan birbirine bağlanmış, finans piyasalarında son derece önemli gelişmeler yaşanmıştır. Finans piyasalarında yaşanan bu gelişmelerin firma birleşmelerine ivme kazandıran iki boyutu vardır. Bunlar şu şekilde özetlenebilir;¹⁰⁶ Birinci boyut, firmaların yeniden yapılandırılarak, alınıp satılır mal haline gelmeleridir. Finansal serbestleştirme sürecinde finansman koşulları değişmiş, banka kredileri yerini sermaye piyasalarından sağlanan kaynaklara bırakmaya başlamıştır. Finansman ihtiyacının sermaye piyasalarından karşılanır olması, firma hisselerine sahip olmanın özendirici hale gelmesini gerekli kılmıştır. Bu süreçte de asıl amaç, hisse değerini artırmak olmuştur. Finans piyasalarında zaman zaman olağanüstü boyutlara çıkan getiriler, finansal ilişkiler ağının dışında kalamayan firmaları yeniden yapılanmaya yöneltmiştir. Finans piyasalarındaki gelişmelerin, birleşmelere ivme kazandıran ikinci boyutu, birleşmelerin spekülatif kazanç sağlama yollarından biri olarak kullanılmasıdır. Firma birleşmeleri, birleşecek olan firma hisselerinde fiyat yükselişi beklentisi oluşturarak, hisse senedi piyasalarında spekülatif amaçla kullanılabilir. Özellikle mega birleşme olarak adlandırılan büyük firma

¹⁰⁶ Gülten Sevhan Demir, **Asya Krizi ve IMF**, Der Yayınevi, İstanbul 1999, s. 26-43.

birleşmelerinde monopol gücüne ulaşmanın avantajları hisse senetleri fiyatlarında artış beklentisine zemin hazırlamaktadır.

- Teknolojik Gelişmeler: Üretim teknolojisinin sürekli yenilenmesi, kapsamlı bir yeniden yapılanma ve modernleşme yarışını da beraberinde getirmiştir. Bilgi teknolojilerinin üretimde kullanılması üretim maliyetlerini düşürmüş, talep değişmelerine ve müşteri taleplerine uygun, daha kaliteli ve tam zamanında üretim yapmayı sağlamıştır. Üretim teknolojisinde meydana gelen bu gelişmeler, üretim sürecinin organizasyonu açısından yenilikler getirmiş, maliyet düşürücü etkiler yaratmıştır. Teknolojik gelişmeler de rekabeti artırdığı için, birleşmelerde dikkate alınmalıdır.¹⁰⁷
- Politik Ortam: Politik ortam, siyasi otoritenin almış olduğu kararlar, uygulanan istikrar programları da firma birleşmelerinde etkili olmaktadır. Sosyalist ekonomilerin yabancı sermayeye açılması ve IMF destekli programların uygulanmaya başlanmasıyla, özellikle telekomünikasyon, ulaştırma ve finans sektörlerinde yabancı sermayeyle mevcut firmalara ortak olunmuş veya bu firmalar devralınmıştır.¹⁰⁸

Tüm bu faktörlere ilaveten birleşme ve satın almalardan firma çalışanlarının nasıl etkileneceği de birleşme koşulları belirlenirken üzerinde durulması gereken önemli bir konudur. Bazı birleşmelerden çalışanlar olumsuz etkilenmekte, oluşan yeni firmayla birlikte artıların kaybolduğu düşüncesi belirlemekte ve çalışanlar kendilerini tekrar ispat etme yoluna gitmektedirler. Bazı birleşmelerden de çalışanlar olumlu etkilenmekte, oluşan yeni ve büyük firmada daha rahat olacaklarını, kabiliyetlerini daha cesur sergileyebileceklerini düşünmektedirler. Bu aşamada asıl görev insan kaynakları bölümüne düşmektedir. Etkili bir insan kaynakları yönetimiyle, maaşlar ve ek kazançlar gibi insan yönetiminin 'mekanizmaları' bütünleştirilmeli, firma içi roller belirlenmeli, kilit çalışanlar için işte tutma planları hazırlanmalıdır.¹⁰⁹

Birleşme ve satın almalarda genelde nicel faktörler dikkate alınmaktadır. Nitel faktörler, özellikle insani faktörler de birleşme ve satın alma sürecinde dikkate alınmalıdır.

¹⁰⁷ Demir, 2003, s. 76.

¹⁰⁸ Özer T. Yeniay, "Birleşmeler ve Devralmalar", <http://sistem.ie.metu.edu.tr>, , Erişim Tarihi: 17.11.2004, s. 1.

¹⁰⁹ Linda Holbeche, "Başarılı Bir Birleşme İçin Etkin İnsan Kaynakları", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 15.10.2004.

Yönetimin düşüncesi ve çalışanların görüşleri de firmanın sürekliliği açısından oldukça önemlidir.¹¹⁰

1. 5. 3. 3. Birleşme ve Satın Almalarda Nihai Koşulların Saptanması

Birleşme ve satın almalarda nicel ve nitel faktörler dikkate alındıktan sonra sıra nihai koşulların saptanması aşamasına gelmiştir. Nicel ve nitel faktörler ile finansal bilgiler yöneticilerin birleşme ile ilgili görüşmeleri daha etkin bir biçimde yürütmelerine yardımcı olacak niteliktedir ancak nihai koşulların kesin bir şekilde saptandığı anlamına gelmezler.¹¹¹ Nihai koşulların saptanmasında tarafların pazarlık gücü oldukça önemlidir. Pazarlık görüşmelerinde hedef firmanın birleşmeye ikna edilmesi gerekir. Firmanın satın alınmasında firmalar arasında olası bir rekabetin olmasından dolayı, yapılacak teklifin hedef firmaya bir çıkar sağlanması gerekmektedir. En iyi teklifi yapıp, hedef firmayı satın almaya razı etme aşamasında nicel ve nitel faktörler doğrultusunda bir fiyat önerilir. Firmanın satışı, satıcı açısından da oldukça önemli bir karardır. Çünkü hiçbir yatırım kararı, firmanın aktif ve pasifiyle bir bütün olarak satışı kadar kapsamlı ve geriye dönülemez bir nitelik taşımaz. Hedef firma yönetimi de bir seçim yapabilmek için ilgili diğer firmalardan teklif almak ya da bu firmaların önerebilecekleri en elverişli koşulları bilmek durumundadır.¹¹² Bu değerlendirmeler yapılırken üzerinde durulan en önemli faktör ödenecek bedel olmaktadır. Ancak bedelin ödenme şekli, alıcı firmanın yöneticilerinin yetenekleri, birleşmeden sonra girilebilecek yeni pazarlar, yararlanılabilecek finansman kaynakları vs. de dikkate alınmalıdır.¹¹³

1. 5. 4. Birleşmelerde Finansal Danışman Kullanımı

Birleşme koşulları belirlendikten sonra, birleşmeye aracılık edecek bir finansal kurum veya danışman kullanılıp kullanılmayacağı da belirlenmelidir. Finansal danışmanlık hizmeti veren kuruluşlar, birleşmelerde belirleyici rol oynamaktadırlar. Bu kuruluşlar, birleşmelerin sadece finansal boyutuyla değil, aynı zamanda hukuki boyutuyla da ilgilenmektedirler. Bunlara ilaveten uygun tarafları bir araya getirme, firmaları

¹¹⁰ Gerald Vinten, "Employee Relations in Mergers and Acquisitions", **Journal of Employee Relations**, Vol: 15, No: 4, 1993.

¹¹¹ Akgüç, s. 914-915.

¹¹² Palepu, Bernard, Healy, p. 10-2.

¹¹³ Akgüç, s. 916.

birleşmeye hazırlama ve birleşme sonrası yeniden yapılanma faaliyetlerini de yürütmektedirler.¹¹⁴

Ernst & Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.'nin yapmış olduğu bir araştırmada, Türkiye'de birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren veya görüşmelerde bulunan katılımcıların 2002 yılında % 58'inin, 2003 yılında da %50'sinin işlem sırasında bir finansal danışman kullandığı tespit edilmiştir. Finansal danışman kullanım oranının düşük olmasına rağmen, ankete katılanların % 79'u, finansal danışmanın bir birleşme ve satın alma işlemine olan katkısını, işlemin başarısı için temel unsur veya önemli unsur olarak değerlendirmektedir.¹¹⁵

1. 6. BİRLEŞMENİN FİNANSMANI VE ÖDENME ŞEKİLLERİ

Firma birleşmelerinin finansman şekli, birleşme sonucunda yaratılması beklenen değeri etkileyen önemli konulardan biridir. Firmanın, ödeme şekilleri ve bunların finansmanında kullanacağı kaynaklar arasından yapacağı tercih, birleşme sonucunda oluşacak sinerjiyi, riskin dağılımını, satın alan firmanın sermaye yapısını, vergi ve işlem maliyetlerini etkileyen önemli bir unsurdur.¹¹⁶ Bir firmayla birleşmeyi, o firmayı ele geçirmeyi veya satın almayı hedefleyen bir firma, birleşme bedelinin ödenmesi konusunda nakit ödeme veya yeni hisse senedi ihraç etme ve/veya hisse senedi değişimi seçenekleriyle karşı karşıyadır.¹¹⁷ Bu ödeme şekillerinden ayrı ayrı yararlanılabileceği gibi, ikisi birlikte de kullanılabilir.

1. 6. 1. Nakit Ödeme

Firma birleşmelerinde genellikle peşin ödeme tercih edilmektedir. Firmaların peşin ödemeye yönelmelerindeki başlıca nedenleri şu şekilde sıralayabiliriz;¹¹⁸

- Peşin ödemeyeyle gerçekleşen firma birleşmelerinde işlemler çok daha hızlı ve etkili bir şekilde yürümektedir. Satışa konu olan firmanın hissedarları, satış sözleşmesinde ne kadar tutara sahip olacakları kesin bir şekilde belirtildiği için sözleşmeye itiraz

¹¹⁴ Demir, 2003, s. 75.

¹¹⁵ Ernst & Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş., **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2003 Raporu**, Ocak 2004, s. 12.

¹¹⁶ Palepu, Bernard, Healy, p. 10-15.

¹¹⁷ Yılgör, s. 398.

¹¹⁸ Martin Schadle, Helmut Pernsteiner, s. 287.

edip etmeyeceklerini hızlı bir şekilde tespit ederler. Bu durum birleşme işlemlerini de kolaylaştırıp, hızlandırmaktadır.

- Piyasada bulunan firmaların çoğunun küçük ve orta ölçekli aile firmaları olması, bunların bağlı oldukları bankaları kendilerine finansman kaynağı olarak görmeleri, sermaye piyasalarının sığ olması, hisse senedi borsada işlem gören firma sayısının az olması ve buna bağlı olarak hisselerin sığ borsalarda belirli piyasa oyuncuları tarafından alınıp satılması firma birleşmelerinde ödeme aracı olarak hisse senetlerinin kullanılmasına engel teşkil etmektedir. Bu yüzden firmalar nakit ödemeyi tercih etmektedirler.
- Alıcı kurumun ödemeyi nakitle yapması halinde, hedef firma hissedarlarının tüm hisselerinin satın alınmasıyla ortaya çıkabilecek sinerjiden tamamıyla kendisi yararlanır. Ancak bu durumda birleşme sonrası beklenen sinerjinin gerçekleşmemesi riski de tamamen alıcıya geçmektedir.¹¹⁹

1. 6. 1. 1. Nakit Ödemelerde Kullanılabilecek Kaynaklar

Birleşme ve satın alma bedelinin nakit ödeme ile gerçekleştirilmesi durumunda bu nakdin nereden sağlanacağı oldukça önemli bir konudur. Birleşmelerin finansmanında önce iç kaynaklara başvurulmalı, iç kaynakların yetersiz kalması halinde yabancı kaynaklar devreye sokulmalı, hâlâ finansman açığı mevcutsa sermaye artırımına gidilmelidir.

1. 6. 1. 1. 1. İşletme İçi Likit Kaynaklar

Firma birleşmelerinde satın alan firma durumundaki kurum, ihtiyacı olan finansman kaynağını esas faaliyet alanından elde ettiği kaynakları biriktirerek veya kâr payı dağıtmayarak sağlayabilir. Bu tür finansmanın yararı, firmanın gelecekte ödemek zorunda kalabileceği, alınan kredilerden kaynaklanan ana para ve faiz yükünü önlemesidir. Ayrıca firma, yabancı kaynak kullanmadığı için yönetimi paylaşmak

¹¹⁹ Yılğör, s. 398.

durumunda da kalmaz. Firma nakitle ödemede iç kaynaklardan yararlanmayı düşünüyorsa başvuracağı başka bir yol da kullanılmayan varlıkların satışı olabilir.¹²⁰

1. 6. 1. 1. 2. Yabancı Kaynaklar

Birçok firma birleşmesinde, kullanılabilecek likit değerler birleşme finansmanını karşılamamakta ve yabancı kaynaklara başvurulmaktadır. Bu tür finansman şekli “Borçlanarak-Kaldıraçlı Satın Alma (Leveraged Buy-Out)” olarak adlandırılmaktadır. Satın alan firma, yeterli nakdi olmaması durumunda, banka kredisi kullanarak hatta kredi almada hedef firmanın varlıklarını teminat olarak göstermek suretiyle de kredi kullanabilir.¹²¹ Geçmiş yıllarda düzenli kâr elde eden, borç seviyesi düşük, teminat gösterilebilecek oranda varlıklara sahip, çalışma sermayesi yüksek, borçların ana para ve faiz ödemelerini karşılayabilecek nakit akımları yaratabilen bir işletme, borçlanarak satın alma için cazip bir adaydır.¹²²

Firma birleşmelerinde kullanılan yabancı kaynaklar genel olarak şu şekilde sıralanabilir;¹²³

- Teminatlandırılmış Krediler: Bu tür krediler satın alan firmanın veya hedef firmanın duran varlıkları teminat gösterilerek alınır.
- Teminata Dayanmayan Krediler: Kredi veren finansal kuruluş, borçlanan firmanın kârlılığını, nakit yaratma kapasitesini göz önünde bulundurarak gerekli nakdi verir. Burada borçlanan firmanın nakit akışları, anaparanın ve faizin güvencesidir.
- İkinci Derecede Krediler: Bu finansman türünde krediyi veren kurum, borçlu firma herhangi bir ödeme zorluğuna düştüğü takdirde, yani borç tasfiyesi sırasında ancak hissedarlardan önce alacağını alabilir. Burada krediyi veren kuruluş yönetsel riski üstlenmiş durumdadır, başka bir deyişle hissedar konumundadır. Borçlu firmanın elinde bulundurduğu veya ürettiği mallar krediyi veren kuruluş için teminat niteliğindedir.

¹²⁰ M. Jensen, W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and The Ownership- Structure”, **Journal of Financial Economics**, 1976, p. 315.

¹²¹ Akgüç, s. 921.

¹²² Yılgör, s. 400-401.

¹²³ Martin Schadle, Helmut Pernsteiner, s. 289.

- **Tahvil:** Bu tür borçlanma daha ziyade büyük ölçekli, tanınmış, hisse senetleri borsada işlem gören kuruluşların başvurduğu bir yöntemdir. Değişken faizli tahviller, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde tercih edilen tahvil türleridir.

Bu tür yabancı kaynaklar, ödenen faizlerin vergiden düşülebilmesi, kredi veren kuruluşun firma yönetimine müdahale edememesi açısından oldukça avantajlıdır. Ancak kârın düşük olduğu dönemlerde firmanın likiditesi düşmekte ve ödeyememe riski artmaktadır.¹²⁴

Borçlanarak satın alma, özel bir grubun firmayı satın alması şeklinde de tanımlanmaktadır. Burada grup firmayı devralır ve firmanın hisse senetleri artık menkul kıymet piyasalarında işlem görmez. Satın alma işleminin finansmanının büyük bölümü genellikle borç alınan fonlarla sağlanır, bu yüzden bu tür satın almaya borçlanarak satın alma denilmektedir. Eğer satın alan gruba firmanın yönetimi liderlik ederse, buna da “Yönetimin Satın Alınması (Management Buy-Out)” denir. Bu durumda firmanın yöneticileri firmayı fiilen hissedarlardan satın alır ve yönetmeye devam ederler. Sahip-yönetici haline gelirler.¹²⁵

1. 6. 1. 1. 3. Sermaye Artırımına Dayalı Özkaynak İle Finansman

Nakit ödemeye dayalı firma birleşmelerinde gerekli olan finansmanı sağlamanın bir diğer yolu da sermaye artırımına gidilmesidir. Burada alıcı firma yeni hisse senedi ihraç ederek sağlayacağı nakdi, hedeflenen firmanın satın almasında kullanmaktadır. Gerekli likidite, ya eski hissedarların daha fazla hisse senedi almalarıyla, ya da yeni hissedarların ortaklığa katılımlarıyla sağlanır. Ancak yeni hisse senedi ihraç edilerek sermaye piyasasında yatırımcılara sunulması hem zor, hem maliyeti yüksek olan bir finansman şeklidir.¹²⁶ Burada piyasanın tepkisi de oldukça önemlidir. Kaldıraçlı satın alma, piyasadan olumlu tepki alırken, sermaye artırımına dayalı birleşmeler piyasa

¹²⁴Martin Schadle, Helmut Pernsteiner, s. 290.

¹²⁵Brealey, Myers, Marcus, s. 607-608.

¹²⁶Türko, s. 593.

tarafından olumlu karşılanmamaktadır.¹²⁷ Ayrıca yeni hisse senedi çıkarılması sulandırma etkisi yaratarak hisse senetlerinin değerini düşürücü bir etki yaratabilir.¹²⁸

1. 6. 2. Hisse Senedi İle Ödeme

Firmalar açısından yararlı olabilecek birçok birleşme, gerekli kaynakların bulunamamasından veya kaynak kullanım itibarının olmamasından dolayı gerçekleştirilememektedir. Bu duruma daha çok küçük, yeni kurulan, büyüme potansiyeli yüksek ancak kısıtlı kaynaklara sahip firmalarda rastlanmaktadır. Bu gibi durumlarda, birleşmeler genelde hisse senedi değişimiyle gerçekleştirilmektedir. Hedef firma hissedarlarına nakit ödeme yerine, satın alan firmanın hisse senetleri verilmektedir. Bu durumda satın alınan firma hissedarları, ilgili firma birleşmeden sonra varlığını devam ettiriyorsa bunun hissedarları, devam ettirmeyip yeni bir tüzel kişilik kurulusorsa yeni kurulan firmanın hissedarları durumuna geçerler.

Hisse senetleriyle ödemeye dayalı firma birleşmelerinde likidite korunur, ek faiz ödemeleri önlenmiş olur. Ayrıca satın alan firmanın borçlanma derecesi iyileşir, satın alınacak hedef firmanın değeri peşin ödemeye nazaran daha kolay tespit edilebilir.¹²⁹ Hisse senediyle finansman, her iki firmanın yüksek ve düşük değerlendirme etkilerini de hafifletir. Örneğin, satın alan firma bazı gizli borçları gözden kaçırmamasından dolayı hedef firmayı yüksek değerlendirmiş olabilir. Bu durumda değerinin üzerinde ödeme yapacak ve satın alan firma hissedarları bu durumdan zararlı çıkacaklardır. Oysaki hisse senediyle finansman durumunda hedef firmayla ilgili ortaya çıkabilecek olumsuz haberlerden kaynaklanan risk, kısmen hedef firma hissedarlarına yüklenebilecektir.¹³⁰ Yani nakit ödemeye gerçekleştirilen birleşmelerde bütün riski ve beklenen sinerji değerini satın alan firma yüklenirken, hisse senedi değişimi şeklinde gerçekleştirilen birleşmelerde oluşacak risk ve sinerji değeri satın alan firma ile hedef firma hissedarları arasında paylaştırılmış olmaktadır.¹³¹

Bir finansman aracı olarak nakitle hisse senedi arasındaki başka bir fark, birleşme maliyeti ve kazançları konusunda ortaya çıkmaktadır. Bunu bir örnekle şu şekilde

¹²⁷ Martin Schadle, Helmut Pernsteiner, s. 290.

¹²⁸ Türko, s. 593.

¹²⁹ Martin Schadle, Helmut Pernsteiner, s. 292-293.

¹³⁰ Brealey, Myers, Marcus, s. 616.

¹³¹ Yılğör, s. 398.

açıklayabiliriz. A firmasının B firmasını satın almak istediğini varsayalım. Firmalara ait bilgiler Tablo 1.1.'de verilmektedir.¹³²

Tablo 1.1. A ve B Firmasına Ait Veriler

	A Firması	B Firması
Piyasa Değeri	600 Bin YTL	400 Bin YTL
Hisse Senedi Sayısı	5 milyon adet	4 milyon adet
Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı	0,12 YTL/adet	0,10 YTL/adet

A firması bu birleşmeden 200 Bin YTL tutarında bir sinerji değeri oluşmasını beklemektedir. Bu sinerji değerini dikkate alarak A firması B firmasına hisse senetlerini birim başına 0,12 YTL ödeyerek satın almayı teklif etmektedir.

Bu durumda B firmasının toplam piyasa değeri 480 Bin YTL' ye ($0,12 \text{ YTL/adet} \times 4 \text{ milyon adet}$) karşılık gelmektedir. Bu tutar ile B firmasının birleşme öncesi 400 Bin YTL'lik değeri arasındaki fark, yani 80 Bin YTL, A firmasının B firmasına ödediği primi, başka bir deyişle B firması hissedarlarının kazancını ifade etmektedir. A firması hissedarları ise beklenen sinerji değeri ile ödenen prim arasındaki fark kadar kazanç elde edeceklerdir. Satın alma işleminin nakitle gerçekleştirilmesi durumunda A firması hissedarları $200 - 80 = 120$ Bin YTL kazanç elde edeceklerdir.

A firmasının aynı işlemi yeni hisse senedi ihraç ederek finanse etmesi durumunda teklif ettiği hisse senedi sayısına bağlı olarak kazancı da değişiklik gösterecektir. A firmasının, B firmasının bir hisse senedine karşılık kendi firmasının bir hisse senedini vermeyi teklif ettiğini varsayalım. Satın almadan sonra ihraç edilmiş hisse senedi sayısı toplam 9 milyon adet olacaktır. Bu durumda oluşacak yeni işletmede A firması hissedarlarının payı % 55.5 ($480 \text{ Bin YTL} + 600 \text{ Bin YTL} = 1.08 \text{ Milyon YTL}$ A firmasının ortaklık payı = $600 / 1080 = 0.555$) olacaktır. A firması hissedarları, birleşme sonucunda ortaya çıkması beklenen sinerji değerinden de bu oranda pay alacaklar ve 111 Bin YTL ($200 \text{ Bin YTL} \times \% 55.5$) kazanç elde edeceklerdir. Beklenen sinerji

¹³² Yılğör, s. 399.

değerinden geriye kalan 89 Bin YTL'lik tutar da B firması hissedarlarının kazancı olacaktır. Görüldüğü üzere birleşmenin hisse senediyle finanse edilmesi durumunda A firması hissedarlarının kazançları düşecek, B firması hissedarlarının kazancı artacaktır. A firması hissedarlarının, hisse senediyle finanse edilen birleşme sonrasında aynı kazancı elde edebilmesi için tekliflerini daha düşük bir değiştirme oranı üzerinden yapmaları gerekir.

Firma birleşmelerinde birleşme bedelinin hisse senedi ile ödenmesi durumunda, birleşme teklifinin yapılması ile işlemin sonuçlanacağı zaman dilimine kadar oluşacak fiyat riski önem taşımaktadır. Satın alan firma, teklifini sabit sayıda hisse senedi üzerinden ya da sabit bir birleşme değeri üzerinden yapabilir. Sabit sayıda hisse senedi teklif edilmişse, satın alan firmanın hisse senedi fiyatındaki düşüşler hedef firma hissedarlarının zarar görmesine, yükselmesi ise satın alan firma hissedarlarının zarar görmesine neden olur. Sabit bir birleşme değeri teklif edilmesi durumunda, satın alan firmanın hisse senedi fiyatlarının düşmesi daha çok hisse senedi verilmesine ve satın alan firma hissedarlarının yeni kurulan firmada daha az ortaklık payı almalarına neden olabilir. Hedef firma hissedarları ise sabit değerli işlemlerde işlem sona erinceye kadar herhangi bir değer kaybı yaşamayacaklardır. Ancak birleşme bedelinin hisse senedi ile ödenmesi teklifinin öğrenilmesi, bu firmanın hisse senetlerinin yüksek değerlendirildiği şeklindeki algılamalara, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilir.¹³³ Yapılan araştırmalar, birleşmelerin nakitle finanse edilmesi durumunda anormal getirilerin pozitif olduğunu, hisse senediyle finanse edilmesi durumunda negatif olduğunu göstermektedir.¹³⁴

Birleşme bedelinin nakitle ödenmesi durumunda, birleşme maliyeti birleşme kazancının büyüklüğünden etkilenmez. Eğer ödeme hisse senedi değişimi şeklinde gerçekleştirilirse, maliyet kazanca bağlı olarak değişecektir. Çünkü kazanç birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarındaki değişimle ortaya çıkacaktır.¹³⁵

¹³³ Yılğör, s. 399-400.

¹³⁴ Anup Agrawal, Jeffrey F. Jaffe, Gershon N. Mandelker, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of An Anomaly", **Journal of Finance** 47, 1992, p. 1611-1612.

¹³⁵ Brealey, Myers, Marcus, s. 616.

1. 7. BİRLEŞMELERDE BAŞARISIZLIK NEDENLERİ

Yapılan bazı araştırmalar, son 30 yılda gerçekleştirilen firma birleşmelerinin sadece % 25-30'unun başarıyla sonuçlandığını, beklenen sinerjik etkiyi yaratabildiğini ve hissedarların kazancında bir artış sağlayabildiğini ortaya koymuştur.¹³⁶ Birleşmelerden beklenen başarının sağlanamamasının nedenlerini şu şekilde açıklamak mümkündür:

- Birleşmeler konusunda yeterli bilgi ve deneyime sahip olunmaması,
- Birleşme konusunda tecrübeli bir kurumdan danışmanlık hizmeti almanın öneminin ve faydasının yeterince bilinmemesi,
- Kurumsal yapı bakımından aile firmalarının yoğunlukta olması,¹³⁷
- Örgütsel, insani ve kültürel faktörlerin ayrıntılı bir planlaması yapılmadan birleşmeye karar verilmesi, yani birleşme için aceleci davranılıp işlemin yanlış zamanda gerçekleştirilmesi,¹³⁸
- Firmaların kültürel yapılarının ve iş yapma yöntemlerinin uyuşmamasından dolayı çalışanların kültür çatışmasıyla karşı karşıya kalmaları ve firmaya olan bağlılıkların azalması,¹³⁹
- Alıcı ve satıcı firmanın uygun değer üzerinde anlaşılamamaları,
- Yöneticilerin anlaşma konusunda isteksiz davranmaları,¹⁴⁰
- Mevzuattan kaynaklanan engeller, vergi yasalarının bürokratik zorluklar getirmesi,¹⁴¹
- Mali tabloların hazırlanmasında enflasyon muhasebesinin dikkate alınmamasından dolayı mali tabloların gerçek değeri yansıtmaması, bu yüzden üstlenilecek riskin, beklenen kazancın ve birleşme bedelinin doğru bir şekilde tespit edilememesi,¹⁴²

¹³⁶ Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, **Valuation - Measuring and Managing The Value of Companies**, Second Edition, McKinsey & Company Inc., USA 1994, p. 417.

¹³⁷ Bozkuş, Belviranlı, s. 23.

¹³⁸ Mitchell Lee Marks, "Consulting In Mergers And Acquisitions", **Journal of Organizational Change Management**, Vol: 10, No: 3, 1997, p. 267.

¹³⁹ İnsankaynaklari.com İçerik Ekibi, "Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

¹⁴⁰ Activeline, "M & A Anlaşmaları Hız Kesti", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Ocak 2002, s. 1

¹⁴¹ Şaban Erdikler, "Şirket Evlilikleri Geçen Yıl 1 Milyar Doların Altında Kaldı", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

¹⁴² Aydın, s. 206.

- Yetersiz planlamadan dolayı yüksek bedel ödenmesi, ödenen bu yüksek bedel dikkate alınarak ileriye yönelik büyük beklentiler içine girilmesi,
- Pazar büyüklüğünden dolayı küresel bazda küçük kalan firmaların, birleşme yoluyla büyümeden ziyade, rekabet yoluyla büyümeyi tercih etmeleri,
- Birleşme yoluyla rekabet üstünlüğü sağlanması ancak yeni rakiplerin piyasaya girişinin engellenememesi,¹⁴³
- Sürekli fon açığı olan, sermaye piyasalarının sığ olduğu yani işlem büyüklüğünün yetersiz kaldığı ülkelerde birleşme ve satın alma işlemlerinin gereken ilgiyi bulamaması,
- Küresel bazda katma değer yaratılamaması, teknolojinin takip edilememesidir.¹⁴⁴

1. 8. BİRLEŞMELERDE BAŞARI OLASILIĞINI ARTIRAN KOŞULLAR

Birleşmelerde başarı olasılığını artıran koşulları şu şekilde sıralamak mümkündür;

- Başarılı bir birleşme için öncelikle ayrıntılı bir bütünleşme planı hazırlanmalıdır. Tüm faktörler bu plana doğru bir şekilde yansıtılmalıdır. Yeni oluşacak organizasyonun yapısı, üretim yöntemlerinin, muhasebe yöntemlerinin değişip değişmeyeceği, kimin hangi alanların sorumluluğunu üstleneceği ayrıntılı bir şekilde planlanmalıdır. Kârlılığı ve performansı artırıcı yeni fikirlere yer verilmeli, gerekirse alışılmış uygulamalar terk edilmelidir.¹⁴⁵
- Başarılı bir birleşme planı, gerçekleşmesi beklenen sinerjileri tanımlamakla başlar. İleriye yönelik stratejiler hem alıcı hem satıcı firma tarafından belirlenmelidir. Yani iki tarafın da bu işlemde ne beklediği, birleşmeden sonra satışların nasıl artırılacağı, pazarın ne şekilde büyütülebileceği, maliyetlerden ne şekilde tasarruf sağlanacağı baştan belirgin olmalıdır.¹⁴⁶

¹⁴³ Cumhuriyet Kuşcuoğlu, “Birleşmeler Nasıl Gidiyor?”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 14.10.2004.

¹⁴⁴ Yeniay, s. 2-3 .

¹⁴⁵ Don de Camara, Punit Rengen, “The Secrets of Successful Mergers: Dispatches From The Front Lines”, *Journal of Business Strategy*, Vol: 25, No: 3, 2004, p. 11.

¹⁴⁶ Can Deldağ, “Başarılı Bir Birleşme İçin: Beklenti ve Stratejiler Belirgin Olmalı...”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 14.10.2004.

- Öncelikle yönetimin birleşme stratejisini kavraması, birleşme planındaki öğeler arasında bağlantı kurması gerekir. Üst yönetim, birleşme planı hazırlanırken yeni firmanın gelecekteki vizyonunun ne olması gerektiğine, amaçlara, değerlere ve politikalara karar vermelidir. Bu kararlarda esnek olmaya da özen göstermelidir.¹⁴⁷
- İletişime odaklanılmalıdır. Stratejik uyum, sinerji ve firma performansı açısından iletişim oldukça önemlidir. Başarılı birleşmeler müşterilerle, işverenlerle, potansiyel ortaklarla, yatırımcılarla ve medyayla iyi bir iletişim kurmayla mümkün olabilmektedir. İletişimin iyimserlikten ziyade gerçekçi olması daha önemlidir. Açık, gerçekçi, dürüst bir iletişim firma performansını dolayısıyla kârlılığını artıracak önemli bir husustur.
- Birleşmelerde zaman da dikkate alınması gereken önemli bir faktördür. İyi bir bütünleşme sağlamak kadar, bu bütünleşmeye en hızlı şekilde ulaşmak da oldukça önemlidir.¹⁴⁸
- Birleşmelerin başarısını etkileyen başka bir faktör de kültürel farklılıklardır. Kültürel açıdan ortaya çıkabilecek sorunlar baştan düşünülmeli, ona göre bir yön belirlenmelidir. Kültürlerin bütünleşmesi ve biz-onlar mantalitesinin ortadan kaldırılması gerekir. Bu aşamada en önemli görev insan kaynakları departmanına düşmektedir. Maaşlar ve ek kazançlar gibi insan yönetiminin 'mekanizmalarını' bütünleştirmek, firma içi rolleri belirlemek, kilit çalışanlar için işte tutma planları hazırlamak, çalışanları yeni pozisyonlara hızla getirmek, adil süreçlerden yararlanarak çalışanları gerekli destek ve eğitim ile buluşturmak insan kaynakları departmanının başlıca görevleridir. İnsan değerinin korunması ve geliştirilmesiyle görevli insan kaynakları, yönetimin düşünme biçimini şekillendirerek çalışanlardan en yüksek verimi almak için ne yapılması gerektiğini belirlemeli ve firmaların insan sermayesinden en iyi şekilde yararlanması için gerekli sistemleri sağlamalıdır.¹⁴⁹ Sonuç olarak insan kaynakları departmanı birleşmelerde ortak bir dil geliştirmeli ve örgütü tek bir kültür altında birleştirmelidir.¹⁵⁰

¹⁴⁷ Nguyen, Kleiner, p. 450-451.

¹⁴⁸ Camara, Rengen, p. 13.

¹⁴⁹ Linda Holbeche, "Başarılı Bir Birleşme İçin Etkin İnsan Kaynakları", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 15.10.2004.

¹⁵⁰ Dicle Şengören, "Ortak Bir Dil Geliştirebilmek...", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 15.10.2004.

1. 9. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE ORTAYA ÇIKAN BİRLEŞME DALGALARI

Geçtiğimiz yüzyılda gerçekleşen firma birleşmelerine genel olarak bakıldığında ilk birleşme dalgası 1897-1904 yılları arasında gerçekleşmiştir. Bu dönem ABD firmaları açısından birleşme, birbirlerini satın alma ve dolayısıyla tekelleşme faaliyetlerinin en yüksek düzeye ulaştığı dönem olarak ifade edilmektedir. Bu birleşme dalgasında yatay birleşmeler ağırlıkta olmuş, büyük sanayi tekellerinin bir bölümü bu dönemde kurulmuştur. Singer, General Electric, Kodak, Unilever, Bayer bu dönemde kurulan önemli firmalardır. İkinci birleşme dalgası I. Dünya Savaşı sonrasına rastlamaktadır. Bu dönemde dikey birleşmeler hız kazanmıştır. IBM, General Motors bu dönemde ortaya çıkan önemli firmalardır. Üçüncü birleşme dalgası 1960-1980 yılları arasında gerçekleşmiştir. Bu dönemde ABD'de birleşmeler ve satın almalar artmış, hızlı bir tekelleşme söz konusu olmuştur. Başka piyasalardan firmalar satın alınıp, dev teşebbüsler oluşturulmuştur. Dördüncü birleşme dalgası 1980-1990 arasında gerçekleşmiştir. Avrupa'da birleşmeler artmış, firmalar bağlı kuruluşlarını satarak, esas faaliyet konularına yönelmişler, büyümeye temel oluşturacak alanlara girerek sinerji yaratmaya çalışmışlardır. Bu dönemde geleneksel banka kredilerinin yerini menkul kıymet emisyonu almıştır. Birleşmeler için gerekli olan kaynaklar sermaye piyasalarından sağlanmıştır. Son birleşme dalgası 1990 sonrasını kapsamaktadır. 1990'lı yılların ortalarından itibaren firma birleşme ve satın almaları yeniden artış eğilimine girmiş, ABD'de başlayan yeni birleşme dalgasına Avrupa'nın da katılmasıyla dünya ölçeğinde hem birleşen firma sayısı hem de birleşmelerin hacmi hızlı bir biçimde artmıştır. 90'lı yıllarda yatay birleşmeler ağırlık kazanmıştır. Birleşen firmaların büyüklükleri artmış, mega birleşmeler gerçekleşmiştir. Sınır aşırı birleşmeler hem sayı hem değer olarak artış göstermiştir. Finans piyasalarının rolü artmış, birleşmelerin finansmanı hisse senedi devri ile gerçekleştirilmeye başlanmıştır.¹⁵¹ 1990 sonrası Avrupa Birliği'ndeki gerçekleşen birleşmelerin sektörel dağılımlarına bakıldığında, sanayi, bankacılık-sigortacılık ve hizmet sektörlerinin ağırlık kazandığı söylenebilir.¹⁵² Dünya ölçeğindeki birleşmelerin toplam değeri 1993 yılından 2000 yılına kadar her yıl düzenli bir biçimde artarak, 2000 yılının ilk yarısında en yüksek düzeye ulaşmış, daha sonra düşüş eğilimine girmiştir. Özellikle 2002 yılında hızlanan bu düşüşün temel nedeni olarak, ekonomik büyümeye ilişkin kaygılar ve 11 Eylül olaylarının iş dünyasına

¹⁵¹ Demir, s. 64-70.

¹⁵² Yeniay, s. 1.

etkisi gösterilmektedir.¹⁵³ Dünya ekonomisinde firma birleşmelerinde sanayileşmiş ülke firmaları ağırlıktadır. ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, Hollanda bu açıdan öne çıkan ülkelerdir.¹⁵⁴

Türkiye’deki ilk firma birleşmesi, 1874 yılında Avusturya-Osmanlı Bankası(Avusturya sermayeli) ile Bank-i Osman-i Şahane(Fransız-İngiliz sermayeli) arasında gerçekleştirilmiştir.¹⁵⁵ Ancak 1990’lı yılların başına kadar birleşme ve satın almalar Türkiye ekonomisinde yaygınlık kazanamamıştır. 90’lı yılların başından itibaren gerçekleşen kurumsal birleşmeler özellikle iki amaç için yapılmıştır. Bunlardan birincisi, grupların/holdinglerin grup firmalarını birleştirmeleri olarak adlandırılabilir. Bu tür birleşmelere en iyi örnek, Koç Grubu’nun beyaz eşya sektöründe faaliyet gösteren Arçelik, Ardem ve pazarlama firmalarını birleştirmesidir. İkinci amaç, holdinglerin genişlemesidir. Bu tür birleşmelerde de son dönemde iki önemli sektör ön plana çıkmaktadır. Bu sektörler bankacılık ve medya sektörleridir.¹⁵⁶ Bu amaçlar dikkate alınarak Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satın almaları üç başlık altında toplayabiliriz. Bunlar:¹⁵⁷

1. Yerli firmalar arası birleşmeler: Bunlar daha çok grup içi birleşmeler şeklinde gerçekleşmektedir. Az önce verdiğimiz Koç Grubu: Arçelik-Ardem birleşmesine ilaveten Sabancı: Teksa-Bossa birleşmesi buna örnek gösterilebilir.
2. Yabancı firmalarla yapılan birleşmeler: Daha çok çimento (Çimentir-Çimentaş), ambalaj, kimya (Dupont-Kordsa), ısıtma-klima (Carrier-Alarko), gıda (Nestle-Missüt), otomotiv (Ford-Otosan), beyaz eşya (Bosch Profilo-Siemens) ve perakende sektörlerinde gerçekleşen birleşmelerdir.
3. Yerli firmaların yurt dışı yatırımları: Bunlar özellikle Bulgaristan, Romanya ve Türki Cumhuriyetlerde yoğunlaşmaktadır. Bu tür yatırımlara da Arçelik-Bloomberg, Borusan-Bamesa Aceros birleşmeleri örnek gösterilebilir.

¹⁵³ Şaban Erdikler, “Şirket Evlilikleri Geçen Yıl 1 Milyar Doların Altında Kaldı”, ”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

¹⁵⁴ Demir, s. 67.

¹⁵⁵ İnsankaynaklari.com İçerik Ekibi, “Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

¹⁵⁶ Yeniay, s. 2.

¹⁵⁷ Tanyılmaz, s. 699-700.

1994 yılından itibaren birleşmeler, özellikle perakende, finans, gıda, ilaç, otomotiv ve bilişim gibi sektörlerde ağırlık kazanmıştır.¹⁵⁸

1997 yılından itibaren hangi yıllarda kaç birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiği Tablo 1.2.'de gösterilmiştir;

Tablo 1.2. Yıllara Göre Gerçekleşen Birleşme-Satın Almalar

YILLAR	BİRLEŞME – SATIN ALMA
1997	5
1999	76
2001	82
2002	54
2003	80
2004	91
2005	164

1997 yılında yalnızca 5 birleşme veya satın alma işlemi gerçekleşirken, bu rakam 1999 yılında 76, 2001 yılında da 82 olarak gerçekleşmiştir.¹⁵⁹ 2001 yılı banka birleşmeleri yılı olmuştur. Garanti Bankası ve Osmanlı Bankası birleşmesi 2001 yılında yaşanan en önemli banka birleşmesidir.¹⁶⁰ Bunun dışında gerçek bir banka birleşmesi yaşanmamıştır. Çünkü yapılan birleşmeler, daha ziyade tasfiye edilecek bankaların kamu bankalarına devredilmesi şeklinde gerçekleşmiştir (İstanbul Bankası, Hisarbank ve Odibank'ın Ziraat Bankası'na devri, Töbank'ın Halk Bankası'na devri, Denizcilik Bankası'nın Emlak Bankası'na devri).¹⁶¹ Dünyada 2002 yılında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin büyüklüğü yaklaşık olarak 1 trilyon doları bulurken, Türkiye'de bu rakam 613.7 milyon dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.¹⁶² 2002 yılında Türkiye'de gerçekleşen işlem sayısı 54'tür, ancak bunlardan yalnızca 34'ünde işlem değeri belirtilmiştir. Bu işlemler arasında yer alan en önemli işlemler Koç Holding-

¹⁵⁸ Cumhuriyet Kuşcuoğlu, "Birleşmeler Nasıl Gidiyor?", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 14.10.2004.

¹⁵⁹ Aydın, s. 204.

¹⁶⁰, "Birleşmeler Tamam, Şimdi Ne Yapacağız?", <http://www.btvizyon.com.tr>, Erişim Tarihi: 17.11.2004.

¹⁶¹ Yeniay, s. 2.

¹⁶² Tanyılmaz, s. 699.

Opet, Kent Gıda-Cadbury, Esçim-Standart Çimento, Sabancı-Piyale birleşmeleridir. Ernst & Young Kurumsal Finansman Bölümü'nün hazırladığı “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2002 Raporu”nun içinde yer alan “Türk İş Dünyasının Birleşme ve Satın Alma Ortamına Bakışı” konulu ankette, Unicredito-Koç Finansal Hizmetler ve HSBC-Advantage birleşmeleri 2002 yılının en başarılı ve yaratıcı işlemleri olarak değerlendirilmiştir.¹⁶³

2003 yılında Türkiye’de gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemleri, 2002 yılı ile kıyaslandığında, sayı ve hacim olarak artış göstermiştir. Türkiye’de 2003 yılında toplam 80 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirilmiş olup, bunlardan sadece 54’ünün işlem değeri açıklanmıştır. 2003 yılında tamamlanmış ve işlem değeri açıklanmış olan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri, yaklaşık olarak 6 milyar dolarlık bilanço değerine sahip olan Aycell-Aria birleşmesi hariç 1.4 milyar dolar civarındadır. Açıklanmamış işlem değerleri dikkate alındığında bu tutarın 1.5 milyar dolar seviyesinin üstünde gerçekleştiği sonucuna varılabilir. Ancak bu işlem hacminin 831 milyon dolarlık kısmını özelleştirme işlemleri oluşturmaktadır. 2003 yılı özelleştirmenin hız kazandığı bir yıl olmuştur. 2002 yılında gerçekleştirilen 2 işleme karşılık, 2003 yılında 29 özelleştirme ihalesi tamamlanmıştır. Tekel, Petkim, Tüpraş gibi önemli özelleştirme ihalelerinin olumlu sonuçlanmamasına rağmen işlemlerin toplam değeri 831 milyon dolar olmuştur. Türk firmaları arasında gerçekleşen en büyük üç işlem, telekom alanında Aycell-Aria birleşmesi, gıda ve içecek alanında Nurol-Limak-Özaltın-Tütsab firmalarının Tekel Alkollü İçkiler firmasını satın alması, enerji alanında Çalık Enerji’nin Bursagaz’ı satın alması olarak tespit edilmiştir. Türkiye’de bugüne kadar gerçekleştirilmiş en büyük birleşme işlemi, yaklaşık olarak 6 milyar dolar bilanço büyüklüğüne sahip olduğu tahmin edilen Aycell-Aria birleşmesidir. 2003 yılında birleşmelerin hız kazandığı sektörler, gıda ve içecek, finansal hizmetler, tekstil, kağıt, lojistik, altyapı sektörleri olmuştur. Finansal hizmetler sektöründe gerçekleşen işlemlerin tamamı Türk grupların sigorta firması ve aracı kurum satın almasına yöneliktir. Tekstil, altyapı, kağıt sektörlerinde özelleştirmeler ön plana çıkmaktadır. (Sümer Holding tesisleri ve Seka işletmelerinin özelleştirilmesi)¹⁶⁴ Lojistik sektöründe yabancı yatırımlar ağırlıktadır. Jeopolitik açıdan çok uluslu firmaların bölge merkezleri

¹⁶³ Şaban Erdikler, “Şirket Evlilikleri Geçen Yıl 1 Milyar Doların Altında Kaldı”, www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 12.10.2004.

¹⁶⁴ Ernst & Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş., **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2003 Raporu**, Ocak 2004, s. 3-6.

olmaya başlayan Türkiye’de özellikle uluslararası taşımacılık alanına yabancı firmaların ilgisi büyüktür. Yabancıların ilgi gösterdiği diğer sektörler bakımından finans sektörü ön plana çıkmaktadır. Bireysel bankacılık hizmetlerinin Avrupa ülkelerinin ortalama 4’te biri düzeyinde olması, büyük bir potansiyel düşüncesiyle bu sektöre olan ilgiyi artırmaktadır. Artan nüfusla birlikte hızlı bir büyüme sürecinde olan gıda sektöründe de özellikle süt ve süt ürünleri, su, kahve, çikolata-şekerleme konusunda üretim yapan firmalara yabancıların ilgisi büyüktür. (Danone-Sabancı, Kraft-Ülker) Büyüklüğü 50 milyar dolara ulaşan perakende sektörü, hızlı şehirleşme, genç nüfusun artış göstermesi gibi etkenlerle hem yerli hem yabancı firmaların ilgi odağı olmuştur. (Kipa-Tesco) Türkiye’deki büyük otomotiv üreticilerinin dünya otomobillerini üretmeye başlaması ve sektörün büyük ihracat potansiyeli, yabancıların otomotiv sektörüne olan ilgisini de artırmıştır.¹⁶⁵

2004 yılında Türkiye’de birleşme ve satın almaların toplam tutarı 2.53 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Özelleştirmeler bu işlemlerin %46’sını oluşturmaktadır ve ihalesi tamamlanan 25 özelleştirme işleminin toplam değeri 1.2 milyar düzeyindedir. 2004 yılında birleşmeler enerji, turizm ve madencilik sektörlerinde hız kazanmıştır. Yabancıların ilgisi 2003 yılına oranla azalmıştır. 2004’de yabancı firmaların Türkiye’de gerçekleştirdiği birleşme ve satın almaların açıklanan değeri yaklaşık 356 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Yabancıların 2004 yılında gerçekleştirdiği en büyük işlem 217 milyon dolarlık değeriyle BNP Paribas’ın TEB’i satın almasıdır.¹⁶⁶

2005 yılında birleşmeler ve satın almalar oldukça hız kazanmıştır. Dünya genelinde 2005 yılında 2.3 trilyon dolarlık birleşme gerçekleşmiştir ve bu rakam 2004 yılına göre yüzde 36 daha yüksek bir seviyeyi ifade etmektedir. 2005 yılında firmalar arasındaki en büyük satın alma ve birleşmeler ise şu şekilde sıralanabilir;¹⁶⁷

- Procter&Gamble’ın 57 milyar dolara Gillette’i satın alması,
- Gas Natural SDG’nin 25. milyar dolara Endesa SA’yı satın alması,
- Mitsubishi Financial Grup’un, UFJ Holding’in hisselerini alması.

¹⁶⁵ Bozkuş, Belviranlı, s. 20-21.

¹⁶⁶, “2004’te İlgi Düşük Oldu”, <http://www.sabah.com.tr/2005/02/01/eko95.html>, Erişim Tarihi: 16.04.2006.

¹⁶⁷, “Karlart Artıyor, Şirket Evlilikleri Hızlanıyor”, www.patronlardunyasi.com, Erişim Tarihi: 20.03.2006.

2005 yılında Türkiye’de 164 birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu birleşme ve satın almaların toplam değeri 30.4 milyar dolardır. Son 10 yıldır Türkiye'nin gündeminde olan Türk Telekom, Tüpraş ve Erdemir gibi özelleştirmelerin tamamı 2005 yılı içerisinde gerçekleşmiştir. 19 özelleştirme işleminin toplam değeri 15.5 milyar dolar düzeyindedir. Bu tutar, 2005'te gerçekleştirilen tüm birleşme ve satın alma işlemlerinin yüzde 51'ini oluşturmaktadır. 2005 yılında gerçekleşen toplam işlem hacminin yüzde 22'sini 6 milyar 550 milyon dolarlık değeriyle Türk Telekom özelleştirmesi oluşturmaktadır. İkinci en büyük satın alma işlemi, 4 milyar 550 milyon dolarla Vodafone'un Telsim'i satın alması, üçüncü ise 4 milyar 140 milyon dolarla Koç-Shell ortak girişim grubunun Tüpraş'ın yüzde 51'ini satın almasıdır.¹⁶⁸

2004-2005 yılı banka birleşmeleri açısından da oldukça yoğundur. Bu yıllarda gerçekleşen banka birleşmeleri ise şu şekilde sıralanabilir;¹⁶⁹

- Osmanlı Bankası-Körfezbank
- Garanti Bankası-Osmanlı Bankası
- Sitebank-Novabank
- Koçbank-Uni Credito
- Garanti Bankası-İntesa
- HSBC –Demirbank
- Bank Ekspres-Tekfenbank
- Sümerbank-Oyakbank
- Tarişbank-Denizbank

2006 yılında da birleşme ve satın almaların bu hızla devam edeceği beklenmektedir. 2006 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen birleşmelere Koçbank-Yapı Kredi Bankası birleşmesi ve Sanko Holding’in Ulubaş Firmalar Grubu’ndan Auer’i satın alması örnek gösterilebilir.¹⁷⁰ Ayrıca 2006 yılında yabancıların bankacılık sektöründeki ağırlığının

¹⁶⁸ Nurten Erk Tosuner, “30,4 Milyon Dolarlık Evlilik Tamam, Yabancılar Türkiye’yi Keşfediyor”, www.turkticaret.net, Erişim Tarihi: 15.03.2006.

¹⁶⁹ Nesrin Şirvan, “Türk Bankacılık Sektöründe Birleşmeler Kaçınılmaz”, www.iubam.org, Erişim Tarihi: 20.02.2006.

¹⁷⁰ Zaman Gazetesi Ekonomi Servisi, “Tekstilci Sanko, Auer’le Beyaz Eşyaya da Girdi”, **Zaman Gazetesi**, 7 Nisan 2006, s. 11.

artacağı da düşünülmektedir. Finansbank'ın Yunanistan'ın en büyük bankası olan Ethniki tarafından satın alınması da bu beklentiyi güçlendirici bir örnektir.¹⁷¹

¹⁷¹ Kadir Dikbaş, “Finansbank Satışının Hatırlattıkları”, **Zaman Gazetesi**, 7 Nisan 2006, s. 9

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI, ÖNEMİ VE BELİRLENMESİ

Günümüzde sermaye piyasalarının hızla gelişimi, firma birleşme ve satın almaları ile halka açılma eğilimlerinin artması, firma sahiplerini ve yöneticileri firma değerini doğru bir şekilde belirlemeye yönlendirmiştir. Bu bölümde firma değerinin kapsamı, firma değerine etki eden faktörler ve firma değerinin belirlenmesinde kullanılan temel yöntemler ile birleşmelerde uygulanışı ele alınacaktır.

2. 1. DEĞER-FİYAT VE DEĞERLEME-FİYATLAMA AYRIMI

Değer ve fiyat kavramlarının ortak noktaları olmasına rağmen aralarında bazı farklılıklar vardır. Değer, herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda (kullanım değeri) veya herhangi bir nesnenin başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı (değişim değeri) olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır.¹⁷² Bir mal ya da hizmetin kullanım değeri, o mal ya da hizmeti kullanana sağlayacağı faydaya, tatmine bağlıdır.¹⁷³ Değişim değeri ise mal veya hizmetin arzu edilebilirliğine ve kıtlık derecesine bağlıdır. Bir mal arzu edilebildiği sürece değeri vardır. Mal bollaştıkça veya arzu edilebilirliği azaldıkça değeri düşmektedir.¹⁷⁴

Fiyat, mal ya da hizmetin satın alınmasında ödenen para miktarıdır. Fiyat, her zaman o mal ya da hizmetin gerçek değerini ifade etmeyebilir. Çünkü fiyatlar talebe, ekonomik ve siyasal koşullara bağlı olarak değişiklik gösterebilir. Dolayısıyla fiyat, o mal veya hizmetin değerinin altında veya üstünde gerçekleşebilir.¹⁷⁵ Özet olarak, “fiyat” kavramı,

¹⁷² Birgül Dikmen, “Satılan, Birleşen, Halka Açılan veya Özelleştirilen Firmanın Değeri Nasıl Tespit Edilir?”, **Vergi Dünyası**, Yıl: 22, Sayı: 267, Kasım 2003, s. 51.

¹⁷³ Aydın, s. 194.

¹⁷⁴ Dikmen, s. 51.

¹⁷⁵ Aydın, s. 194.

piyasada arz ve talep koşullarına göre oluşan bir büyüklüğü ifade ederken, “değer” kavramı analiz sonucu belirlenen bir büyüklüğü ifade etmektedir. Tam rekabetçi piyasalarda fiyat ve değer kavramları örtüşürken, tam rekabetçi olmayan piyasalarda bu kavramlar aynı şeyleri ifade etmemektedir.

Değer ve fiyat kavramları gibi değerlendirme ve fiyatlama kavramları da birbirinden farklı anlamlar taşımaktadırlar. Değerleme, para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para cinsinden belirlenmesi, bir firmanın bina, arsa, makine, teçhizat, mal stoku vb. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanmaktadır.¹⁷⁶ Başka bir ifadeyle değerlendirme, bir mal veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini ölçmeye, değerini belirlemeye çalışmak ve bu çalışma sonucunda bir görüş bildirmektir.¹⁷⁷ Fiyatlama ise, değerlemeden sonra gerçekleşen bir aşamadır. Fiyatlamada, mal ya da hizmetlerin belirli bir zamandaki değerinin para ile ifade edilmesi söz konusudur.¹⁷⁸

2. 2. FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI

Bir firmanın değeri, tam bilgiye sahip alıcı ve satıcıların herhangi bir zorlama olmadan takdir ettikleri alım ve satım bedeli olarak tanımlanmaktadır. Firma değerlemesi de, firmanın uygun ve makul alım-satım bedelinin belirlenmesidir.¹⁷⁹ Firmalar çeşitli nedenlerle zaman zaman değerlemeye ihtiyaç duyarlar. Bu nedenleri şu şekilde özetleyebiliriz;¹⁸⁰

- Firma birleşmelerinde,
- Firmaların hisse senetlerinin pazarlanmasında,
- Firmaların halka açılmasında,
- Firma ortaklarının kâr dağıtım oranlarının belirlenmesinde,
- Firmaya ortak alma veya ayrılma durumlarında,
- Kredi güvenilirliğinin araştırılmasında,

¹⁷⁶ Dikmen, s. 51.

¹⁷⁷ Feramuz Güleriyüz, “Değer Odaklı Yönetim”, *Asomedy*, Mart 2005, s. 34.

¹⁷⁸ Dikmen, s. 51.

¹⁷⁹ Güleriyüz, s. 34.

¹⁸⁰ Nurhan Aydın, “İşletme Birleşmelerinde İşletme Değerinin Belirlenmesi”, *Anadolu Üniversitesi Afyon İİBF Dergisi*, 1989, s. 131.

- Şahıs şirketlerinin sermaye şirketlerine dönüştürülmesinde,
- Özelleştirmelerde,
- Firmaların tasfiye edilmesinde ve yeniden yapılandırılmalarında, firmalar değerlemeye ihtiyaç duyarlar.

Firma değerinin tespit edilmesi, finans teorisinin en fazla tartışılan, en karmaşık konularından biridir. Finansal yönetimin temel politikalarının ortak noktası, firma değerinin hissedarlar açısından maksimum kılınmasıdır. Firmanın finansman politikasında, “firmanın kaynaklarının yapısı ne olmalıdır ki firmanın değeri maksimum olsun” sorusuna cevap aranmaktadır. Yatırım politikasında da amaç, “firmanın kaynakları hangi varlıklara hangi şartlarda bağlanmalıdır ki firmanın değeri maksimum olsun” sorusuna cevap aramaktır. Temettü politikasında da “firma nasıl bir temettü politikası izlemelidir ki izlediği bu politika firmanın değerini maksimum kılsın” konusu açıklığa kavuşturulmaya çalışılmaktadır. Görüldüğü üzere tüm bu politikadaki ortak amaç, firma değerinin maksimum kılınmasıdır.¹⁸¹

2. 3. FİRMA DEĞERİNİN ÖNEMİ

Günümüzde sermaye piyasaları hızlı bir gelişim göstermektedir. Sermaye piyasalarında etkinliğin ve güvenin sağlanması firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesine ve bulunan değer gerçeği yansıtmasına bağlıdır. Sermaye piyasalarının bu hızlı gelişimine bağlı olarak firma birleşme ve satın almaları ile firmalarda halka açılma eğilimlerinin artması firma sahiplerini ve yatırımcıları firma değerini doğru bir şekilde belirlemeye yöneltmiştir. Firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi, halka arz işlemi gerçekleştirilirken, borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararı verirken ve özelleştirme kapsamındaki kuruluşların değerlerinin belirlenmesinde oldukça önemlidir. Bunlara ilaveten hisse senetleri borsada işlem görmeyen ve özelleştirme kapsamında olmayan firmalar için de firma değerinin belirlenmesi aynı derecede önemlidir.¹⁸² Firma değeri, finansal analizin de odak noktasını oluşturmaktadır.

¹⁸¹ Aykan Üreten, Metin Kâmil Ercan, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, 1. Baskı, Gazi Kitabevi Yayınları, Ankara 2000, ss. 3-5.

¹⁸² Üreten, Ercan, ss. 6-9.

2. 4. FİRMA DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Firmaların değerini etkileyen başlıca faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz;

- Firmanın yasal yapısı, kuruluş yeri: Firmanın anonim şirket, limited şirket veya şahıs şirketi olup olmaması yasal ve vergisel yükümlülüklerini farklı kılacağından firma değerini de etkileyecektir. Yine, firmanın kuruluş yerine göre mevzuat değişebileceği için firma değeri de farklı olacaktır.
- Firmanın halka açık olup olmaması: Halka açık firmaların menkul değerleri halka açık olmayan firmaların menkul değerlerine göre daha kolay el değiştirebileceğinden likiditesi de daha yüksek olacaktır. Bu da maliyetleri azaltacaktır. Bu nedenle aynı özelliklere sahip firmalar arasında halka açık olan firmanın değeri daha yüksek olacaktır.¹⁸³
- Firmanın faaliyette bulunduğu endüstri kolu: Firmanın faaliyette bulunduğu endüstrinin özellikleri, gelişmişlik düzeyi, değişim hızı gibi faktörler de firma değerini etkilemektedir.¹⁸⁴ Sektörün değişim hızı arttıkça firmanın riski de artacaktır. Risk, kârlılık ve firma değeri arasında sıkı bir ilişki mevcuttur. Kârı yükseltmek için alınan kararlar genelde riski artırmaktadır. Burada önemli olan husus, firma değerini en yüksek düzeye ulaştıracak optimal risk-kârlılık bileşimini sağlamaktır.¹⁸⁵
- Sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi: Sermaye piyasalarının yapısı, firmaların gelir ve giderlerindeki değişime temel oluşturmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren bir firmanın gelirleri, gelişmiş bir piyasada faaliyet gösteren firmaya göre daha fazla değişkenlik göstermektedir. Bu nedenle gelişen piyasalarda firmaların faaliyet riskleri daha fazla olacağından değerleri de daha düşük olacaktır.¹⁸⁶
- Finansal kararlar: Firma ile ilgili olarak verilen kararlar, saptanan politikalar da firma değerine etki etmektedir. Finansal yönetimin temel politikalarıyla ilgili olarak verilen kararlar firma değerini daha fazla etkilemektedir. Bu kararları üç başlık altında toplayabiliriz;

¹⁸³ Aydın, 2004, ss. 195-196.

¹⁸⁴ Akgüç, s. 3.

¹⁸⁵, "Financials Aren't The Whole Story In Raising Firm Value", **Principals Report**, Vol: 3, No: 2, February 2003.

¹⁸⁶ Aydın, 2004, s. 196.

- Sermaye Bütçelemesi: Firmanın hangi iktisadi varlıklara ne tutarda yatırım yapacağını belirlenmesi, bu yatırımların uygulama planlarının hazırlanması, yatırım kararlarının verilmesi ve izlenmesidir.¹⁸⁷ Yatırım kararları firmanın riskini, kârlılığını, dolayısıyla firma değerini etkileyecektir.
- Sermaye Yapısı: Firmanın finansmanında kullanılacak kaynakların belirlenmesi, firmanın borç-özkaynak bileşiminin incelenmesi, hedef sermaye yapısının belirlenmesi de firma değerine etki eden önemli faktörlerdir.¹⁸⁸ Optimal borç ve özkaynak bileşimi teorisine göre her firma, kendisi için optimal olan sermaye yapısını oluşturmalı ve yatırım projelerini bu optimal yapı bozulmayacak şekilde finanse etmelidir. Bir firma için optimal sermaye yapısı, firmanın piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaran, sermaye maliyetini en düşük düzeye indiren sermaye bileşimidir.¹⁸⁹
- İşletme Sermayesi Yönetimi: Firmanın kısa vadeli varlıklarının ve kısa vadeli borçlarının planlanması ve yönetilmesidir.¹⁹⁰ İşletme sermayesi, firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimi kesintisiz sürdürebilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, yükümlülükleri karşılayamamama riskini azaltması, kredi değerliliğini artırması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmeyi önlemesi, faaliyetleri kârlı ve verimli bir şekilde yürütebilmeyi sağlaması açısından son derece önemlidir.¹⁹¹

2. 5. TEMEL FİNANSAL UYGULAMALAR VE FİRMA DEĞERİNE ETKİLERİ

2. 5. 1. Finansal Kaldıracın Firma Değerine Etkisi

Finansal yapı (sermaye yapısı), bir firmanın varlıklarını finanse ediş biçimini, yani firmanın kısa ve uzun vadeli borçlarını ve öz kaynaklarını kapsamaktadır. Finansal kaldıraç, şirketin kaynak yapısında kullanılan borcun oranını belirtmek için kullanılan bir terimdir ve firmaların sermaye yapılarında borç fonlara yer vermesi sonucunda

¹⁸⁷ Akgüç, s. 3.

¹⁸⁸ Üreten, Ercan, s. 18.

¹⁸⁹ Akgüç, s. 500.

¹⁹⁰ Ahmet Aksoy, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Kitabevi Yayınları, Ankara 1993, s. 2.

¹⁹¹ Akgüç, s. 203.

ortaya çıkar. Kaldıracın etkisi finanse eden borcun oranı büyüdükçe büyür.¹⁹² Finansal kaldıraç, belirli bir borçlanma yapısı ile net kârın nasıl değişeceğini gösteren bir terimdir.¹⁹³ Borcun getirdiği faiz yükünün vergiden düşülebilir bir gider olması ve vergi oranlarının yüksek olması, borcu hisse senetlerinden daha düşük maliyetli hale getirmekte ve firmalar borçlanmaya ağırlık vermektedirler. Başka bir ifadeyle borç, öz kaynakla finansmana göre vergiden korunma faydası sağlamaktadır. Böylece, borç kullandıkça firmanın ödeyeceği vergi yükü azalmakta, bu da firmanın değerini artırmaktadır.¹⁹⁴

2. 5. 2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Firma Değerine Etkisi

Finansal sıkıntı, kredi açanlara karşı yükümlülüklerin yerine getirilememesi durumunda ortaya çıkar. Borçluluk düzeyi arttıkça finansal sıkıntı olasılığı da artar. Bu durumda firma, kredi verenlere karşı anapara ve faizin geri ödeme yükümlülüğünü yerine getiremeyebilir. Bu durumda firma iflas ettiğini veya borçlarını yeniden yapılandırmak zorunda olduğunu açıklayabilir. Firmanın iflas etmesi, firma değerindeki düşüşün bir nedeni değil, sonucudur.¹⁹⁵ Finansal sıkıntının yarattığı diğer bir maliyet, kaçırılan yatırım fırsatlarıdır. Firmanın finansal sıkıntıya düşmesi durumunda yeni yatırımlar için ek kaynak bulma imkânı ortadan kalkmaktadır. Firmanın finansal sıkıntıda olması nedeniyle bu önemli yatırımların kaçırılma ihtimalinin yüksek olması, potansiyel olarak firma değerini azaltan bir unsurdur.¹⁹⁶

2. 5. 3. Asimetrik Bilginin Firma Değerine Etkisi

Şeffaflık, etik değerlere saygı gibi kavramların temelinde bilgilerin her kesime açık olması yatmaktadır. Yatırımcı güveninin sağlanmasında en önemli faktör doğru bilgilenmedir. Doğru bilgilenen yatırımcı doğru kararlar alır, risklerini tahmin edebilir

¹⁹² Murat Ceyhan, “Finansal Kaldıraç ve Bilançonun Pasif Yapısı”, www.alomaliye.com, Erişim Tarihi: 22.05.2005.

¹⁹³ Necdet Şensoy, “Faaliyet Kaldırıcı ve Finansal Kaldıracın Mali Tablolar Analizi Açısından İncelenmesi”, *Active*, Kasım-Aralık 2001, s. 4.

¹⁹⁴ Üreten, Ercan, s. 37.

¹⁹⁵ Brealey, Myers, Marcus, pp. 417-418.

¹⁹⁶ Üreten, Ercan, s. 41.

ve piyasaya güvenir. Asimetrik bilgi, piyasadaki oyunculardan bir kısmının diğerlerinden daha fazla bilgiye sahip olması halidir.¹⁹⁷

Asimetrik bilginin yani bilgi eşitsizliğinin düzeyi, firmanın büyüklüğüne, organizasyon yapısına ve karmaşıklığına bağlı olarak değişiklik gösterebilir. Hisse senetleri milyonlarca yatırımcıya dağılmış büyük firmalarda, hisse senedi sahipliği ortaklarda olmakla beraber, kontrol yetkisi yöneticilerin elindedir. Bu tip büyük firmalarda hisse senedi sahipleri bireysel olarak şirketin çok küçük bir kısmını ellerinde bulundururlar. Bu nedenle yönetimin aldığı kararları takip etmezler, ayrıca yönetimin aldığı kararlara bir itirazları olsa dahi, çok az bir paya sahip oldukları için kararları etkileme şansları pek yoktur. Bu tür firmalar bilgi eşitsizliğinin en yüksek düzeyde olduğu firmalardır. Küçük, ortak sayısı az olan firmalarda bilgi eşitsizliği daha düşük düzeydedir. Finans literatüründe bilgi eşitsizliğinin önemli olmasının sebebi, firmalara bir maliyetinin olmasındandır. Örneğin, firmanın geleceği hakkında daha fazla bilgiye sahip olan içerdeki kimseler (insiders), firmanın piyasadaki hisse senetlerini alıp satarak çok büyük kazançlar elde edebilirler. Dışarıdakiler, bilgi dezavantajı nedeniyle firmanın hisse senetlerinin adil bir şekilde alınıp satıldığı konusunda inançlarını kaybederler. Firma sermaye artırımına gittiğinde, yatırımcılar gerçek değerinden fazla ödedikleri endişesiyle firmaya fon aktarma konusunda isteksiz davranabilirler. Finansman sağlamadaki güçlük de, firmanın önemli yatırımları, fırsatları kaçırmalarına sebep olabilir. İçerdekilerin ticaretinden (insider trading) kaynaklanan bu maliyet, hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla firma değerini düşürmektedir.¹⁹⁸

2. 5. 4. Temettü Politikası ve Firma Değerine Etkisi

Temettü politikası, dağıtılmayarak firmada bırakılacak kâr miktarı ile dağıtılabilecek kâr miktarlarının belirlenmesi açısından önemlidir. Finans yöneticisinin en önemli fonksiyonlarından birisi de dağıtılabilecek kârı, temettü ve firmada bırakılacak kâr olarak bölmektir. Çünkü hisse senetlerinin cari değeri, temettünün bir fonksiyonu olarak görüldüğünden hiç temettü dağıtmama, ortağın elde edeceği dönemsel gelirin azalmasına neden olur. Firmanın izlediği temettü politikası, firmanın hisse senetlerinin değerine etki eder. Hisse senetlerinin değeri, arz ve talebe göre belirlenir. İstikrarlı

¹⁹⁷ Ziya Toprak, **Türkiye Sermaye Piyasası 2001 Raporu**, s. 7.

¹⁹⁸ Üreten, Ercan, ss. 45-46.

temettü dağıtımı yapan firmaların hisse senetlerine daha fazla talep olması, bu hisse senetlerinin değerlerinin yükselmesine neden olur.¹⁹⁹ Bu yüzden firma, hisse senedi değerini dolayısıyla firma değerini maksimum kılacak temettü dağıtım politikasını tespit etmeli ve uygulamalıdır.

2. 5. 5. Entelektüel Sermaye ve Firma Değerine Etkisi

Firmaların sahip oldukları maddi olmayan varlıklarının, maddi varlıklarına oranı günümüzde büyük bir hızla artmakta, bu da firmaların defter değeri ile piyasa değeri arasındaki farkın açılmasına yol açmaktadır. Defter değeri ile piyasa değeri arasındaki bu fark, entelektüel sermaye olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle entelektüel sermaye, firmanın bilançosundan tam olarak elde edilemeyen maddi olmayan varlıkların toplamı olup, firmaların rekabet üstünlüğünün kalıcılığını sağlayan temel kaynaktır.²⁰⁰ Günümüzde firmaların gerçek varlıklarını; çalışanların beyin gücü, bilgi yönetimi, bilgi sermayesi, mesleki zeka ve öğrenen organizasyonlar olarak bilinen entelektüel sermaye oluşturmaktadır. Fiziksel varlıkların yanı sıra, bilgiye dayalı olarak ortaya çıkan maddi olmayan varlıklar da, rekabet avantajlarına sahip olabilmek ve bu avantajlardan en yüksek düzeyde faydalanabilmek için gerekli olan temel unsurların başında gelmektedir. Bu yüzden entelektüel sermaye de firma değerlemesinde dikkate alınması gereken önemli bir faktördür.²⁰¹

2.6. FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

2. 6. 1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bir firmanın değeri, hissedarları ve kreditorleri için yaratabildiği nakde bağlıdır. Firmanın varlıkları, ancak nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir.²⁰² İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde, zaman faktörünü ve yatırımın ekonomik ömrünü göz önünde tutan, yatırımın gerektireceği nakit çıkışları ile beklenen nakit girişlerini aynı zaman düzeyine indirgeyerek

¹⁹⁹ Tekin, , s. 37.

²⁰⁰ Arzum Erken Çelik, Selçuk Perçin, “Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Ekim 2000, ss. 112-113.

²⁰¹, “Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi”, **Asomedy**, Nisan 2003.

²⁰² Hasan Süel, “Şirket Değerlemesi”, **İşletme ve Finans**, Yıl: 10, Sayı: 117, Aralık 1995, s.53.

karşılaştırılabilir hale getiren bir yöntemdir.²⁰³ İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, paranın zaman değeri dikkate alınarak gelecekte elde edilmesi beklenen nakitlerin, belirli bir iskonto oranı ile indirgenerek bugünkü değerlerinin hesaplanması esasına dayanır.²⁰⁴ İndirgenmiş nakit akımları yönteminde yatırımdan beklenen verim ve bu yatırımın maliyeti göz önünde bulundurularak ilgili hesaplar yapılır ve yorumlanır.²⁰⁵ Defter değeri, piyasa değeri gibi kavramlar işletmenin geçmiş ya da cari performansına dayalıdır. İndirgenmiş nakit akımları ise işletmenin gelecekteki performansı ile ilgilidir. Bu nedenle indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile firmaların değeri daha doğru bir şekilde tespit edilebilecektir.²⁰⁶

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile hesaplama yapılırken şu aşamalar takip edilmelidir:²⁰⁷

- Varlıkların ve yükümlülüklerin ayrımı yapılır, unsurlar tanımlanır, (gelirler, yatırımlar, amortismanlar, vergiler, işletme sermayesi, diğer varlıklardaki artışlar/azalışlar)
- Geçmiş yılların nakit akımları incelenir,
- Nakit akımlarını etkileyen kalemlerin tahmini yapılır,
- Genel varsayımlar ve çeşitli senaryoların (iyimser, kötümser ve normal) varsayımları belirlenir,
- Nakit akımları tahmin edilir,
- İskonto oranı tahmin edilir,
- Nakit akımları iskonto oranı ile indirgenir
- İndirgenmiş nakit akımları ile kullanılmayan fazla arsa, arazi ve stokların değeri toplanır, bu toplamdan borçların bugünkü değeri çıkarılarak firma değerine ulaşılır,
- Sonuçlar analiz edilir.

²⁰³ Akgüç, s. 340.

²⁰⁴ Gülerüz, s. 35.

²⁰⁵ Rohit Kishore, "Discounted Cash Flow Analysis In Property Investment Valuations", **Journal of Property Valuations&Investment**, Vol: 14, No: 3, 1996, p. 64.

²⁰⁶ Aydın, 2004, s. 200.

²⁰⁷, "İndirgenmiş Nakit Akım Analizi", <http://www.geocities.com/sahbetk/temelrasyol.htm>, Erişim Tarihi: 06.06.2005.

Bu faktörler dikkate alındığında indirgenmiş nakit akımı yönteminde üç temel aşama söz konusudur;

1. Nakit akımlarının tahmini
2. İskonto oranının belirlenmesi
3. Nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması

2. 6. 1. 1. Nakit Akımlarının Tahmini

Gerçekte bir işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını tam olarak belirlemek mümkün değildir. Ancak her geçen gün geliştirilen tekniklerle işletmelerin sağlayabilecekleri nakit akımlarının tahmininde hata ihtimali azaltılmaktadır.²⁰⁸ Firmaya ait serbest nakit akımları, nakit girişleri ve nakit çıkışları olmak üzere iki başlık altında incelenebilir. Nakit girişleri, firmanın mal ve hizmet satışından kaynaklanır. Dolayısıyla nakit girişleri analiz edilirken satılan mal ve hizmetlere ilişkin miktar, fiyat, kalite, ürün çeşitleri, vade, satış sonrası hizmetler gibi pek çok faktör dikkate alınmalıdır. Bunlara ilaveten satışlardaki muhtemel artışlar, maliyet yapısı, işletme sermayesi ihtiyacı, yatırım, araştırma harcamaları gibi faktörler de göz önünde bulundurulmalıdır.²⁰⁹

Nakit çıkışları; işletme faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışları, yatırım faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışları, faiz ve kâr payı ödemeleri şeklinde sınıflandırılabilir. İşletme faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışları, işletmenin faaliyet konusunu oluşturan mal-hizmet üretimi için gerekli girdiler ve işçilik ödemelerinden oluşur. Faaliyetlere ilişkin vergi ödemeleri de bu sınıfa dahil edilebilir. Yatırımlara ilişkin nakit çıkışları ise, üzerinde çok daha önemle durulması gereken bir husustur. Çünkü yatırım kararlarında yapılacak bir hata işletmeyi uzun yıllar etkileyebilecektir. Modernizasyon, yenileme, genişleme gibi yatırımlarda kullanılan kaynaklar da bu sınıftaki nakit çıkışlarını oluşturur. Faiz ve kâr payı ödemeleri de nakit çıkışı gerektiren diğer işlemlerdir.²¹⁰ Nakit girişleri ve nakit çıkışları dikkate alınarak serbest nakit akımları şu şekilde belirlenmektedir;²¹¹

²⁰⁸ Aydın, 1989, s. 140.

²⁰⁹ Palepu, Bernard, Healy, p. 10-10.

²¹⁰ Güler, s. 39.

²¹¹ Aydın, 2004, s. 200.

Brüt Satışlar

-Hasılatın İndirimleri

Net Satışlar

-SMM

-Genel Yönetim Giderleri

FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ KÂR

-Faiz Giderleri

VERGİ ÖNCESİ KÂR

-Vergi

VERGİ SONRASI KÂR

+Amortismanlar

SERBEST NAKİT AKIMLARI

Firmanın geçmiş performansı analiz edilerek bu verilere ulaştıktan sonra, izlenmesi gereken yol firmanın gelecekteki performansının tahmin edilmesidir. Gelecekteki performans tahmin edilirken de firmanın geçmiş ve cari durumu dikkate alınır. Bunlara ilaveten şu hususlara da dikkat edilmelidir.²¹²

- Ekonomide meydana gelebilecek değişimler, büyüme hızı dikkate alınmalıdır.
- Sektör özellikleri, firmanın rekabet avantajları ve dezavantajları dikkate alınarak firmanın stratejik pozisyonu değerlendirilmelidir.
- Gelecekte tüketici tercihlerinde ne gibi değişiklikler olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- İşletme sistemi; yani ürün dizaynından, üretimine, pazarlamasına ve satış sonrası hizmetlere kadar uzanan süreç analiz edilmeli, bunlarda meydana gelebilecek değişimler tahminlerde göz önünde bulundurulmalıdır.

²¹² Üreten, Ercan, ss. 89-92.

2. 6. 1. 2. İskonto Oranının Belirlenmesi

İskonto oranının belirlenmesi varsayımlara dayanmaktadır. İskonto oranının hesaplanmasında, firmanın faaliyet gösterdiği pazarın genel durumu ve firmanın özel konumuna göre bir risk faktörü belirlenmeli ve bu faktörün iskonto oranına yansıtılmasına özen gösterilmelidir.²¹³ İndirgenmiş nakit akımı analizinde iskonto oranı olarak genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır. Ancak genel ekonomik duruma, değerlendirilecek firmanın halka açık olup olmamasına, hisse senetlerinin sık işlem görüp görmemesine, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyine bağlı olarak AOSM'yi hesaplamada farklı güçlükler ortaya çıkmaktadır.²¹⁴ Ayrıca dikkat edilmesi gereken diğer önemli husus, değerlemede nominal nakit akımlarının mı, yoksa reel nakit akımlarının mı kullanılacağıdır. Çünkü bu, iskonto oranını da etkileyecektir. Nominal nakit akımları kullanılıyorsa, iskonto oranının enflasyon oranını da içermesi gerekmektedir. Eğer enflasyondan arındırılmış reel nakit akımları kullanılıyorsa, nakit akımları indirgenirken reel iskonto oranı kullanılmalıdır. Yapılan değerlemelerde, nominal nakit akımlarının ve iskonto oranının kullanılması daha yaygın bir uygulamadır. Çünkü piyasada oluşan veriler ve mali tablolardaki veriler nominaldır.²¹⁵

Bir firmanın bilançosunda kaynaklar (pasifler) bölümüne bakıldığında, firmanın kaynak ihtiyacını yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar vasıtasıyla sağladığı görülmektedir. Yabancı kaynaklar kalemini oluşturan kısa, orta ve uzun vadeli borçların maliyeti göz önüne alınarak borçların ağırlıklı ortalama maliyeti hesaplanmaktadır. Aynı şekilde öz kaynakları oluşturan kalemlerin maliyetleri de firma sermayesinin ağırlıklı ortalama maliyetini ortaya çıkarmaktadır.²¹⁶ Bu bilgiler dahilinde AOSM şu şekilde hesaplanabilir:

²¹³ Metin Sağmanlı, *Şirket Değerleme (Teori ve Pratik Uygulama)*, 2. Baskı, İstanbul 2001, s. 59.

²¹⁴ Aydın, 2004, s. 201.

²¹⁵ Üreten, Ercan, s. 76.

²¹⁶ Süel, ss. 53-54.

$$AOSM = [(B / TV) \times (1-t) \times BM] + [(Ö / TV) \times ÖM]$$

B = Borçlar

BM = Borçlanma maliyeti

t = Vergi oranı

Ö = Öz kaynaklar

ÖM = Özkaynak maliyeti

TV = Toplam varlıklar

Borçlanma nedeni ile ödenecek finansman giderleri, vergi öncesi kârdan düşülebildiği için vergi oranı kadar bir maliyet avantajı sağlanmaktadır. Bu nedenle borçlanma maliyeti (1-t) ile çarpılarak vergi etkisi de AOSM'ye yansıtılmaktadır.

2. 6. 1. 3. Nakit Akımlarının Bugünkü Değerinin Hesaplanması

Nakit akımları ve iskonto oranı belirlendikten sonra sıra nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasına gelmektedir. Nakit akımlarının belirlenen iskonto oranıyla indirgenmesiyle nakit akımlarının net bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Net bugünkü değer, hissedarların servetine yapılacak katkıyı gösterir. Buna göre net bugünkü değer, şu şekilde hesaplanabilir:²¹⁷

$$NBD = \left[\frac{NG_1}{(1+k)} + \frac{NG_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{NG_n}{(1+k)^n} \right] - NÇ$$

NG = Yıllar itibariyle gerçekleşen nakit girişleri

NÇ = Nakit çıkışı

k = İskonto oranı (AOSM)

n = Dönem sayısı

Bu yöntemle göre bir yatırım projesinin kabul edilebilmesi için, nakit girişlerinin bugünkü değerinin nakit çıkışlarının bugünkü değerinden fazla olması, yani NBD'nin pozitif olması gerekmektedir.

²¹⁷ Sankamış, s. 128.

Örnek:

Aşağıdaki tabloda bir firmanın beş yıllık nakit akımları görülmektedir. Firmanın AOSM' si % 10 olarak varsayılmıştır. İlk yatırım tutarı, 300 Milyar TL' dir. Bu bilgiler dahilinde firmanın nakit girişlerinin bugünkü değeri şu şekilde hesaplanacaktır;

Tablo 2.1. Firmanın Nakit Girişleri ve Bugünkü Değer Hesaplamaları

Yıllar	1	2	3	4	5	Toplam
Net Nakit Girişleri(Milyar TL)	100	150	200	270	350	1.070
Bugünkü Değer Katsayısı*	0,909	0,826	0,751	0,683	0,620	
Bugünkü Değer	90,91	123,97	150,26	184,41	217	766,88

NBD = Nakit Girişlerinin Bugünkü Değeri – Nakit Çıkışlarının Bugünkü Değeri

$$NBD = \frac{100}{(1 + 0,10)} + \frac{150}{(1 + 0,10)^2} + \frac{200}{(1 + 0,10)^3} + \frac{270}{(1 + 0,10)^4} + \frac{350}{(1 + 0,10)^5} - 300$$

$$NBD = (100 \times 0,909) + (150 \times 0,826) + (200 \times 0,751) + (270 \times 0,683) + (350 \times 0,620) - 300$$

$$NBD = 90,91 + 123,97 + 150,26 + 184,41 + 217 - 300$$

$$NBD = 766,88 - 300 = 466,55$$

NBD pozitifdir. Proje kabul edilebilir.

Firma değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre belirlenmesi durumunda, nakit akımları için 5-10 yıl gibi süreleri kapsayan tahminler yapılır.²¹⁸ Bu yöntemde temel varsayım, firmanın ömrünün yani değer yaratma süresinin sonsuza kadar süreceği varsayımdır. Bu varsayıma ilaveten, nakit akımlarıyla ilgili de çeşitli varsayımlar yapılabilir. Bu varsayımlara göre bugünkü değer hesaplamaları da değişecektir. Varsayımlar ve bu varsayımlarda kullanılacak formüller şu şekilde sıralanabilir;²¹⁹

²¹⁸ Gülerüz, s. 36.

²¹⁹ Sarıkamış, s. 147.

1. Nakit Girişlerinin Sonsuza Kadar Değişmeden Devam Edeceği Varsayımı: Bu varsayımda, genelde kullanılan NBD formülü kullanılır. Bu formüllerde tek bir nakit çıkışı olduğu varsayılmıştır. Nakit çıkışlarının birden fazla olması durumunda, bu varsayımlar nakit çıkışlarına da uygulanarak NBD hesaplanır.

$$NBD = \frac{NG}{k} - N\dot{C}$$

2. Nakit Girişlerinin Sabit Bir Katsayı(g) İle Sonsuza Kadar Büyüyeceği Varsayımı: Pek çok firmada nakit girişlerinin belirli bir dönem boyunca artacağı düşüncesi hakimdir. Gerçekte de nakit girişleri artmayan firma, gerileyen bir firmadır. Dolayısıyla normal bir firmada nakit girişleri yıldan yıla belirli bir büyüme göstermelidir. Nakit girişlerinin sonsuza kadar sabit oranda büyümesi durumunda ise NBD şu şekilde hesaplanacaktır.

$$NBD = \frac{NG}{k - g} - N\dot{C}$$

3. Nakit Girişlerinin İlk Dönemlerde Değişeceği, Sonraki Yıllarda Sabitleneceği Varsayımı: Bu varsayımda da firmanın ilk yıllarda nakit girişlerinin farklılık göstereceği, olgunluk dönemine ulaştıktan sonra sabitleneceği varsayılmaktadır. Bu varsayım ışığında NBD şu şekilde hesaplanacaktır.

$$NBD = \frac{NG_1}{(1+k)} + \frac{NG_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{NG_n}{(1+k)^n} + \frac{NG_n/k}{(1+k)^n} - N\dot{C}$$

4. Nakit Girişlerinin (n) Dönemi Sonuna Kadar Sabit Bir Katsayı İle Büyüyeceği, Sonraki Yıllarda Sabitleneceği Varsayımı: Bu varsayıma göre de NBD şu şekilde hesaplanacaktır.

$$NBD = NG \sum_{i=1}^n \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^i + \frac{NG_n/k}{(1+k)^n} - N\dot{C}$$

* Bugünkü değer katsayıları EKLER’de bulunan “n Dönemi Sonundaki 1 TL’nin Bugünkü Değeri” tablosundan alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre yapılan değerleme çalışmalarında kullanılan bu varsayımlara ve hesaplama yöntemlerine ilaveten geleceğin belirsizliği nedeniyle yapılacak hata ihtimalini en aza indirmek için bazı analizlerden faydalanılmaktadır.²²⁰

Bunları üç başlık altında ifade edebiliriz;²²¹

- Duyarlılık Analizi: Değişkenlerin herhangi birinde meydana gelecek bir değişimin proje üzerindeki etkilerinin analiz edilmesidir.
- Senaryo Analizi: Değişkenlerin birbirleriyle farklı, ancak tutarlı değişimler gösterdiği varsayımlar bütünü ‘senaryo’ olarak adlandırılmaktadır.
- Başabaş Analizi: Bugünkü değerın sıfır olduğu, yani kazançların ve maliyetlerin eşit olduğu nokta ‘başabaş noktası’ olarak tanımlanmaktadır. Başa baş analizi de bu noktadaki nakit akımlarının belirlenmesidir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firma değerinin artırılabilmesi için ya nakit girişlerini artırmak, ya sermaye maliyetini düşürmek ya da ikisini birlikte yapmak gerekmektedir. Ancak sermaye maliyetini etkileyen unsurlar büyük ölçüde piyasada oluşmaktadır. Yani firmaların sermaye maliyetini düşürmek konusunda yapabilecekleri son derece sınırlıdır. Bu yüzden firmalar nakit akımlarını artırma yoluna gitmelidirler.

2. 6. 1. 4. İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Birleşmelerde Uygulanması

Birleşmelerde firma değeri belirlenirken sermaye bütçelemesi tekniklerinden faydalanılmaktadır. Firma birleşmelerinde firmaların değerlendirilme yöntemleri, birçok yönleriyle sermaye bütçelemesine benzetmekle birlikte daha karmaşık bir özelliğe sahiptir. Tipik bir yatırım projesinin ömrü yaklaşık 20 yıl ya da daha azdır. Birleşmelerde ise yatırım bir işletmeye yapılacağından işletmenin ömrü süresizdir. Birleşmelerde birleşilecek firmanın sermaye yapısının da analize dahil edilmesi, sermaye bütçelemesi ile karşılaştırıldığında ortaya çıkan önemli bir zorluktur.²²²

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı, firma değerinin belirlenmesinde yaygın olarak kullanılmakta, dünyadaki firma birleşmelerinin çoğunda da bu yöntem uygulanmaktadır. Günümüzde firma birleşmelerinin büyük boyutlarda olduğu ABD’de

²²⁰ Dikmen, s. 59.

²²¹ E. Borgonovo, L. Peccati, “Sensitivity Analysis In Investment Project Evaluation”, **International Journal of Production Economics**, Vol: 90, Issue: 1, July 2004, p. 18.

²²² Aydın, 1989, s. 138.

birleşen büyük firmalardan tamamına yakınının bu yöntemi uyguladığı görülmektedir.²²³ Yöntem, sadece ABD’de değil, İngiltere ve diğer Avrupa ülkelerinde de yaygın bir şekilde kullanılmaktadır.²²⁴

Birleşme ve satın almalarda yaygın olarak kullanılan bu yönteme göre firma değeri belirlenirken, her bir işletmenin gelecekte beklenen nakit akımlarının tahmin edilmesiyle işe başlanır.²²⁵ Nakit akımlarının tahmininde alıcı firmanın satıcı firmayı ayrı bir birim olarak faaliyetlerine devam edecek bir işletme olarak görmesi, olayı kolaylaştırması açısından faydalı olacaktır. Yani birleşmeden dolayı oluşacak herhangi bir artışın dikkate alınmaması gerekmektedir. Ancak bu ilave kazanç (sinerji etkisi), alınan firmaya ödenecek nihai fiyatın belirlenmesi aşamasında dikkate alınmalıdır. Nakit akımlarının tahmin edilmesi aşamasında, firmaların geçmişteki faaliyet sonuçları ve mali tabloları dikkate alınarak hazırlanan proforma tablolar yardımıyla gelecekteki nakit akışları tespit edilmeye çalışılır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin birleşmelere uygulanmasında başlıca şu aşamalar takip edilmelidir;

1. Geçmiş Performansın Analizi: Nakit akımlarının belirlenmesi aşamasında satıcı yani hedef firmanın geçmiş kazançları analiz edilmelidir. Çünkü firmanın önceki ve cari yıllardaki başarısı, gelecek yıllardaki başarısının temel göstergesidir. Geçmiş performans analiz edilirken öncelikle finansal durum analizi yapılmalıdır. Daha sonra değer bileşenleri, vergiden sonraki net kâr ve yatırılan sermayenin kârlılığı hesaplanmalıdır.²²⁶ Bu hesaplamalar yapılırken belirli bir dönem baz alınmalıdır. Bu, uygulama da genellikle 3-5 yıllık bir dönemi kapsamaktadır.²²⁷ Nakit akımları tahmin edilirken satışlarda beklenen muhtemel artışlar, maliyet yapısı, çalışma sermayesi ihtiyacı, yatırım, araştırma, yenileme ihtiyaçları gibi birçok faktör dikkate alınmalıdır.²²⁸ Halka kapalı firmaların geçmiş gelirleri analiz edilirken daha dikkatli davranılmalıdır. Bu tür firmalarda gerek psikolojik faktörler, gerekse vergi ödemelerinden kaçınmak gibi ekonomik faktörlerin etkisiyle maliyet kalemleri artırılabilir. Bu tür kalemler titizlikle incelenmelidir. Geçmiş performansın analizi aşamasında dikkat edilmesi gereken diğer

²²³ Dikmen, s. 59.

²²⁴ Aydın, 1989, s. 139.

²²⁵ Aydın, 2004, s. 200.

²²⁶ Copeland, Koller, Murrin, s. 153.

²²⁷ Aydın, 1989, s. 140.

²²⁸ Palepu, Bernard, Healy, p. 10-10.

bir faktör de, firmanın geçmiş finansal tablolarının firma değerlemesinde kullanılacak analiz biçimine dönüştürülmesidir.²²⁹

2. İşletme Sisteminin Analizi: İşletme sistemi ürünün dizaynından, üretimine, pazarlamasına ve satış sonrası hizmetlere kadar uzanan süreci ifade etmektedir. İşletme sisteminin analiz edilmesi, firmanın nasıl bir rekabet üstünlüğüne sahip olduğunu ortaya koyar. Bu üstünlük, düşük maliyet, sermayenin daha verimli kullanılması veya tüketiciye daha iyi bir hizmet şeklinde olabilir.²³⁰ Birleşmelerde alıcı firma hem kendi işletme sistemini, hem de hedef firmanın işletme sistemini dikkatli bir şekilde analiz etmeli, üstünlükleri ve zayıflıkları tespit ederek birleşmeden doğacak kazanç ve maliyetleri ortaya koymalıdır.

3. Faaliyette Bulunulan Sektörün Analizi: Sektör yapısının analizinde, sektörün kârlılığını etkileyen unsurların neler olduğu tespit edilmeye çalışılır. Michael Porter tarafından ortaya konulan sektör yapı analizine göre, sektörün potansiyel kârlılığını belirleyen temel faktörler; ikame ürünler, satıcıların pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü ve sektöre giriş-çıkış kolaylığıdır.²³¹ Tüm bu faktörler dikkate alınarak hedef firmanın gelirleri ile sektör ortalamaları karşılaştırılır. Sektör bazındaki karşılaştırmalarda net satış hasılatları, vergi öncesi kârlar, kâr marjları, varlıkların devir hızları gibi faktörler dikkate alınmaktadır.²³²

4. Gelecekteki Gelirlerin Tahmini: İşletme sisteminin ve faaliyette bulunulan sektörün analizi yapıldıktan sonra gelecekte oluşacak nakit akımları tahmin edilmeye çalışılır. Gelecekteki nakit akımlarının tahmininde dikkat edilmesi gereken en önemli nokta büyüme oranı ve bu orana göre nakit akımlarının nasıl değişeceği.

Bu aşamalardan sonra sıra birleşmenin net bugünkü değerinin hesaplanmasına gelmiştir. Bu aşamada, birleşmeden doğacak maliyetler ve kazançlar tahmin edilir. Birleşmenin kazanç ve maliyetleri, yatırımcıların gelecekte bir birleşme olabilme ihtimalini öğrendikleri anda başlayıp, birleşme görüşmelerinin çözümlendiği ana kadar devam eder. Bu dönemler arasında hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimler

²²⁹ Üreten, Ercan, s. 82.

²³⁰ Üreten, Ercan, s. 92.

²³¹ Üreten, Ercan, s. 92.

²³² Aydın, 1989, s. 143.

yatırımcılara birleşmenin kazanç ve maliyetleri konusunda bir fikir verecektir.²³³ Nakit girişlerinin bugünkü değeri, nakit çıkışlarının bugünkü değerinden yüksekse yani net bugünkü değer pozitif ise birleşmeye karar verilir. Bazı firmalar birleşme analizlerine hedef firmanın gelecekteki nakit akımlarını tahmin ederek başlarlar. Her türlü gelir artışı ve maliyet azalışı tahminlere dahil edilir ve bugüne indirgenir. Bulunan bu değer satın alma fiyatıyla karşılaştırılır ve net bugünkü değer tespit edilir.²³⁴ Firma birleşmelerinde kazanç, birleşme sonrasındaki firma değeri ile birleşen işletmelerin ayrı varlıklar olarak değerleri arasındaki pozitif farktır. Birleşme kazancı, birleşmenin ortaya çıkardığı kazanç artırıcı veya maliyet azaltıcı etkiye bağlı olarak, yeni oluşan firmanın piyasa değerinde meydana gelen artıştır. Birleşme sonucunda oluşan yeni firmanın bugünkü değerinin daha yüksek olması, birleşme kazançlarının birleşme maliyetlerinden fazla olması durumunda oluşabilecektir.

Nakitle finanse edilen bir birleşme işleminin satın alan veya ele geçiren işletmeye maliyeti, hedef işletmeye, ayrı bir varlık olarak sahip olduğu değer üzerinde yapılan ödemedir. Buna göre;

Birleşme Maliyeti = Nakit Ödeme – Hedef İşletmenin Ayrı Varlık Olarak Değeri (NBD_B)

Nakit işlemin bugünkü değeri ise şu şekilde oluşacaktır:

NBD = Birleşme Kazançları – Birleşme Maliyetleri

NBD = [NBD_{AB} – (NBD_A + NBD_B)] – [Nakit Ödeme – NBD_B]

Bunları bir örnek yardımıyla açıklayacak olursak;²³⁵

A işletmesinin B işletmesini, bedelini nakit olarak ödeyerek satın aldığını kabul edelim. A işletmesinin piyasa değeri 200 Milyon \$, B işletmesinin piyasa değeri ise 50 Milyon \$ dır. Bu durumda birleşmeden sağlanan kazanç yani kâr 25 Milyon \$ olacaktır. Bu bilgiler formüle yerleştirilecek olursa;

²³³ Paul H. Malatesta, “The Wealth Effect of Merger Activity and The Objective Functions of Merging Firms”, **Journal of Financial Economics**, 11, 1983, p. 158.

²³⁴ Brealey, Myers, s. 914.

²³⁵ Brealey, Myers, s. 915.

$$25 \text{ Milyon \$} = \text{NBD}_{AB} - (200 \text{ Milyon \$} + 50 \text{ Milyon \$})$$

$$\text{NBD}_{AB} = 275 \text{ Milyon \$}$$

B firmasının 65 Milyon \$ nakitle satın alındığı varsayıldığında;

$$\text{Birleşme Maliyeti} = 65 \text{ Milyon \$} - 50 \text{ Milyon \$} = 15 \text{ milyon \$ olacaktır.}$$

$$\text{NBD} = 25 \text{ Milyon \$} - 15 \text{ Milyon \$} = 10 \text{ Milyon \$ olarak gerçekleşecektir.}$$

B firması için fazladan(değerinin üstünde) ödenen 15 Milyon \$ B firmasının kazancı, AB firmasının maliyeti olacaktır. Yani bu 15 Milyon \$ birleşmenin kazancı olan 25 Milyon \$'dan indirilecektir. Sonuç olarak A firmasının hissedarları, birleşme kazancından B firması hissedarlarının kazancı düşüldükten sonraki kısım kadar kazanç elde edebileceklerdir. Bu varsayımlar dikkate alınarak NBD şu şekilde de hesaplanabilmektedir.

$$\text{NBD} = \text{Birleşmeden Elde Edilen Kazanç} - \text{Birleşme Öncesi Değer}$$

$$\text{NBD} = (\text{NBD}_{AB} - \text{Nakit Ödeme Tutarı}) - \text{NBD}_A$$

$$\text{NBD} = (275 \text{ Milyon \$} - 65 \text{ Milyon \$}) - 200 \text{ Milyon \$}$$

$$\text{NBD} = 10 \text{ Milyon \$}$$

Birleşmenin ilan edilmesiyle B firmasının hisse senetlerinin piyasa değeri 50 milyon \$'dan 65 Milyon \$'a yükselmekte yani %30 artmaktayken; A firmasının hisse senetlerinin piyasa değeri 10 Milyon \$ yükselerek sadece %5 artmaktadır.

Birleşme hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleştiriliyorsa maliyeti tahmin etmek daha zor olacaktır. Örneğe tekrar dönecek olursak, A firmasının dolaşımda her biri 100 \$ değerinde 1 milyon adet hisse senedinin olduğunu varsayalım. A firması, B firmasına 65 Milyon \$ nakit ödenmek yerine, 650.000 adet hisse senedi önermeye karar versin. A'nın hisse senedi fiyatı 100 \$, B firmasının hisse senetlerinin piyasa değeri 50 Milyon \$ olduğu için birleşme maliyeti yine 15 Milyon \$ olarak gözükecektir.

$$\text{Birleşme Maliyeti} = (650.000 \times 100 \$) - 50 \text{ Milyon \$} = 15 \text{ Milyon \$}$$

Ancak görünen maliyet, gerçek maliyete eşit olmayabilir. A firmasının hisse senedi fiyatı birleşme açıklandıktan sonra değişecektir. Birleşmenin 25 Milyon \$ değerinde maliyet tasarrufu yaratacağını ve birleşme sonucunda oluşacak yeni firmanın değerinin

275 Milyon \$ olacağını varsaymıştık. Birleşmeden sonra dolaşımdaki hisse senedi sayısı 1.650.000 adet olacaktır. Dolayısıyla hisse senedi fiyatı şu şekilde gerçekleşecektir;

Yeni Hisse Senetlerinin Fiyatı = 275 Milyon \$ / 1.650.000 $\approx$ 166,67 \$ olacaktır. Bu, yeni firmanın B firması hissedarlarına verilen hisse senetlerinin değeridir. Bu durumda birleşmenin gerçek maliyeti şu şekilde gerçekleşecektir;

$$\text{Gerçek Maliyet} = (650.000 \times 166,67 \$) - 50 \text{ Milyon \$} = 58.335.500 \$$$

NBD ise şu şekilde gerçekleşecektir;

$$\text{Kazanç} = 25.000.000 \$$$

$$\text{Maliyet} = 58.335.500$$

$$\text{NBD} = \text{Birleşme Kazancı} - \text{Birleşme Maliyeti}$$

$$\text{NBD} = 25.000.000 \$ - 58.335.500 = - 33.335.500 \$$$

Örnekte görüldüğü gibi bir birleşmenin nakitle veya hisse senediyle finanse edilmesi durumunda oluşacak kazanç ve maliyetler farklılık göstermektedir. Nakitle finanse edilmesi durumunda NBD pozitif olurken, hisse senedi ile finanse edilmesi durumunda negatif olabilmektedir.

Birleşmelerin nakitle veya hisse senedi ile finanse edilmesi arasında önemli bir ayrım vardır. Eğer finansman aracı olarak nakit önerilirse, birleşmenin maliyeti kazançtan etkilenmez. Ancak eğer hisse senedi önerilirse, maliyet kazanca bağlı olarak değişiklik gösterecektir. Çünkü kazanç, birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarında ortaya çıkacak değişime bağlı olacaktır.²³⁶

2. 6. 2. Ekonomik Katma Değer (EKD) Yöntemi

Firma değerinin belirlenmesinde kullanılan bir diğer yöntem de ekonomik katma değer yöntemidir. Yabancı literatürde Economic Value Added (EVA) şeklinde tanımlanmaktadır. EKD, genel olarak işletmenin bir dönem içinde, sahip olduğu kaynakları kullanarak yarattığı değeri hesaplamayı amaç edinir. İşletme faaliyetleri açısından bakıldığında, işletme faaliyetlerindeki farklılaşmalar EKD'nin kullanımını yaygınlaştırmaktadır. Günümüzde “yeni ekonomi” olarak ifade edilen yeni işletme

²³⁶ Brealey, Myers, s. 916.

modelleri daha çok hizmete, dış kaynaklardan yararlanmaya ve yenilik yaratmaya yönelik işletme faaliyetlerine dayalıdır. Bu faaliyetler ile geleneksel finansal performans ölçütleri tam olarak örtüşmemektedir. Geleneksel finansal performans ölçütlerinin yeni işletme modellerindeki üretim, pazarlama ve yönetim ilişkilerini tam olarak yansıtamaması işletme ile ilişkisi olan taraflar için önemli bir sorundur.²³⁷

Dünyada son yıllarda gittikçe artan birleşme ve devralma vakaları, yöneticilerin şirketlerin etkin yönetimine daha fazla yoğunlaşmalarını sağlamaktadır. Bazı iş tanımlarının elimine edilmesi ve teknoloji harcamalarının artırılması, firmaların kar marjlarını korumalarına yardımcı olacaktır. Buna ilaveten üretilen mal ve hizmetlerin kalitesinin artırılması ve firma içi yeniden yapılandırmaya gidilmesi, firmaların etkin yönetimine katkıda bulunacaktır. Bu gelişmeler ışığında, firmaların performansını ölçen daha güçlü ve karmaşık finansal ve finansal olmayan performans ölçüsü göstergelerine ihtiyaç artmıştır. Firmaların yönetiminde kullanılan geleneksel ölçümler ve analizler, günümüzün iş hayatında ve ekonomik çevresinde yetersiz hale gelmiştir.²³⁸ Bu açıdan EKD, yeni işletme modellerinin gereksinimini karşılayan, aynı zamanda birleşme ve satın alma gibi firma açısından oldukça önemli kararlarda yöneticilere ışık tutan bir değerlendirme yöntemidir.

EKD, bir değerlendirme yöntemi olmasının yanı sıra, firmalarda değere dayalı yönetim anlayışının en önemli araçlarından biri olarak da kabul edilmektedir.

EKD, Almanya'da Siemens ve RWE, Amerika'da AT&T, Coca Cola, General Electric gibi büyük firmalar tarafından kullanılan yaygın bir yöntemdir.²³⁹

EKD'nin hesaplanabilmesi için, öncelikle yatırımın net getiri oranının hesaplanması gerekir. Yatırımın net getiri oranı, işletmenin yatırımlardan elde ettiği getiri oranının sermaye maliyetini aşan kısmı olarak ifade edilebilir. Yatırımın net getiri oranı (Return on Investment-ROI) yani işletmenin yatırımlarından elde ettiği getiri, bu getiriye elde etmek için kullanılan sermayenin maliyetini aşmadığı sürece ilave bir katma değer sağlamayacaktır. Örneğin, yatırımın getiri oranının %13, sermaye maliyetinin %10 olduğu varsayıldığında; yatırımın net getiri oranı $\%13 - \%10 = \%3$ olarak

²³⁷ Orhan Çelik, "İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer [EKD] ve Türk Telekom A.Ş.'de Uygulanması", **MÖDAV Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 1, Mart 2002, ss. 22-23.

²³⁸ Tuba Kale Korkmaz, Mine Akdeniz Özdemir, "Ekonomik Katma Değer-EVA Nedir?", **Active Dergisi**, Yıl: 2003, No:33, s. 1.

²³⁹ Kutlan, s. 254.

hesaplanacaktır. Bu durumda işletmeye yatırım yapanlar, bu yatırımlar için kullandıkları kaynakların maliyeti çıkarıldıktan sonra net olarak %3 ilave getiri elde edebileceklerdir. Tersî durumda, yani yatırımın net getiri oranının negatif olması durumunda işletmeye yatırım yapanlar, kullandıkları kaynakların maliyetinin altında getiri elde etmiş yani ilave bir getiri elde edememiş olacaklardır.²⁴⁰ Sonuç olarak, EKD'nin pozitif olması, işletmenin faaliyet dönemi içerisinde katma değer yaratmış olduğunu; negatif olması ise işletmenin faaliyet döneminde daha önceki dönemlerde yaratmış olduğu katma değeri kullandığı anlamına gelmektedir.

Bu bilgiler dahilinde ekonomik katma değer şu şekilde formüle edilebilir;²⁴¹

$$\text{EKD} = \text{Yatırılan Sermaye} \times (\text{Yatırımın Net Getiri Oranı} - \text{Sermaye Maliyeti})$$

Örneğin, yatırılan sermaye 2000 \$, yatırımın net getiri oranı %10, sermaye maliyeti de %8 olarak varsayılırsa;

$$\text{EKD} = 2000 \$ \times (\%10 - \%8) = 2000 \$ \times \%2 = 40 \$ \text{ olarak hesaplanacaktır.}$$

EKD, işletme faaliyetlerinden elde edilen net faaliyet kârından işletmeye yatırılan sermayenin net tutarının çıkarılması yoluyla da elde edilebilir.²⁴²

$$\text{EKD} = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

EKD, firma tarafından herhangi bir dönemde yaratılan değeri ölçer. Bu açıdan diğer değer tespit yöntemlerinden üstündür.²⁴³ Ancak EKD'nin hesaplanmasının görece olarak kolay olması ve EKD'nin dayalı olduğu teorik yapının görece olarak basit olması, uygulamada kolay olacağı anlamına gelmemektedir. EKD'nin hesaplanmasında uygulamacılar önemli sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Bunlardan en önemlisi yatırılan sermayenin tam ve doğru olarak hesaplanamamasıdır. Buradaki zorluk, geleneksel muhasebe verileri ile gerçek değerler arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Bu farklılıklar muhasebe teorisinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Değer hareketlerinin muhasebe verilerine maliyet değeri ile yansıtılması ve muhasebe kayıtlarının tahakkuk esasına göre yapılması, finansal tablolarda raporlanan faaliyet sonuçları ile gerçek faaliyet sonuçlarının farklı olmasına yol açmaktadır. Bu açıdan raporlanan sonuçların

²⁴⁰ Çelik, ss. 25-26.

²⁴¹ Üreten, Ercan, s. 57.

²⁴² Çelik, ss. 26-27.

²⁴³ Üreten, Ercan, s. 57.

gerçek duruma göre düzeltilmesi gerekmektedir.²⁴⁴ Ancak düzeltme yapılırken de sübjektif davranılmaması gerekmektedir. Çünkü, bu verileri belirleyen unsurlar, firma yönetimi tarafından manipüle edilmeye elverişlidir.²⁴⁵ EKD yönteminde karşılaşılan diğer önemli sorun, sermaye maliyetinin doğru olarak hesaplanamamasıdır. Teorik güçlüklerin yanı sıra, firmaların kendi özel koşulları da sermaye maliyetinin hesaplanmasında güçlükler doğurmaktadır. Örneğin hisse senetleri borsada işlem gören bir firmanın sermaye maliyetinin hesaplanması, hisse senetleri borsada işlem görmeyen bir firmaya oranla daha kolay olabilecektir. Çünkü, hisse senetleri borsada işlem görmeyen bir firmanın öz sermaye maliyetinin hesaplanması daha zordur.²⁴⁶ Bu sorun indirgenmiş nakit akımları yönteminde de karşımıza çıkmaktadır.

2. 6. 3. Fiyat Katsayılarını Esas Alan Değerleme Yöntemleri

Fiyat katsayıları; piyasa fiyatının, değerlemede esas alınan performans kriterlerine bölünmesi yoluyla elde edilen katsayılar olarak tanımlanabilir. Analistler tarafından değerlendirme yapılırken en çok kullanılan fiyat katsayıları Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)'dir.²⁴⁷ Katsayılar ile değerlendirme yapılırken, firmaların şu andaki fiyatlarının niçin bu seviyede olduğu veya ne olması gerektiği belirlenmeye çalışılmamaktadır. Benzer firmaların katsayılarına göre hesaplanan ortalama değerler kullanılarak tahmini bir fiyat belirlemeye çalışılmaktadır. Bu nedenle katsayılara göre değerlendirme yapılırken doğru katsayının seçilmesi, aynı zamanda karşılaştırılabilir firmaların doğru bir şekilde tespit edilmesi önemlidir. Fiyat katsayılarıyla değerlemede en önemli husus, piyasa fiyatı ile birlikte hangi performans ölçütünün (net kâr, brüt kâr, faaliyet kârı, satışlar, defter değeri) kullanılacağıdır. Bu durum, fiyat belirlenirken tek bir katsayı yerine birden fazla katsayıyı birlikte kullanmayı zorunlu hale getirmektedir. Fiyat katsayılarından biri veya birkaçı bir sektör için en iyi sonucu verebilirken, diğer bir sektörde durum farklılaşabilmektedir. Bu nedenle, fiyat katsayılarına göre değerlendirme yaparken en önemli konu, sektörlerde göreceli olarak fiyatı en iyi şekilde tespit eden katsayının seçilmesidir.²⁴⁸

²⁴⁴ Çelik, ss. 27-28.

²⁴⁵ Kutlan, s. 255.

²⁴⁶ Çelik, s. 28.

²⁴⁷ Dikmen, s. 59.

²⁴⁸ Üreten, Ercan, ss. 121-122.

Fiyat katsayılarıyla değerlendirme yapılırken takip edilecek aşamalar şöyledir:²⁴⁹

- Karşılaştırılabilir Firmaların Seçilmesi: Analiz edilecek firmanın değerini tespit etmek için öncelikle firmaya en yakın özelliklerdeki firmalar tespit edilmelidir. Karşılaştırılabilir firmaların seçiminde aynı sektörde, aynı iş kolunda faaliyet gösteren firmaların esas alınması uygulamada daha doğru sonuçlar vermektedir. Ancak birbirine çok benzemesine rağmen aşırı değerlendirilmiş veya düşük değerlendirilmiş firmalar sektör ortalamasını etkileyecek, bu da yanlış sonuçlara ulaşmamıza sebep olacaktır. Bu etkiyi azaltabilmek için karşılaştırma yapmak için mümkün olduğunca çok firma seçilmelidir.
- Kullanılacak Katsayının Seçilmesi: Katsayılar ile yapılan değerlemede genellikle net kâr, defter değeri, satışlar gibi büyüklük ölçüleri dikkate alınmaktadır. Ancak sektöre en uygun olan katsayının tespit edilmesi aşamasında zorluklar ortaya çıkmaktadır. Örneğin, havayolu firmaları için uçulan saat başına fiyat kullanılırken, çimento firmaları için ton başına fiyat kullanılmaktadır.
- Sektördeki Benzer Firmaların Ortalamasının Bulunması: Karşılaştırılabilir firmalar belirlendikten sonra sıra ortalamaların bulunmasına gelmiştir. Kullanılacak katsayıda gerekli olan büyüklüğe göre firmaların ortalamaları hesaplanır.
- Değerleme Yapılacak Firmanın Performansının Tahmin Edilmesi: Bu aşamada sektör ortalamasıyla karşılaştırmalar yapılarak firmanın gelecek yıllardaki performansı tahmin edilmeye çalışılır. Bu aşamada sadece yakın gelecekteki performansa ağırlık verilmemeli, tahminler mümkün olduğunca uzun vadeli olmalıdır. Özellikle birleşme ve satın almalar gibi etkisi uzun yıllar devam edecek yatırımlarda uzun vadeli tahminlerde bulunmak daha doğru sonuçlar doğuracaktır.

2. 6. 3. 1. Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı

Fiyat/Kazanç (F/K) oranıyla ilgili tanımlamalar birinci bölüm içerisindeki birleşme ve satın alma koşullarını etkileyen nicel faktörler başlığı altında ele alınmıştır. Ancak genel olarak bir tanımlama yapacak olursak; F/K oranı, bir firmaya ait hisse senetlerinin

²⁴⁹ Üreten, Ercan, s. 123.

bugünkü piyasa fiyatının, hisse başına vergi sonrası net kâr bölünmesiyle hesaplanan katsayıdır.²⁵⁰ F/K oranını formüle edecek olursak;

$$\text{F/K Oranı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Net Kâr}$$

F/K oranı, hisse senedi değerlemesinde sıkça kullanılan katsayıların başında gelmektedir. F/K oranı gerek hesaplanmasındaki basitlik, gerekse borsa ile ilgili analizlerde en çok yayınlanan katsayı olması nedeniyle yatırımcıların en çok kullandığı katsayılar arasındadır.

F/K oranının hesaplanması genelde iki şekilde yapılır. Birinci yöntemde, net kâr olarak geçmiş yılın net kârı kullanılmaktadır (tarihi F/K). İkinci yöntemde ise, gelecek yıl için tahmin edilen net kâr tutarı esas alınır (tahmini F/K). Ancak uygulamada genellikle geçmiş yılın net kârı esas alınmaktadır. Fiyat ise, her iki yöntemde de değerlemenin yapılacağı tarihte geçerli olan piyasa fiyatıdır.²⁵¹

F/K oranına göre firma değeri belirlenirken, sektördeki eşdeğer firmaların F/K oranıyla karşılaştırmalar yaparak firmaya tahmini bir F/K oranı atanır. Daha sonra firmanın geçmiş yıl net kârı dikkate alınarak hisse senedinin piyasa fiyatı belirlenmeye çalışılır. Bulunan hisse senedi başına kâr payı da toplam hisse senedi adedi ile çarpılarak firmanın değeri tespit edilir.

F/K oranı birleşmelerde satın alınacak firmanın piyasa fiyatının, dolayısıyla değerinin belirlenmesi aşamasında da sıklıkla kullanılmaktadır.

2. 6. 3. 2. Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) Oranı

Yatırımcıların ve analistlerin firma değerlemesinde F/K oranıyla birlikte en sık kullandıkları diğer bir oran, Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) oranıdır. Bu katsayının özellikle yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin sebebi, firmanın piyasa değerinin bilançoadaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak ve sektördeki diğer firmalarla karşılaştırmalar yaparak hisse senedinin aşırı veya düşük değerlendirildiği konusunda bir fikir edinebilmektir.²⁵²

²⁵⁰ Süel, s. 54.

²⁵¹ Üreten, Ercan, s. 130.

²⁵² Üreten, Ercan, s. 132.

PD/DD oranı, bir hisse senedinin bugünkü piyasa değerinin, hisse başına defter değerine bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. Defter değeri, firmanın bilançosunda yer alan özkaynakların toplam değerini ifade etmektedir. Hisse başına defter değeri de, toplam öz kaynak tutarının hisse senedi sayısına bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır.

$$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Özkaynak}$$

PD/DD oranı ile yapılan firma değerlemesinde, öncelikle firmanın hisse başına düşen özkaynağı hesaplanır. Daha sonra sektörde faaliyet gösteren eşdeğer bir firmanın PD/DD ile karşılaştırmalar yapılarak firma değerine ulaşılır.²⁵³

PD/DD oranını pratik olmakla birlikte genellikle sağlıklı sonuçlar vermemektedir. Firmaların kullandıkları farklı muhasebe uygulamaları özkaynak tutarını büyük ölçüde etkileyecektir. Bu da, hem karşılaştırma yapılacak firmalar açısından hem de değeri tespit edilecek firma açısından oldukça önemli bir dezavantajdır. Bu yüzden PD/DD oranı uygulamada sadece bir ön fıkre sahip olabilmek amacıyla kullanılmaktadır.

2. 6. 3. 3. Diğer Fiyat Katsayıları

Fiyat katsayılarıyla firma değeri belirlenirken sadece net kâr veya defter değeri kavramları kullanılmaz. Bunlara ilaveten uygulamada tercih edilen diğer fiyat katsayıları da mevcuttur. Genel olarak bu fiyat katsayılarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- Fiyat / Satışlar Oranı: Bu oran, firmanın hisse senedi fiyatının, hisse başına düşen satış tutarına bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Bu oranın tersi olan Satışlar/Fiyat Oranı da finans dünyasında kullanılan bir orandır. Satışlar/Fiyat Oranı'nın hisse senedi getiri oranları üzerindeki belirleyiciliğinin Fiyat/Kazanç Oranının belirleyiciliğinden daha yüksek olabileceği ifade edilmektedir. Bir firmanın uzun vadeli kar elde etme potansiyelinin değerlendirilmesi konusunda, firmanın yıllık satışlarına dayalı Satış/Fiyat Oranının daha güvenilir bir gösterge olabileceği görüşü de finans literatüründe taraftar bulmaktadır.²⁵⁴

²⁵³ Süel, s. 55.

²⁵⁴ William C. Jr. Barbee, Sandip Mukherji, Gary A. Raines, "Do Sales-Price and Dept-Equity Explain Stock Returns Better Than Book-Market and Firm Size?", **Financial Analysts Journal**, March/April 1996, 56, 2, s.57.

Bu oran, özellikle aynı endüstride çalışan firmalar tarafından sıkça kullanılmaktadır. Satış tutarı, farklı muhasebe uygulamalarından da etkilenmemektedir. Bu açıdan, bu oran PD/DD oranına göre daha doğru sonuçlar vermektedir.

- Fiyat / Duran Varlık Oranı: Duran varlık katsayısı, brüt olarak hesaplanabileceği gibi, amortismanlar düşüldükten sonra net olarak da hesaplanabilir. Ancak net olarak hesaplanmasında, firmaların farklı amortisman yöntemleri kullanmasından kaynaklanan farklılıklar oluşabilmektedir. Buna ilaveten, duran varlık katsayısının hesaplanmasında firmaların kapasite kullanım oranları, etkinlik oranları ve büyüme potansiyelleri de dikkate alınmalıdır. Bu katsayılara ilaveten, piyasa fiyatıyla birlikte brüt satış kârı, esas faaliyet kârı veya faaliyet kârı da dikkate alınabilir. Brüt satış kârının esas alındığında, sadece satılan malın maliyeti dikkate alınmakta, böylece firmaların faaliyet giderleri ve finansman giderleri hariç etkinlikleri karşılaştırılmaktadır. Esas faaliyet kârı esas alındığında, firmaların araştırma ve geliştirme, pazarlama satış ve dağıtım giderleri ve genel yönetim giderleri konusundaki etkinlikleri de dikkate alınmaktadır. Faaliyet kârında ise firmaların faaliyet giderleri ile birlikte finansman politikalarının bir sonucu olan finansman giderleri de dikkate alınmakta, böylece vergi öncesi etkinlikleri de karşılaştırılabilmektedir.²⁵⁵

Fiyat katsayıları, birleşmelerde gerek devir alan, gerek devir edilen firmaların özkaynak değerlerinin mevcut olmaması veya güvenilir bilgilerin bulunmaması durumunda değerlendirilecek firmaya benzeyen ve piyasa değerleri mevcut olan diğer firmaların verileri kullanılarak karşılaştırma olanağı sağlaması açısından kullanışlı olabilir.²⁵⁶ Ancak, fiyat katsayıları kullanıldığında, birleşmelerdeki performans artışı sadece kazançlarla ölçülmekte, yeni politikalar yaratılması, işletme sermayesinin daha iyi yönetilmesi ve hissedarlara daha fazla kâr payı ödenmesi gibi önemli faktörler göz ardı edilmektedir. Ayrıca, fiyat katsayıları sadece hedef firma kazançlarının değerlendirilmesine odaklanmaktadır. Birleşmenin sağlayacağı kârı ikinci plana atmaktadır. Bu açıdan, birleşmelerde değer tespiti yapılırken fiyat katsayılarının tek başına kullanılması sakıncalıdır.²⁵⁷

²⁵⁵ Üreten, Ercan, s. 133-136.

²⁵⁶ Sarıkamış, s. 130.

²⁵⁷ Palepu, Bernard, Healy, p. 10-7.

Katsayıları kullanarak değerleme yapmak çok çabuk ve basittir. Basitlik, pek çok gerçeğin göz ardı edilmesi ve pek çok sorunun cevapsız kalması anlamına gelmektedir. Bu açıdan sadece katsayıları kullanarak değerleme yapılmamalı, bu yöntem diğer yöntemlerle birlikte, karşılaştıırma yapmak amacıyla kullanılmalıdır.

Sonuç olarak firma değeri tespit edilirken her bir yöntemin yarar ve sakıncaları göz önünde bulundurulmalı, buna göre firmaya en uygun değer tespit metodu bulunmalı ve uygulanmalıdır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİRLEŞMELERİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

3. 1. HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Hisse senedi performansı, gerek firma içi, gerek firma dışı birçok faktörden etkilenmektedir. Bu faktörleri genel olarak şu şekilde özetleyebiliriz;²⁵⁸

- Enflasyon: Hisse senetleri, enflasyona karşı en dirençli finansal varlık türüdür. Enflasyonla birlikte firmaların satış ve kârlarının artması, dağıtılan kâr paylarında da artışa yol açar. Bu açıdan hisse senetleri, enflasyon dönemlerinde sabit getirili varlıklara göre daha çok tercih edilmekte, bu da fiyatları artırmaktadır. Ancak enflasyonun çok yüksek olması, riski artıracığından hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilmektedir.
- Faiz Oranlarındaki Değişimler: Faiz oranlarında meydana gelen değişimler, piyasada işlem gören hisse senetlerinin performansını da etkilemektedir. Faiz oranlarının artması, diğer şartlar sabit kalmak koşuluyla hisse senedi performansını, dolayısıyla fiyatını ters yönde etkilemektedir. Faiz oranları yükseldiğinde hisse senedi fiyatları genellikle düşmektedir.
- Firmanın Mali Yapısı: Firmanın mali yapısının zayıf olması, yükümlülüklerini yerine getirememesi, hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilmektedir.
- Firmanın Yönetimi: Firmaların başarıları büyük ölçüde yönetim kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yönetim hataları, hisse senedi performansını etkileyen çok önemli bir faktördür. Çünkü etkin yönetilmeme sonucunda, firmanın satışları ve kârı azalırken riski de artacaktır. Böyle bir durumda yatırımcılar bu hisselerle yatırım yapmayacak ve hisse senedi fiyatları düşebilecektir.

²⁵⁸ Akgüç, s. 865-868.

- Kâr Payı Dağıtımı: Firmaların kâr payı dağıtımları yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmakta, talep artmakta ve hisse senedi fiyatları yükselmektedir. Ancak, kârlılığı ve büyüme oranı yüksek firmalarda dağıtılan kâr payının, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerinde fazla bir etkisi yoktur.²⁵⁹
- Gazete ve Dergilerde Yayımlanan Görüşler: Etkin piyasalarda haberler çok hızlı bir biçimde yayılmakta, yatırımcılar piyasadaki her türlü gelişmeden anında haberdar olmaktadır. Yatırımcıların haber almada faydalandıkları uzman görüşleri ve piyasa söylentileri, tavsiye edilen hisse senetlerine olan talebi artırmakta, dolayısıyla o hisse senedinin fiyatı yükselmektedir.²⁶⁰
- Diğer Faktörler: Bu faktörlere ilaveten sektördeki değişimler, politik ortamın dolayısıyla uygulanan politikaların değişmesi, yatırımcılarının risk beklentilerindeki farklılıklar gibi birçok faktör hisse senedi performansına etki edebilmektedir.

3.2. BİRLEŞMELERDE PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ VE KULLANILAN YÖNTEMLER

Firma birleşmelerinde performansın değerlendirilmesinde muhasebe verilerine dayalı yöntemler ve hisse senedi kazançlarını dikkate alan yöntemler kullanılabilir. Her iki yöntemin birlikte kullanılması ve ulaşılan sonuçların karşılaştırılması ile daha doğru sonuçlara ulaşılabilir.

3. 2. 1. Muhasebe Verilerinin Kullanılması

Muhasebe verileri kullanılarak birleşmelerin performanslarının değerlendirilmesinde tek değişkenli ve çok değişkenli analizler yapılabilir.²⁶¹ Tek değişkenli analizlerde farklı çalışmalarda farklı değişkenler kullanılmıştır. Genellikle Fiyat/Kazanç oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri gibi fiyat katsayıları tek değişkenli analizlerde kullanılmaktadır. Bunlara ilaveten faaliyet gelirlerini, firma büyüklüğünü, sektör ortalamalarını dikkate

²⁵⁹ Tekin, s. 37.

²⁶⁰ M. Baha Karan, Yaprak Ressamoğlu, "Haftalık Borsa Dergilerindeki Uzman Görüşlerin Hisse Senetleri Performanslarına Etkileri", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 14, Sayı: 2, 1996, s. 123.

²⁶¹ Yılğör, s. 404.

alan çalışmalar da yapılmıştır.²⁶² Çok değişkenli analizlerde de kâr payları, büyüme oranları, firma büyüklüğü gibi birden çok değişken, performans değerlendirmede kullanılabilecek bir ölçüde birleştirilir ve ilgili parametrik testler kullanılarak sonuçlara ulaşılır. Bu amaçla en yaygın olarak kullanılan yöntemler, t istatistiği ve regresyon analizidir.²⁶³ Yapılan bir literatür araştırmasında da birleşmelerde performansın değerlendirilmesi aşamasında, bazı araştırmacılar (Agrawal at al, 1992; Loderer and Martin, 1992) firma büyüklüğü ve beta katsayısını kullanırken, bazı araştırmacılar (Fama and French, 1992) da beta katsayısının hisse senediyle ilgili yatay değişimlerin bir çoğunu kapsamadığını, bu yüzden beta katsayısının firma büyüklüğü ve Piyasa Değeri/Defter Değeri ile birlikte kullanılması gerektiği görüşünü savunmuşlardır.²⁶⁴

3. 2. 2. Hisse Senedi Kazançlarının Kullanılması

Birleşmelerde performansın değerlendirilmesinde hisse senedi kazançlarının esas alınması durumunda, birleşme ilanından önce, birleşme ilanı esnasında ve birleşme işleminin gerçekleşmesinden sonra satın alan ve satın alınan firmanın hisse senetlerinde meydana gelen değişimler incelenir.²⁶⁵ Bu nedenle de birleşmeden önceki ve sonraki kısa ve uzun dönemler için her iki işletmenin hisse senetlerinin anormal getirilerinin hesaplanması amaç edinir.²⁶⁶ Anormal getiri, kabullenilen bir risk düzeyinde sağlanabilecek bir getiri oranından daha yüksek olan getiri oranı şeklinde tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle anormal getiri, herhangi bir yatırımdan sağlanan fiili getiri oranı ile o yatırımın fırsat maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır.²⁶⁷ Anormal getirilerin hesaplanmasında hisse senedi fiyatlarıyla birlikte firmanın büyüklüğünü ve Piyasa Değeri/Defter Değeri'ni birlikte ele alan çalışmalar da yapılmıştır.²⁶⁸

²⁶² Agrawal, Jaffer, p. 722.

²⁶³ B. M. Barber, J. D. Lyon, "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, 41, 1996, p. 360.

²⁶⁴ Raghavendra, Vermaelen, p. 224.

²⁶⁵ Agrawal, Jaffer, p. 721.

²⁶⁶ Yılğör, s. 405.

²⁶⁷ Selim Bekçioğlu, Mustafa Öztürk, Yusuf Kaderli, "Kurulan İşbirliklerinin İMKB'ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 21, Ocak 2004, s. 44.

²⁶⁸ Tim Loughran, Anand M. Vijh, "Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?", *The Journal of Finance*, Vol: LII, No: 5, December 1997, p. 1770.

Yerli ve yabancı literatürdeki çalışmaların çoğunda anormal getiriler dikkate alınmış, çeşitli istatistiki testler uygulanarak sonuca ulaşılmıştır.

3. 3. BİRLEŞMELERİN FİRMALARIN HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

3. 3. 1. Yatırımcıların Birleşme Öncesi Beklentileri

Birleşecek firmanın büyüyeceği, piyasada daha çok rekabet avantajı sağlayacağı, üretiminin artacağı, maliyetlerinin düşeceği gibi beklentiler, yatırımcıların birleşecek olan firmalarla daha yakından ilgilenmesine yol açmaktadır. Bu esnada firmalar arasında pazarlık ve hazırlık süreci başlamıştır ve her yeni bilgi ile birlikte yatırımcının beklentilerinde değişiklikler olacaktır. Bu beklentiler özellikle etkin piyasalarda hisse senedi fiyatlarına yansıtılacak ve birleşmenin performansını belirleyecektir.²⁶⁹

Diğer yandan yatırımcılar, satın alınacak firmanın düşük performans gösteren, küçük firmalar olduğunu düşünmektedirler. Bazı araştırmalarda, satın almada hedef firmaların piyasa ortalamasından daha küçük, daha düşük büyüme oranına sahip veya daha az kârlı firmalar olduğu belirlenmiştir.²⁷⁰ Bazı araştırmalarda ise hedef firmaların düşük performans gösterdiği konusunda kuvvetli deliller olmadığı belirlenmiştir. Düşük performansın satın almadan önceki beş-yedi yıl içerisinde gerçekleştiği, düşük performans ile satın alma tarihi arasındaki sürenin oldukça uzun olmasından dolayı bunun satın almada temel neden olamayacağı görüşü savunulmuştur.²⁷¹ Yapılan bir literatür araştırmasında hedef firmaların performansını belirlemeye yönelik olarak yapılan on iki çalışma incelenmiş ve bunlardan sadece ikisinde (Smiley, 1976; Asquith, 1983) hedef firmaların düşük performans gösterdiği belirlenmiştir. Bu iki çalışmada, düşük performans gösteren firmaların düşmanca satın almalarda hedef firma olarak seçildiği sonucuna ulaşılmıştır.²⁷²

²⁷⁰ R. Ceyda Öztürk, “Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, s. 270.

²⁷¹ Meloria M. Meschi, “Analytical Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Survey”, **Research Papers In International Business**, p. 6-7.

²⁷² Agrawal, Jaffer, p. 722.

²⁷² Agrawal, Jaffer, p. 723.

3. 3. 2. Birleşme Öncesi Hisse Senedi Fiyatlarında Meydana Gelen Değişimler

Birleşme veya devralma öncesi firmaların hisse senetlerinde meydana gelen değişimler büyük ölçüde yatırımcıların beklentileriyle ilişkilidir.²⁷³ Yatırımcılar, ele geçirilecek olan firmanın daha iyi yönetileceği, daha güçlü olacağı veya bir şekilde eskisinden daha iyi durumda olacağını düşündüklerinde bu firmanın hisse senetlerine yatırım yapacaklardır ve hedef firmanın hisse senetlerinin fiyatı yükselecektir. Ters durumda ise bu hisselerle yatırım yapmayacaklar, hisse senetleri fiyatlarında da bir düşüş gözlenecektir.

Yapılan bazı araştırmalarda, birleşme öncesi hedef firmanın negatif getiri elde ettiği belirlenmiştir. Ancak yapılan incelemelerde negatif getirinin düşmanca satın almalarda ortaya çıktığı görüşüne ulaşılmıştır.²⁷⁴ Bazı araştırmalarda da hedef firmanın birleşme ile pozisyonunun iyileşeceği beklentisiyle birleşme teklifiyle birlikte istatistiki olarak anlamlı pozitif getiriler elde ettiği belirlenmiştir.²⁷⁵ 1961-1965 yılları arasında New York Borsası'nda yapılan bir araştırmada da piyasadaki normal fiyat artışı %3.05 iken, birleşmesi beklenen firmaların hisse senedi fiyatlarındaki artış %17.01 olarak gerçekleşmiştir. Bu araştırmanın sonucuna göre, birleşmesi beklenen firmalar piyasanın üstünde istatistiki olarak anlamlı pozitif getiriler elde etmişlerdir.²⁷⁶ Hedef firmanın hisse senedi fiyatlarının artacağı düşüncesi, yatırımcıları uzun pozisyon almaya ve birleşme gerçekleşene kadar öyle kalmaya teşvik etmektedir. Uzun pozisyonlar, hisse senedi fiyatının birleşme öncesi düzenli şekilde artmasına neden olmaktadır.

Birleşme öncesi getirilerle ilgili diğer bir hipotez, birleşmeleri yatırımcıdan önce, firma içinden öğrenerek uzun pozisyon alan kişilerin ticari faaliyetidir. İçerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) olarak tanımlanan bu durumda, içerden bilgi olarak yatırım yapanların getirilerinin, resmi duyurunun 45 gün öncesinden başlayarak belirli bir artış gösterdiği belirlenmiştir.²⁷⁷

²⁷³ Öztürk, s. 272.

²⁷⁴ Asquith, p. 81.

²⁷⁵ Paul Asquith, Robert F. Bruner, David W. Mullins, "The Gains To Bidding Firms From Mergers", *Journal of Financial Economics* 11, 1983, p. 138.

²⁷⁶ Stanley B. Block, "The Effects of Mergers and Acquisitions On The Market Value of Common Stock", *Journal of Finance*, 2001, p. 890.

²⁷⁷ Öztürk, s. 272.

3. 3. 3. Birleşme Sonrası Hisse Senedi Fiyatlarında Meydana Gelen Değişimler

Birleşmelerin hedef firma ve satın alan firma hissedarlarının kazançları üzerindeki etkisi kısa ve uzun dönem dikkate alınarak değerlendirilebilir. Bunun için, birleşme ilanını izleyen kısa dönemdeki veya uzun dönemdeki hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimler incelenmektedir. Uzun dönemli analizler, birleşmelerin başarı ve başarısızlık düzeyi hakkında da bilgi sahibi olmamızı sağlar.

3. 3. 3. 1. Kısa Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarında Meydana Gelen Değişimler

Birleşmelerin kısa dönemli etkilerini inceleyen çalışmaların bazıları ve bu çalışmaların sonuçları Tablo 3.1.'de gösterilmiştir;²⁷⁸

Tablo 3.1. Birleşmelerin Kısa Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmaların Sonuçları

Çalışmayı Yapan	Hedef Firma Getirileri (%)	Ele Geçiren Firma Getirileri (%)
Jensen and Ruback (1993)	30	4
Asquith (1983)	20	2
Bradley, Desai and Kim (1988)	19	4
Bhagat, Hirsleifer (1996)	45	1.3
Schwert (1996)	35	0

Birleşmenin hedef firma ve ele geçiren firmaların hisse senetleri üzerindeki kısa dönemli etkilerini izleyen yukarıdaki çalışmalar sonucunda, birleşme ilanından sonra hedef firmanın hisse senedi fiyatlarının yükseldiği, ele geçiren firmanın hisse senedi fiyatlarının ise yaklaşık aynı kaldığı veya çok az arttığı belirlenmiştir. Hedef firmalar, ele geçiren yani satın alan firmalara nazaran çok daha fazla getiriler elde etmişlerdir.

Birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimler, partnerin büyüklüğüyle de doğru orantılıdır. Büyük firmalar arasında gerçekleşen bir birleşme, yatırımcılar tarafından daha güvenilir şekilde algılanacak ve bunun sonucunda oluşan taleple birlikte hisse senedi getirileri de artış gösterecektir.²⁷⁹

²⁷⁸ Yılgör, s. 406.

²⁷⁹ Asquith, Bruner, Mullins, p. 121.

Birleşme sonrası büyük kârlar elde eden tek grup yatırımcı, birleşmeden önce hedef firma hisselerine yatırım yapan ve birleşme ilanından sonra hisselerinin tamamını yeni oluşumun hisseleriyle değiştirenlerdir.²⁸⁰

3. 3. 3. 2. Uzun Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarında Meydana Gelen Değişimler

Birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimleri ölçmek için iki tür hipotez geliştirilmiştir. Bunlar;

1- Satın Almanın Türü: Satın almanın türü (birleşme veya aleni alım teklifi) hisse senedi performansını etkileyen önemli bir faktördür. 1970-1989 yılları arasında gerçekleşen 947 satın alma işlemi üzerinde yapılan bir çalışmada;²⁸¹

- Hedef firma hissedarlarının tüm satın almalarda istatistiki olarak anlamlı pozitif anormal getiriler elde ettikleri,
- Satın alan firma hissedarlarının aleni alım tekliflerinde çok az pozitif anormal getiri elde ettikleri,
- Satın alan firma hissedarlarının birleşmelerde istatistiki olarak anlamlı negatif getiriler elde ettikleri sonuçlarına ulaşılmıştır.

Bu sonuçlara göre birleşmeler yöneticilere karşı dostça yapılmaktadır ancak hissedarlar için makul getiriler sağlamamaktadır. Aleni alım tekliflerinde ise yönetim aradan çıkarılmaya çalışılır yani yöneticilere karşı düşmanca bir tutum izlenir. Ancak hissedarlar açısından birleşmelere oranla daha makul getiriler sağlamaktadır. Birleşmelerde firmaların ayrı birer firma olarak elde ettikleri getirilerden %15.9 daha az getiri, aleni alım tekliflerinde ise ayrı birer firma olarak elde ettikleri getirilerden %43 daha fazla getiri elde ettikleri belirlenmiştir.²⁸²

“Franks, Harris and Titman (1991)’ın yaptığı bir araştırmada birleşmenin son ödemesini takip eden 3 yıl içerisinde hem satın alan firma hem de hedef firma açısından istatistiki olarak anlamlı anormal getiriler elde edildiğine dair hiçbir veri olmadığı belirlenmiştir. Agrawal, Jaffe and Mandelker (1992)’in yaptığı bir çalışmada ise aleni alım tekliflerinde istatistiki olarak anlamsız pozitif anormal getiri elde edildiği, birleşmelerde

²⁸⁰ Öztürk, s. 274.

²⁸¹ Loughran, Vijn, p. 1765.

²⁸² Loughran, Vijn, p. 1775.

ise birleşme ilanını takip eden beş yıl içerisinde istatistiki olarak anlamlı negatif anormal getiri elde edildiği belirlenmiştir.”²⁸³

2- Ödeme Şekli: Ödeme şekli yani ödemenin nakitle veya hisse senediyle finanse edilmesi de birleşme sonrası hisse senedi performansına etki eden önemli bir faktördür. Yapılan çalışmaların çoğunda hisse senediyle finanse edilen birleşmelerde negatif anormal getiri elde edildiği, nakitle finanse edilen birleşmelerde ise pozitif anormal getiri elde edildiği belirlenmiştir.²⁸⁴ Hisse senedi ile ödemenin düşük performans, nakitle ödemenin ise yüksek performans yaratması asimetrik bilgi ve piyasa tepkisi hipotezi ile açıklanmaktadır. Fiyatın ve ödeme şeklinin karşılaştırılması aşamasında hedef firma hisse senetlerinin değerinin yükseleceğini bekliyorsa ödemenin hisse senedi şeklinde, düşeceğini bekliyorsa nakitle yapılmasını isteyecektir. Yani ödeme dönemi içerisinde piyasanın hisse senedi fiyatlarının yükseleceği veya düşeceği konusundaki tepkisi, ortaya çıkan haberler vs. birleşme sonrası getirilere yansımaktadır.²⁸⁵ 1970-1989 yılları arasında gerçekleşen 947 satın alma işlemi üzerinde yapılan çalışmada satın alma işlemini takip eden beş yıl içerisinde hisse senediyle yapılan ödemelerde ortalama getiri ilk yıllarda %20’lerden başlayıp, ilerleyen yıllarda aşağı bir seyir izleyerek beşinci yılın sonunda %5lere kadar gerilemiştir. Nakitle ödemelerde ise ortalama getiri ilk yıllarda yine %20’lerden başlayıp, ilerleyen yıllarda yukarı seyir izleyerek beşinci yılın sonunda %100’lere ulaşmıştır.

Sonuç olarak satın alma işleminin aleni alım teklifi şeklinde yapılması ve nakitle finanse edilmesi durumunda getiriler pozitif olmakta, birleşme şeklinde yapılması ve hisse senedi ile finanse edilmesi durumunda negatif olmaktadır. Aradaki fark anlamlıdır. Çünkü yapılan analizlerde hisse senedi ile finanse edilen birleşmelerde %25 negatif anormal getiri, nakitle finanse edilen aleni alım tekliflerinde ise %61,7 pozitif anormal getiri elde edildiği belirlenmiştir.²⁸⁶

İncelenen çalışmaların bir çoğunda birleşmelerin, uzun dönemde birleşmeyi planlayanların beklentilerini karşılayamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bazı firmaların birleşmeden sonra hem borsada hem de kendi sektörlerinde değer kaybettiği gözlenmiştir. Örneğin Daimler’in Chrysler’ı satın almasında birleşmedeki adaptasyon

²⁸³ Loughran, Vijh, pp. 1765-1766.

²⁸⁴ Raghavendra, Vermaelen, p. 242.

²⁸⁵ Loughran, Vijh, p. 1775.

²⁸⁶ Loughran, Vijh, p. 1789.

eksikliği, AT/T ve First Union evliliğinde de hedef firmaya gereğinden fazla para ödeme ve yetersiz planlama nedeniyle firmaların hisse senedi fiyatları düşmüştür. Yapılan araştırmalar, birleşmelerin %70'e yakın bir bölümünün bu birleşmelerde olduğu gibi beklentileri karşılamadığını ve başarısız birleşmeler olarak kabul edildiğini göstermektedir.²⁸⁷

Bazı durumlarda ise satın alan firma değer kaybederken, satın alınan firma değer kazanmaktadır. Buna da Procter&Gamble'ın Gillette'i satın alması örnek gösterilebilir. Bu satın alma işlemi sonucunda Frankfurt Borsası'nda Gillette hisselerinin fiyatı %9.5 artarken, Procter&Gamble hisselerinin fiyatı %4.7 azalmıştır.²⁸⁸

Tüm bunlara ilaveten başarılı birleşmeler de yok değildir. HP-Compaq birleşmesi hedefe ulaşan önemli birleşmelerdendir. 2002 yılında gerçekleşen birleşme işlemi sonrasında bugün HP, borsada 1 milyar dolar kâr payı dağıtan, patent sayısında dokuzunculuktan beşinciliğe çıkan, saklama ve yönetim yazılımlarında, Unix ve Linux sistemlerinde, yazıcı ve tarayıcı satışlarında, cep PC'leri kategorisinde ve Microsoft tabanlı kullanıma hazır kurumsal hizmetlerde bir numara olan bir firma konumuna gelmiştir. Birleşme ile operasyonel giderlerde 3 milyar dolar civarında tasarruf sağlanmıştır. Başka bir başarı öyküsü ise BNP-Paribas birleşmesidir. Bu birleşme sonucunda Avrupa'nın kârlılık açısından en büyük finansal grubu ortaya çıkmıştır. Grup, birleşmeden sonra 4.12 Milyar Euro kâr açıklamıştır. Buna ilaveten başarılı bir birleşme süreci ve firma bünyesinde gerçekleştirilen yeniden yapılanma sonucunda grup, beklenenden daha kısa zamanda kendi faaliyet konularında birçok liderliği ele geçirmiştir.²⁸⁹

²⁸⁷ Cumhuriyet Kuşcuoğlu, "Birleşmeler Nasıl Gidiyor?", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 14.10.2004

²⁸⁸ Zaman Gazetesi Ekonomi Servisi, "Procter&Gamble, Gillette'i 57 Milyar Dolara Satın Alacak", **Zaman Gazetesi**, 29 Ocak 2005, s. 8.

²⁸⁹ Cumhuriyet Kuşcuoğlu, "Birleşmeler Nasıl Gidiyor?", www.insankaynaklari.com, Erişim Tarihi: 14.10.2004

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİRLEŞMENİN SATIN ALAN FİRMANIN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4. 1. ARAŞTIRMA KONUSUNUN ÖNEMİ

Firma yöneticilerinin temel amacı, piyasa gücünün yükseltilmesi ve maliyetlerin düşürülmesiyle firma değerini, dolayısıyla kârlılığını artırmaktır. Kârlılığın artırılmasıyla, hisse senedi sahiplerinin refahının yükseltilmesi firmaları birleşmeye yönelten temel nedenlerden biridir.

Birleşme teorisi üç başlık altında incelenebilir. Bunlardan birincisi, firmaların bağımsız faaliyetleri ile yarattığı değerlerin tümünden daha fazla değer yaratan sinerji ve etkinliktir. Bu sayede hem hedef firma hem de alıcı firma kazanç elde ederken toplam değerde de bir artış sağlanır. İkinci unsur, alıcı firmanın hedef firmaya değerinin üzerinde ödeme yapmasıyla, hedef firmanın daha kazançlı hale gelmesi, alıcı firmanın zarar etmesidir. Üçüncü unsur ise, yöneticilerin kendi çıkarlarını firma çıkarlarının önünde tutması sonucu ortaya çıkan temsil sorunudur. Bu unsur sonucunda, yine hedef firmanın kazancı artarken alıcı firmanın kazancı azalacak, dolayısıyla toplam değerde de bir azalma olacaktır.²⁹⁰

Literatürde yapılan çalışmalar göstermiştir ki, bazı birleşmeler satın alınan firmanın hisse senetleri için büyük kayıplara neden olurken, bazı başarılı alıcılar büyük kazançlar elde etmeyi başarmışlardır. Yapılan bazı araştırmalarda, birleşme işleminin gerçekleştiği tarihten önce hisse senetlerinin fiyatlarında önemli artışlar yaşandığı, ancak birleşme işleminden sonra hisse senedi fiyatlarının düştüğü tespit edilmiştir. Bazı birleşmelerde de tersi durumlar söz konusu olabilmektedir. Bu açıdan birleşmelerde hisse senedi

²⁹⁰ Turan, Yılmaz, s. 88-89.

performansının ölçülmesi ve karşılaştırılması, birleşmenin başarıya ulaşp ulaşmadığını kontrol etmek açısından oldukça önemlidir.

4. 2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Araştırmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İMKB)’nda işlem görüp, Sermaye Piyasası Kurulu(SPK) izni ile satın alma işlemi gerçekleştiren firmaların halka sunulan bilgileri doğrultusunda, gerekli programlar kullanılarak satın alma sonrası anormal getirilerinin hesaplanması ve bu getirilerin anlamlı olup olmadığının belirlenmesidir.

Konuyla ilgili literatür taraması yapıldığında, konunun genellikle yabancı literatürde incelendiği görülmüştür. Türkiye’de de birleşmeler ve firma değeriyle ilgili belirli bir literatür olduğu tespit edilmiştir. Ancak birleşme ve satın almaların hisse senedi performansı üzerindeki etkilerine yönelik olarak yapılan çalışma sayısı oldukça sınırlıdır. Bu nedenle yapılacak olan çalışmanın, bu konudaki eksiklikleri gidererek literatüre önemli bir katkı sağlayacağı beklenmektedir.

4. 3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI

Bu araştırmada, 1997-2005 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve SPK izniyle satın alma faaliyetinde bulunmuş olan firmalar incelenmiştir. Örneklem olarak toplam 70 firma belirlenmiştir. Ancak bunlardan bir kısmı İMKB’de işlem görmemektedir. Bir kısmında da birleşme işlemi iptal edilmiştir. Bazı firmalar da iki yıl içerisinde başka bir satın alma işlemi daha gerçekleştirmiştir. Bu durumda hisse senedi getirileri iki satın almanın da etkilerini içereceğinden bu firmalar da araştırmanın kapsamı dışında tutulmuştur. Ancak iki satın alma işlemi arasındaki sürenin iki yılı aşması durumunda bu satın almalar araştırmaya dahil edilmiştir. Tüm bu bilgiler ışığında araştırmanın örneklemi oluşturan firma sayısı 40 olarak belirlenmiştir. Birçok firma için birleşmenin gazetede ilan edildiği tarih ve birleşmeye ilişkin genel kurul tarihleri olmadığından birleşme veya satın alma tarihi olarak SPK karar tarihi dikkate alınmıştır.

Birleşmeler 1996 yılından itibaren SPK iznine bağlanmıştır. 1996 yılından önceki verilere ulaşılmasının İMKB izniyle gerçekleşmesi ve bu verilerin İMKB’nin paylaşımına sunduğu veriler arasında yer almamasından dolayı 1996 yılından önce gerçekleşen satın

alma işlemleri araştırmaya dahil edilememiştir. Ayrıca satın alan firmanın birleşme sonrası anormal getiri oranını hesaplarken karşılaştırmada esas alınan İMKB Ulusal Tüm Endeksi'nin 1997 yılından itibaren hesaplanmaya başlanması, 1996 yılında gerçekleşen satın alma işlemlerinin de kapsam dışında bırakılmasına sebep olmuştur. Bu açıdan 1997-2005 yılları arasındaki veriler kullanılarak araştırmaya zaman sınırlaması getirilmiştir.

4. 4. VERİ TABANININ OLUŞTURULMASI VE ANALİZ YÖNTEMİ

Yapılan çeşitli çalışmalarda anormal getirileri karşılaştırmada değişik yöntemlerin kullanıldığı görülmektedir. Bazı çalışmalarda satın alan firma piyasa değeri/defter değerine göre eşdeğer firmalarla karşılaştırılmıştır. Bazı çalışmalarda firmalar piyasa değerine göre sıralanmış, on eşit portföye ayrılmış ve satın alan firma dahil olduğu portföyle karşılaştırılmıştır. Bazı çalışmalarda ise, firmanın elde tutma anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileri, bir gösterge endeksin getirisiyle karşılaştırılmıştır.²⁹¹ Sadece elde tutma anormal getirilerini kullanan çalışmalar mevcutken(Antoniou,Zhao; 2004), sadece kümülatif anormal getirileri kullanan çalışmalar(Byun, Rozeff; 2003) da yapılmıştır. Bazı araştırmalarda(Barber, Lyon; 1997) da bu iki yöntem birlikte kullanılmış, karşılaştırmalı olarak ele alınmıştır. Bu araştırmada da son yöntem uygulanmıştır.

Araştırmada, “bilgi edinme başvurusu formu” ile başvurularak SPK’dan e-posta aracılığı ile elde edilen birleşme verileri ve İMKB’den CD formatında elde edilen hisse senedi fiyat, sermaye artırım, temettü ve endeks verileri kullanılmıştır. Satın alan firmanın anormal getiri oranı hesaplanırken, İMKB Ulusal Tüm Endeksi dikkate alınmıştır. İMKB’den elde edilen veriler takvim ayı getirilerinden oluşmaktadır. Başka bir ifadeyle, herhangi bir ayın getiri oranı, bir önceki ayın son kapanış fiyatı ile ilgili ayın son kapanış fiyatını esas almaktadır. Ancak çalışmamızda yer alan satın almaların her biri ayın farklı tarihlerinde gerçekleştiği için İMKB’den elde edilen hazır verileri kullanmak mümkün olmamıştır. Bu nedenle satın alma tarihindeki kapanış fiyatı ile bir sonraki ayda aynı güne karşılık gelen kapanış fiyatı ve eğer söz konusu gün bir işlem gününe denk gelmemişse o günden önceki ilk işlem gününün kapanış fiyatı esas

²⁹¹ B. M. Barber,; J. D. Lyon, “Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics”, **Journal of Financial Economics**, 43, 1997, p. 360.

alınarak aylık getiri oranı hesaplanmıştır. Daha sonra her bir firma bazında 24 aylık veri tabanları oluşturulmuştur. Bu veriler ışığında firmaların 1 ay, 3 ay, 6 ay, 1 yıl ve 2 yıllık elde tutma anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileri hesaplanmış ve İMKB Ulusal Tüm Endeksi'nin ilgili aydaki aylık getirileriyle karşılaştırılmıştır. 1 aylık dönemler için toplam 40 firma, 3 aylık ve 6 aylık dönemler için 39 firma, 1 yıllık dönemler için 37 firma ve 2 yıllık dönemler için 30 firma incelenmiştir.

Hisse senedi getiri oranı, alınan bedelli-bedelsiz hisse senetlerini, rüçhan hakkı kullanımlarını ve temettü ödemelerini içermemektedir. İMKB'nin sermaye artırım ve temettü ödemeleri raporları kullanılarak her bir firma için bedelli-bedelsiz hisse senetleri, rüçhan hakkı kullanımları ve temettü ödemeleri incelenmiş ve aşağıdaki formül kullanılarak aylık getiriler hesaplanmıştır.²⁹²

$$G_t = \frac{F_t * (BDL + BDZ + 1) - R * BDL + T - F_{t-1}}{F_{t-1}}$$

G_t = “t” ayına ait getiri

F_t = “t” ayına ait en son kapanış fiyatı

BDL = Ay içinde alınan bedelli hisse senedi adedi

BDZ = Ay içinde alınan bedelsiz hisse senedi adedi

R = Rüçhan hakkı kullanma fiyatı

T = Ay içinde 1000 TL nominal değerli bir hisse senedine ödenen temettü tutarı

F_{t-1} = “t” ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatı

²⁹² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **İMKB Şirketleri Aylık Fiyatlar ve Getiriler**, Cilt II, 1986-2001, s. 1.

İMKB Ulusal Tüm Endeksi'nin aylık getirisinin hesaplanmasında aşağıdaki formül dikkate alınmıştır.²⁹³

$$G_{e,t} = [(F_{e,t} - F_{e,t-1}) / F_{e,t-1}]$$

$G_{e,t}$ = t günü için ulusal tüm endeksin aylık getirisi

$F_{e,t}$ = ulusal tüm endeksin t günü kapanış fiyatı

$F_{e,t-1}$ = ulusal tüm endeksin bir önceki ayın aynı günü kapanış fiyatı

Elde tutma anormal getirileri (Buy and Hold Abnormal Returns-BHAR) ve kümülatif anormal getiriler (Cumulative Abnormal Returns-CAR) aşağıdaki formüller yardımıyla hesaplanmıştır.²⁹⁴

$$BHAR = \prod_{t=1}^T [1 + G_t] - \prod_{t=1}^T [1 + (G_{e,t})]$$

$$CAR = \sum_{t=1}^T [G_t - (G_{e,t})]$$

BHAR = Elde tutma anormal getirileri

CAR =Kümülatif anormal getiriler

G_t = t ayına ait getiri

$G_{e,t}$ = t ayına ait beklenen getiri (endeksin getirisi)

4. 4. 1. Araştırmada Kullanılan Veriler

Bu araştırmada, 1997-2005 yılları arasında İMKB'de işlem gören ve SPK izniyle satın alma faaliyetinde bulunmuş olan firmalar incelenmiştir. Örneklem olarak toplam 70 firma belirlenmiştir. Ancak bunlardan Çanakkale Çimento A.Ş.'nin 31.07.1996 yılında Akçimento A.Ş.'yi satın alması işleminin İMKB Ulusal Tüm Endeksinin hesaplandığı

²⁹³ Turan, Yılmaz, s. 98.

²⁹⁴ B. M. Barber,; J. D. Lyon, p. 360.

1997 yılından önce gerçekleşmesi bu satın alma işleminin kapsam dışında bırakılmasına sebep olmuştur. Ayrıca 1997 yılından sonra satın alma işlemi gerçekleştiren birçok firma İMKB’de işlem görmemesinden dolayı araştırmaya dahil edilememiştir. Bu firmaları da şu şekilde sıralayabiliriz;

- Yatırımlar Holding A.Ş.’nin Gözlük Sanayi A.Ş.’yi 23.03.2001 tarihinde satın alması
- Tabaş Petrolcülük A.Ş.’nin Turcas Petrolcülük A.Ş.’yi 09.09.1999 tarihinde satın alması
- Odöksan Osmaneli Döküm Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Bimtaş Bilimum İnşaat Malzemeleri A.Ş.’yi 20.09.1999 tarihinde satın alması
- Hür-Güç Gazetecilik A.Ş.’nin Ad Yayıncılık A.Ş.’yi 28.09.1999 tarihinde satın alması
- Köy-Tür Tavukçuluk Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Köy-Tür Elazığ/Köy-Tür Kayseri A.Ş.’yi 05.10.1999 tarihinde satın alması
- Işıklar İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Işıklar Bartın Tuğla Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.’yi 05.10.1999 tarihinde satın alması
- Pınar Un A.Ş.’nin Pınar Et A.Ş.’yi 20.04.2000 tarihinde satın alması
- Köytür Holding A.Ş.’nin Entaş Entegre Tavukçuluk A.Ş./Köy-Tür Pazarlama A.Ş./Köy-Tür Tavukçuluk A.Ş.’yi 10.08.2000 tarihinde satın alması
- Paper-Sabancı Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Omluksa Mukavva Sanayi ve Ticaret A.Ş.’yi 14.11.2001 tarihinde satın alması
- Kalkınma Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin tasfiye halindeki Kalkınma Holding A.Ş./ Betonsan Konut Sanayi ve Ticaret A.Ş.’yi 14.02.2002 tarihinde satın alması
- Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Bayraklı Boya ve Vernik Sanayi A.Ş.’yi 21.03.2002 tarihinde satın alması
- Rant Finansal Kiralama A.Ş.’nin Tekstil Finansal Kiralama A.Ş.’yi 26.07.2002 tarihinde satın alması
- Tat Konserve Sanayi A.Ş.’nin Maret Marmara Besicilik ve Et Sanayi ve Ticaret A.Ş.’yi 19.06.2003 tarihinde satın alması

- Ülker Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Anadolu Gıda Sanayi A.Ş.'yi 21.11.2003 tarihinde satın alması
- Üretim Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Beyyem Beypazarı Yem Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi 22.10.2004 tarihinde satın alması
- Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi 01.11.2005 tarihinde satın alması

Doğan Gazetecilik A.Ş.'nin Milliyet Gazetecilik A.Ş. / Simge Yayıncılık ve Dağıtımcılık A.Ş.'yi satın alması ve Deba Denizli Basma ve Boya Sanayi A.Ş.'nin Pimaş Tekstil Pazarlama İthalat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'yi satın alması hisseler işleminden kaktığı için kapsam dışında bırakılmıştır. Kombassan İnşaat Tarım ve Sanayi İşletmeleri A.Ş.'nin Kombassan Holding A.Ş.'yi satın alması, Akbank T.A.Ş.'nin Ak Uluslararası Bankası A.Ş.'yi satın alması, Koç Holding A.Ş.'nin Kav Danışmanlık Pazarlama ve Ticaret A.Ş.'yi satın alması, Türkiye Garanti Bankası A.Ş.'nin Ana Konut Danışmanlık A.Ş.'yi satın alması ve Migros Türk T.A.Ş.'nin Tansaş Perakende Mağazacılık T.A.Ş.'yi satın almasında ise SPK'dan elde edilen veriler incelendiğinde birleşme bilgilerinin yer almadığı görülmüştür. Ayrıca Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş.'nin Tütaş Türk Turizm A.Ş.'yi 28.05.2004 tarihinde satın alması ve Üretim Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Beyyem Beypazarı Yem Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi 02.07.2004 tarihinde satın alması işlemleri de reddedildiği için araştırmaya dahil edilememiştir. Bunlara ilaveten Arçelik A.Ş.'nin Atılım Pazarlama A.Ş./Gelişim Pazarlama A.Ş./Türk Pazarlama A.Ş.'yi 16.12.1999 tarihinde satın alması işlemi Arçelik A.Ş.'nin 6 ay öncesinde başka bir satın alma işlemi gerçekleştirmesinden dolayı araştırma kapsamına dahil edilememiştir. Arçelik A.Ş.'nin Ardem A.Ş.'yi 15.06.1999 tarihinde satın alması işleminde de bir sonraki satın almanın etkilerini içermemesinden dolayı 6 aylık veriler dikkate alınmıştır.

Tüm bu bilgiler ışığında araştırmada değerlendirilen satın alma işlemleri, birleşmede kullanılan yöntemler ve birleşmeye ilişkin SPK karar tarihleri ilerleyen sayfalardaki tablolarda gösterilmiştir;

Tablo 4.1. Çalışmaya Dahil Edilen Firmalar

	Satın Alan Firma Adı	Satın Alınan Firma Adı	Birleşmede Kullanılan Yöntem	SPK Karar Tarihi
1	KCHOLD	Koç Yatırım A.Ş.	Özkaynak	04.07.1997
2	TOFAŞ	Opar Otomotiv A.Ş.	Özkaynak	30.10.1997
3	AKCNS	Betonsa A.Ş.	Özkaynak	26.03.1998
4	ÇMRA	Baksan Kağıt A.Ş./Elsan Kağıt A.Ş.	Özkaynak	05.06.1998
5	SABAH	Bugün Yayıncılık A.Ş.	Özkaynak	10.09.01998
6	ARC	Ardem A.Ş.	Özkaynak	15.06.1999
7	OTOKR	Otokar Pazarlama A.Ş.	Özkaynak	30.06.1999
8	KRDS	Dusa A.Ş.	Özkaynak	12.08.1999
9	MERKO	Frumiks A.Ş./Sultanköy Gıda Sanayi A.Ş.	Rayiç Bedel	21.12.1999
10	ERCYS	Güney Biracılık/Ege Biracılık/Anadolu Biracılık	Borsa Fiyatı	11.05.2000
11	ANACM	Topkapı Şişe Sanayi A.Ş.	Rayiç Bedel	13.06.2000
12	AYGAZ	Gaz Aletleri A.Ş.	Rayiç Bedel	04.01.2001
13	TOAŞO	Tofaş Oto Ticaret A.Ş.	Özkaynak	19.04.2001
14	KCHOLD	Bursa Oto A.Ş./Ege Oto A.Ş./Egemak Ege Makine ve Tic. A.Ş./Günoto Güney Otomobil Ticaret A.Ş./İstanbul Oto A.Ş./Kuzey Motorları Tic. Ve San. A.Ş./Samoto Otomobil Ticaret A.Ş./Standart Motor Otomotiv Tic. A.Ş./Ormak Orta Anadolu Mak. Ve Tic. A.Ş.Otoan Otomobil	Özkaynak	15.06.2001
15	BSPRO	BSH Grünberg Ev Aletleri Ticaret A.Ş., Profilo Dağıtım A.Ş., BSH Ev Aletleri Ticaret A.Ş.	Özkaynak	24.08.2001
16	GARAN	Osmanlı Bankası A.Ş.	Net Aktif Değer	29.11.2001
17	TKBNK	Sinai Yatırım Bankası A.Ş.	Net Aktif Değer	15.03.2002
18	AKCNS	Agregasa Agresa Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	10.05.2002
19	ENKAİ	Enka Holding Yatırım A.Ş.	Özkaynak	21.06.2002
20	FFKRL	Finans Deniz Finansal Kiralama A.Ş.	Özkaynak	28.08.2002
21	YAZIC	Yazsan Sinai Yatırım Ticaret A.Ş.	-	27.06.2002
22	TİRE	Bomsaş Mukavva Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Rayiç Bedel	02.08.2002
23	TANSAŞ	Atı Dış Ticaret Turizm Yatırım ve Pazarlama A.Ş.	Özkaynak	12.07.2002
24	GUBRF	Gübre T.A.Ş./Gübre Pazarlama ve Terminalcilik A.Ş.	Özkaynak	19.09.2002
25	OTOKR	İstanbul Fruehauf Taşıt Araçları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	04.10.2002

	Satın Alan Firma Adı	Satın Alınan Firma Adı	Birleşmede Kullanılan Yöntem	SPK Karar Tarihi
26	ASUZU	Otopar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-	17.01.2003
27	KRTEK	Karsu Konfeksiyon Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	-	27.12.2002
28	PTOFS	İş Doğan Petrol Yatırımları A.Ş.	-	24.12.2002
29	NİGDE	Oysa İskenderun Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-	24.01.2003
30	GLMDE	Ege Yatırım Menkul Değerler A.Ş./Bayındır Menkul Değerler A.Ş.	Özkaynak	04.07.2003
31	FINBN	Fiba Bank A.Ş.	Net Aktif Değer	28.03.2003
32	KENT	Birlik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	06.11.2003
33	MILYT	Simge Yayıncılık ve Dağıtım A.Ş.	Özkaynak	21.11.2003
34	MAALT	Tütaş Türk Turizm A.Ş.	-	28.05.2004
35	BRSAN	Mannesmann Boru Endüstrisi T.A.Ş.	Özkaynak	22.10.2004
36	BSPRO	BSH PEG Beyaz Eşya Servis A.Ş.	Özkaynak	03.11.2004
37	DUROF	Duran Makine İmalat ve Ticaret A.Ş., Doğan Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş./Doğan Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	11.02.2005
38	DOGUB	Doğuser Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	25.02.2005
39	ACIB	Acıbadem Kanser Merkezi A.Ş., Acıbadem Bursa Hastanesi A.Ş.	Özkaynak	11.02.2005
40	PINSU	Marmara Su ve Meşrubat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-	27.05.2005

4. 4. 2. Araştırmanın Hipotezi ve Verilerin Analiz Edilmesi

Bu çalışmada verileri analiz etmek için SPSS 10.0 for Windows programı kullanılmıştır. Çeşitli ödeme yöntemlerini kullanan firmaların satın alma sonrası elde tutma anormal getirileri ve kümülatif anormal getirilerini incelemek üzere istatistiki analizler yapılmıştır. Ayrıca İMKB' den ve SPK 'dan elde edilen veriler Microsoft Office Excel Programı'na aktarılmış, gerekli formüller kullanılarak hesaplamalar yapılmış ve bu veriler SPSS programına aktararak ilgili testlere tabi tutulmuştur.

Bu çalışmada incelenen 40 firma; özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı olmak üzere toplam dört ayrı yöntem kullanmışlardır. Araştırmada, çeşitli ödeme yöntemlerini kullanan firmaların satın alma sonrası elde tutma anormal getiri

ortalamlarının ve kümülatif anormal getiri oranı ortalamlarının bir farklılık gösterip göstermediği varyans analizi (ANOVA) ile araştırılmıştır. Varyans analizi, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin ortaya konması amacıyla yapılmaktadır. Başka bir ifadeyle, değişik ana kitle ortalamlarının farklı olup olmadığının istatistiksel olarak test edilmesini sağlayan bir analiz türüdür.²⁹⁵ Bu araştırmada bağımsız değişken olarak birleşmede kullanılan ödeme yöntemleri dikkate alınmıştır. Bir diğer değişken olarak piyasa değeri/defter değerine göre anormal getirilerin karşılaştırılması düşünülmüş ancak 2000 yılından önceki piyasa değeri/defter değeri verilerine ulaşamadığından tek bir bağımsız değişken tanımlanabilmiş ve tek yönlü ANOVA testi uygulanmıştır.

Araştırmanın temel hipotezi, farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmaların elde tutma anormal getiri oranı ortalamlarının birbirinden farklı olduğu ve farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmaların kümülatif anormal getiri oranı ortalamlarının birbirinden farklı olduğudur. Buna göre genel olarak hipotezleri şu şekilde tanımlayabiliriz;

Sıfır Hipotezi (H_0) : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların anormal getiri oranı ortalamları birbirine eşittir.

Araştırma Hipotezi (H_1) : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların anormal getiri oranı ortalamları birbirinden farklıdır.

Bu hipotezleri her bir elde tutma anormal getiri oranı ortalaması ve her bir kümülatif anormal getiri oranı ortalaması için ayrı ayrı tanımlayacak olursak;

1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

²⁹⁵ Mahir Nakip, **Pazarlama Araştırmaları, Teknikler ve (SPSS Destekli) Uygulamalar**, 1. Baskı, Seçkin Yayınları, Ekim 2003, s. 351.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

1 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması için;

H_0 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirine eşittir.

H_1 : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması birbirinden farklıdır.

4. 5. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Satın alan firmaların satın alma sonrası elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları, kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları, standart sapmaları ve değişim katsayıları Tablo 4.2.'de gösterilmiştir;

Tablo 4.2. Getirilerin Ortalamaları, Standart Sapmaları ve Değişim Katsayıları

Getiriler	Ortalama	Standart Sapma	Değişim Katsayısı
1 aylık elde tutma anormal getiri oranı	0,0500	0,1660	3,3198
3 aylık elde tutma anormal getiri oranı	0,0566	0,2530	4,4699
6 aylık elde tutma anormal getiri oranı	0,0193	0,3810	19,7872
1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı	0,0586	0,6687	11,4185
2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı	-0,1182	1,0578	-8,9472
1 aylık kümülatif anormal getiri oranı	0,0500	0,9496	18,9894
3 aylık kümülatif anormal getiri oranı	0,6956	0,2389	0,3435
6 aylık kümülatif anormal getiri oranı	0,0108	0,3276	30,2639
1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı	0,0461	0,5198	11,2701
2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı	0,1041	0,5895	5,6631

Bu bilgilere dayanarak, en fazla sapmanın 30,2639 değişim katsayısıyla 6 aylık kümülatif anormal getiri oranında, en az sapmanın ise 0,3435 değişim katsayısıyla 3 aylık kümülatif anormal getiri oranında gerçekleştiği söylenebilir.

Ayrıca yatırımcıların sadece 2 yıllık elde tutma anormal getirileri açısından negatif tepki gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yani yatırımcılar, satın alan firmanın hisselerini 2 yıldan daha az süre elde tutarak anormal getiri sağlayabileceklerini düşünmektedirler. Bunun haricindeki tüm dönemlerde satın alan firma hisselerinin, karşılaştırmaya tabi tutulan İMKB Ulusal Tüm Endeksi'nden daha fazla getiri sağladığı sonucuna ulaşılabilir.

Satın alma sonrası elde edilen anormal getiri ortalamalarının anlamlı olup olmadığını belirlemek için **t testi** uygulanmıştır. Bu test için tanımlanan genel hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$H_0 : \mu = 0 \text{ (Anormal getiri oranı ortalamaları 0'a eşittir.)}$$

$$H_1 : \mu \neq 0 \text{ (Anormal getiri oranı ortalamaları 0'a eşit değildir.)}$$

Tablo 4. 3. Anormal Getirilerle İlgili t Testi Sonuçları

ANORMAL GETİRİLER	t Değerleri	Olasılıklar
1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	1,905	0,064*
3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	1,397	0,170
6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	0,316	0,754
1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	0,533	0,598
2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	-0,612	0,545
1 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	1,905	0,064*
3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	1,603	0,117
6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	0,206	0,838
1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	0,540	0,593
2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	0,951	0,350

* = 0,10 anlam düzeyi, ** = 0,05 anlam düzeyi, *** = 0,01 anlam düzeyi

Bu analiz sonucunda firmaların 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları için H_0 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Yani firmaların 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamalarının 0'a eşit olduğu, yani bu getiri oranı ortalamalarının istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılabilir. Ancak 1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması için H_1 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Satın alan firmaların satın alma sonrası 1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalamasının 0'dan farklı olduğu, aradaki farklılığın 0,10 anlam düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılabilir.

3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları için H_0 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Yani firmaların 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamalarının 0'a eşit olduğu, yani bu getiri oranı ortalamalarının istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılabilir. Ancak 1 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması için H_1 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Satın alan firmaların satın alma sonrası 1 aylık kümülatif anormal getiri

oranı ortalamasının 0'dan farklı olduğu, aradaki farklılığın 0,10 anlam düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılabilir.

Farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmaların elde tutma anormal getiri oranı ortalamalarının birbirinden farklı olduğu ve farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmaların kümülatif anormal getiri oranı ortalamalarının birbirinden farklı olduğunu test etmek amacıyla da **ANOVA testi** uygulanmıştır. Bu test için tanımlanan genel hipotezler aşağıdaki gibidir;

H₀ : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşittir.

H₁ : Özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların anormal getiri oranı ortalamaları birbirinden farklıdır. ANOVA testi sonuçları bir sonraki sayfada yer alan tabloda gösterilmiştir.

Tablo 4.4. Anormal Getiriler ve Ödeme Yöntemleriyle İlgili ANOVA Testi Sonuçları

ANORMAL GETİRİLER	ÖDEME YÖNTEMLERİ	
	F Değerleri	Olasılıklar
1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	1.158	0,343
3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	0,062	0,980
6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	0,133	0,940
1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	0,291	0,832
2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması	2,638	0,075*
1 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	1,158	0,343
3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	0,280	0,839
6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	0,529	0,666
1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	1,210	0,324
2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması	1,505	0,241

* = 0,10 anlam düzeyi, ** = 0,05 anlam düzeyi, *** = 0,01 anlam düzeyi

Bu analiz sonucunda özkaynak, rayiç bedel, net aktif değer ve borsa fiyatı yöntemlerini kullanan firmaların 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları için H_0 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Yani farklı ödeme yöntemlerinin kullanılması, firmaların 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları açısından bir farklılık yaratmamıştır. Ancak 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması, farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmalar açısından farklılık göstermektedir. Burada H_1 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Aradaki farklılığın 0,10 anlam düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılabilir.

Farklı ödeme yöntemlerinin kullanılması, firmaların 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları açısından da bir farklılık yaratmamıştır. Bunun sonucunda da H_0 hipotezleri reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Dolayısıyla ilgili dönemler için satın almaların anormal getiri oranlarına yol açmadığı söylenebilir.

Satın alan firmalar, satın alma sonucu anormal getirilerini 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık dönemler itibariyle hesaplamak için iki yöntem kullanılmıştır. Bunlar elde tutma anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileridir. Satın alma sonrası getirilerin, uygulanan iki hesaplama yöntemi bakımından farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere **iki ana kitle ortalaması arasındaki fark için t testi** uygulanmıştır. Elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları için “BHAR”, kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları için “CAR” simgeleri kullanılmıştır. Bu test için belirlenen genel hipotezler şu şekildedir;

$H_0 : \mu_{BHAR} = \mu_{CAR}$ (Elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşittir.)

$H_1 : \mu_{BHAR} \neq \mu_{CAR}$ (Elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşit değildir.)

1 aylık dönem için elde tutma anormal getiri oranı ile 1 aylık kümülatif anormal getiri oranı arasında bir farklılık yoktur. Çünkü elde tutma anormal getiri oranını hesaplamada kullanılan formül ile kümülatif anormal getiri oranını hesaplamada kullanılan formül 1 ay için aynıdır. Bu açıdan hipotezleri test etmeye 3 aylık dönemler itibariyle başlanmıştır.

3 aylık dönem için belirlenen hipotezler şu şekildedir;

H₀ : $\mu_{\text{BHAR},3 \text{ ay}} = \mu_{\text{CAR},3 \text{ ay}}$ (3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşittir.)

H₁ : $\mu_{\text{BHAR},3 \text{ ay}} \neq \mu_{\text{CAR},3 \text{ ay}}$ (3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşit değildir.)

Bu hipotezlerle ilgili t testi sonuçları Tablo 4.5.'deki gibidir;

Tablo 4.5. 3 Aylık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları

	t değeri	olasılık
3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması, 3 aylık kümülatif getiri oranı ortalaması	-0,484	0,631

3 aylık anormal getiri oranı ortalamaları için H₀ hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Yani 3 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması ile 3 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılabilir.

6 aylık dönem için belirlenen hipotezler şu şekildedir;

H₀ : $\mu_{\text{BHAR},6 \text{ ay}} = \mu_{\text{CAR},6 \text{ ay}}$ (6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşittir.)

H₁ : $\mu_{\text{BHAR},6 \text{ ay}} \neq \mu_{\text{CAR},6 \text{ ay}}$ (6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşit değildir.)

Bu hipotezlerle ilgili t testi sonuçları Tablo 4.6.'daki gibidir;

Tablo 4.6. 6 Aylık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları

	t değeri	olasılık
6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması, 6 aylık kümülatif getiri oranı ortalaması	0,362	0,720

6 aylık anormal getiri oranı ortalamaları için H_0 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Yani 6 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması ile 6 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılabilir.

1 yıllık dönem için belirlenen hipotezler şu şekildedir;

$H_0 : \mu_{BHAR,1\text{ yıl}} = \mu_{CAR,1\text{ yıl}}$ (1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşittir.)

$H_1 : \mu_{BHAR,1\text{ yıl}} \neq \mu_{CAR,1\text{ yıl}}$ (1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşit değildir.)

Bu hipotezlerle ilgili t testi sonuçları Tablo 4.7.'deki gibidir;

Tablo 4.7. 1 Yıllık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları

	t değeri	olasılık
1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması, 1 yıllık kümülatif getiri oranı ortalaması	0,251	0,803

1 yıllık anormal getiri oranı ortalamaları için H_0 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Yani 1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması ve 1 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılabilir.

2 yıllık dönem için belirlenen hipotezler şu şekildedir;

$H_0 : \mu_{BHAR,2\text{ yıl}} = \mu_{CAR,2\text{ yıl}}$ (2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşittir.)

$H_1 : \mu_{BHAR,2\text{ yıl}} \neq \mu_{CAR,2\text{ yıl}}$ (2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları birbirine eşit değildir.)

Bu hipotezlerle ilgili t testi sonuçları Tablo 4.8.'deki gibidir.

Tablo 4.8. 2 Yıllık Getiri Oranı Ortalamalarıyla İlgili t Testi Sonuçları

	t değeri	olasılık
2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması, 2 yıllık kümülatif getiri oranı ortalaması	-1,671	0,105

2 yıllık anormal getiri oranı ortalamaları için H_0 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Olasılık değeri düşük olmasına rağmen 0,10 anlam düzeyinde dahi kabul edilebilir düzeyde değildir. Bu açıdan, 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalaması arasında istatistiki olarak anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılabilir.

SONUÇ

Teknolojik gelişmeler ve gittikçe artan global rekabetle daralan kâr marjları firmaları büyümeye yönlendirmiştir. Bu faktörlere ilaveten sinerji yaratma, yetenekli yönetime sahip olma, ölçek ekonomilerinden ve vergi avantajlarından yararlanma, çeşitlendirmeye riski azaltma gibi nedenlerden dolayı firmalarda birleşme ve satın alma eğilimleri artmıştır. Birleşme, iki veya daha fazla firmanın varlıklarını ve borçlarını birleştirerek tek bir firma halinde faaliyetlerini sürdürmeleridir. Birleşme işlemi sonucunda bir firmanın tüzel kişiliği devam ederken, diğer bir firmanın tüzel kişiliği son bulur ya da her iki firmanın da tüzel kişiliği sona erdirilerek yeni bir tüzel kişilik kurulur. Bazen birleşme, bir hedef firma belirlenmesi ve o firmanın dolaşımdaki hisse senetlerinin satın alınması şeklinde de gerçekleşebilir. Buna “satın alma” denilmektedir. Ancak literatürde birleşme ve satın alma kavramları iç içe geçmiş durumdadır. Bu çalışmada da birleşme ve satın alma kavramları birlikte kullanılmıştır. Birleşmeler, yatay, dikey, karma, coğrafi birleşmeler şeklinde sınıflandırılabilirdiği gibi, iyi niyetli, birleşmeler, aleni alım teklifleri veya düşmanca birleşmeler şeklinde de sınıflandırılmaktadır. Birleşmelerin başarısı çeşitli nitel, nicel ve finansal faktörlere bağlı olarak değişmektedir.

Sermaye piyasalarında etkinliğin ve güvenin sağlanması firma değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesine ve bulunan değer gerçeği yansıtmasına bağlıdır. Sermaye piyasalarının bu hızlı gelişimine bağlı olarak şirket birleşmelerinin ve satın almaların artması firma sahiplerini ve yatırımcıları firma değerini doğru bir şekilde tespit etmeye yönlendirmiştir.

Birleşmelerde veya satın almalarda firma değerinin belirlenmesi, işletmenin devamlılığını açısından oldukça önemlidir. Özellikle satın alınacak hedef firmaya yapılacak fiyat teklifinde, firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi ve gerçeği yansıtması oluşacak

sinerjiyi, dolayısıyla birleşmenin başarısını etkileyen en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Firma değerinin tespitinde birçok faktör dikkate alınmaktadır. Bunlar; işletmenin mevcut varlık ve sermaye yapısı, kullanılan sermayenin maliyeti, bu maliyeti minimum kılacak borç ve öz kaynak bileşimi, firma faaliyetleriyle ve yönetim süreciyle ilgili unsurlar, temettü politikaları, asimetrik bilgi ve firmanın entelektüel sermayesi olarak sıralanabilir. Beyin gücü olarak bilinen entelektüel sermaye, küreselleşen dünyada firmaların sadece maddi güçleriyle değil, ürettikleri bilgi ve teknoloji ile değer yaratıp, gerçek güç haline gelebilmelerini ifade etmektedir. Bu açıdan entelektüel sermaye de firma değerinin tespitinde üzerinde durulması gereken önemli bir konudur.

Firma değerinin belirlenmesinde temel olarak iki yöntem uygulanmaktadır. Bunlar; indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve fiyat katsayıları yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımlarını esas alan değerlendirme yöntemleri, satış hacmi ve büyüme oranlarının, faaliyetle ilgili giderlerin, işletme sermayesi ve sabit yatırım tutarının, sermaye maliyeti gibi birçok faktörün yıllar itibarıyla tahmin edilmesini, bu tahminlerin açık bir şekilde ortaya konulmasını ve elde edilen bilgilerin gerçekçi olmasını gerektirmektedir. Tahminlerde yapılan hataların firma değerinde önemli değişikliklere yol açması nedeniyle bu yöntemin kullanılmasında analistlerin yaklaşımı oldukça önemlidir. Fiyat katsayılarını esas alan değerlendirme yöntemleri, uygulamada sıkça kullanılmaktadır. Bu yöntemler muhasebe temeline dayalı yöntemlerdir. Bu yöntemlerin kullanılması pek çok faktörün tahmin edilmesini gerektirmez, mevcut bilgilerle firma değeri tespit edilmeye çalışılır. Bu yüzden hesaplanması çok çabuk ve kolaydır. Ancak bir çok faktörü gözardı etmektedir. Firma değerinin belirlenmesinde kullanılan bir diğer yöntem de ekonomik katma değer yöntemidir. Yabancı literatürde Economic Value Added (EVA) şeklinde tanımlanmaktadır. EKD, genel olarak işletmenin bir dönem içinde, sahip olduğu kaynakları kullanarak yarattığı değeri hesaplamayı amaç edinir. İşletme faaliyetleri açısından bakıldığında, işletme faaliyetlerindeki farklılaşmalar EKD'nin kullanımını yaygınlaştırmaktadır. Firma değerlemesinde kullanılan bu yöntemlerin birbirlerine göre kuvvetli ve zayıf yanları bulunmaktadır. Bu nedenle uygulamada bu yöntemler genellikle birlikte uygulanmaktadır. Ancak, indirgenmiş nakit akımları yöntemleri, çok tahmin yapmayı ve profesyonel bilgi düzeyini gerektirse de firma değerini en doğru şekilde tespit eden yöntemdir.

Literatürde yapılan çalışmalarda, bazı birleşmelerin satın alan, bazı birleşmelerin ise satın alınan firma hissedarları açısından daha kârlı olduğu belirlenmiştir. Birleşme sonrası getiriler, satın alma türüne ve ödeme şekline bağlı olarak da değişmektedir. Yapılan araştırmalarda, satın alma işleminin birleşme şeklinde yapılması halinde getirilerin negatif olduğu, aleni alım teklifi şeklinde yapılması halinde ise pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca ödemenin nakitle finanse edilmesi durumunda pozitif getiri elde edildiği, hisse senedi ile finanse edilmesi durumunda ise negatif getiri elde edildiği belirlenmiştir.

Araştırmanın uygulama kısmında, 1997-2005 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve SPK izniyle satın alma faaliyetinde bulunmuş 40 firma incelenmiştir. Bu firmaların satın alma sonrası 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık dönemler itibarıyla elde tutma anormal getirileri ile kümülatif anormal getirileri hesaplanmıştır. İlgili dönemler için elde tutma anormal getiri oranları ile kümülatif anormal getiri oranlarının ortalamaları, standart sapmaları ve değişim katsayıları hesaplanmıştır. Bunun sonucunda en fazla sapmanın 30,2639 değişim katsayısıyla 6 aylık kümülatif anormal getiri oranında, en az sapmanın ise 0,3435 değişim katsayısıyla 3 aylık kümülatif anormal getiri oranında gerçekleştiği görülmüştür. Ayrıca yatırımcıların sadece 2 yıllık elde tutma anormal getirileri açısından negatif tepki gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Yani yatırımcılar, satın alan firmanın hisselerini 2 yıldan daha az süre elde tutarak anormal getiri sağlayabileceklerini düşünmektedirler. Bunun haricindeki tüm dönemlerde satın alan firma hisselerinin, karşılaştırmaya tabi tutulan İMKB Ulusal Tüm Endeksi’nden daha fazla getiri sağladığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Satın alma sonrası elde edilen anormal getiri ortalamalarının anlamlı olup olmadığını belirlemek için t testi uygulanmıştır. Bu testin sonuçlarına göre, firmaların 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ile 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları 0’a eşit olduğu, yani bu getiri oranı ortalamalarının istatistiki olarak anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Ancak 1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması ve 1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması için H_1 hipotezi reddedilememiş(kabul edilmiş)tir. Satın alan firmaların satın alma sonrası 1 aylık elde tutma anormal getiri oranı ortalaması ile 1 aylık kümülatif anormal getiri oranı ortalamasının 0’dan farklı olduğu, aradaki farklılığın 0,10 anlam düzeyinde istatistiki olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Satın alan firmalar birleşmelerde ödeme yöntemi olarak 4 farklı yöntem kullanmaktadırlar. Bu yöntemler; özkaynak, rayiç bedel, net aktif değeri ve borsa fiyatı yöntemleridir. Farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmaların elde tutma anormal getiri oranı ortalamalarının birbirinden farklı olduğu ve farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmaların kümülatif anormal getiri oranı ortalamalarının birbirinden farklı olduğunu test etmek amacıyla da ANOVA testi uygulanmıştır. Bu testin sonuçlarına göre, farklı ödeme yöntemlerinin kullanılması, firmaların 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamaları ile 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranı ortalamaları açısından bir farklılık yaratmamıştır. Sadece 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamalarının, farklı ödeme yöntemlerini kullanan firmalar açısından farklılık gösterdiği belirlenmiştir.

Satın alan firmalar, satın alma sonucu anormal getirilerini 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık dönemler itibarıyla hesaplamak için iki yöntem kullanılmıştır. Bunlar elde tutma anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileridir. Satın alma sonrası getirilerin, uygulanan iki hesaplama yöntemi bakımından farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere “iki ana kitle ortalaması arasındaki fark için t testi” uygulanmıştır. Bu testin sonucunda kullanılan bu yöntemlerin, 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık dönemler itibarıyla firmaların getiri oranları ortalamalarında bir farklılık yaratmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak, birleşmelerin beklenenin tersine satın alan firma açısından bir anormal getiri yaratmadığı söylenebilir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Akgüç, Öztin;

Finansal Yönetim, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 17, İstanbul 1998

Aksoy, Ahmet;

İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Kitabevi Yayınları, Ankara 1993

Berk, Niyazi;

Finansal Yönetim, 4. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999

**Block, Stanley B;
Geoffrey A. Hirt**

Foundations of Financial Management,
Fifth Edition, Irwin, Texas 1989

**Brealey, Richard A;
Stewart C. Myers**

Principles of Corporate Finance,
Fifth Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc., USA 1996

**Brealey, Richard A;
Steward C. Myers
Alan J. Marcus**

İşletme Finansının Temelleri,
(Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul 1997

Ceylan, Ali;

İşletmelerde Finansal Yönetim, 6. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 2000

**Copeland, Tom;
Tim Koller, Jack Murrin**

**Valuation - Measuring and
Managing The Value of Companies,** Second Edition, McKinsey & Company Inc., USA 1994

Demir, Gülten Sevhan;

Asya Krizi ve IMF, Der Yayınevi, İstanbul 1999

- Eren, Erol;** **İşletmelerde Stratejik Yönetim ve İşletme Politikaları,** Der Yayınları, İstanbul 1997
- Ernst & Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.;** **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2003 Raporu,** Ocak 2004
- Gönenli, Atilla;** **İşletmelerde Finansal Yönetim,** 6.Baskı, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul 1988
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası;** **İMKB Şirketleri Aylık Fiyatlar ve Getiriler,** Cilt II, 1986-2001
- Nakip, Mahir ;** **Pazarlama Araştırmaları, Teknikler ve (SPSS Destekli) Uygulamalar,** 1. Baskı, Seçkin Yayınları, Ekim 2003
- Özdemir, Muharrem;** **Finansal Yönetim,** 2. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1999
- Palepu, Krishna G.;** **Business Analysis & Valuation,** First Edition, South- Western College Publishing, 1996
- Victor L. Bernard,**
Paul M. Healy
- Sağmanlı, Metin;** **Şirket Değerleme (Teori ve Pratik Uygulama),** 2. Baskı, İstanbul 2001
- Sarıkamış, Cevat;** **Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma-Şirket Birleşmeleri,** 1. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul 2003

- Tevfik, Arman;** **Gürman Tevfik Simülasyon Yaklaşımıyla Hisse Senedi Değerlemesi ve Etkin Portföylerin Oluşturulması**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 56, Ankara 1997
- Türko, Metin;** **Finansal Yönetim**,1. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul 1999
- Üreten, Akyan;** **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**,1.Baskı, Gazi Kitabevi Yayınları, Ankara 2000
- Metin Kâmil Ercan**
- Yasaman, Hamdi;** **Anonim Ortaklıkların Birleşmesi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 205, Ankara 1987

MAKALELER

- Activeline;** “M & A Anlaşmaları Hız Kesti”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Ocak 2002, s. 1
- Agrawal, Anup;** “Do Takeover Targets Underperform? Evidence From Operating and Stock Return’s”, **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, Vol: 38, No: 4, 2003, pp. 721-735
- Jeffrey F. Jaffer**
- Agrawal, Anup; Jeffrey F. Jaffe;** “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of An Anomaly”, **Journal of Finance** 47, 1992, pp. 1605-1621
- Gershon N. Mandelker**

- Antoniou, Antonios; Huainan Zhao;** “Long-Run Post Takeover Stock Returns: The Impact of Overlapping Return, Takeover Premium and Method of Payment”, **Centre For Empirical Research in Finance**, 14 January 2004
- Asquith, Paul;** “Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns”, **Journal of Financial Economics**, 11,1983, pp. 51-84
- Asquith, Paul; Robert F. Bruner, David W. Mullins,** “The Gains To Bidding Firms From Mergers”, **Journal of Financial Economics** 11, 1983, pp. 121-139
- Aydın, Nurhan;** “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, ss. 193-211
- Aydın, Nurhan;** “İşletme Birleşmelerinde İşletme Değerinin Belirlenmesi”, **Anadolu Üniversitesi Afyon İİBF Dergisi**, 1989, ss. 129-150
- Ayhan, Doğan Y.;** “İşletmelerde Bir Birleşme Biçimi: Franchising (İmtiyaz) Sistemi ve Önemi”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 3, ss. 81-96
- Barbee, William C. Jr.;** “Do Sales-Price and Dept-Equity Explain Stock Returns Better Than Book- Market and Firm Size?”, **Financial Analysts Journal**, March/April 1996, 56, 2, ss.56-60
- Mukherji, Sandip;**
- Raines, Gary A.**

Barber, B. M.; J. D. Lyon;

“Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics”, **Journal of Financial Economics**, 41, 1996, pp. 359-400

Barber, B. M.; J. D. Lyon;

“Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics”, **Journal of Financial Economics**, 43, 1997, pp. 341-372

**Bekçioğlu, Selim; Mustafa Öztürk;
Yusuf Kaderli**

“Kurulan İşbirliklerinin İMKB’ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 21, Ocak 2004, ss. 43-48

Borgonovo, E.; L. Peccati;

“Sensitivity Analysis In Investment Project Evaluation”, **International Journal of Production Economics**, Vol: 90, Issue: 1, July 2004, pp. 17-25

Bozkuş, Fatoş; Alev Belviranlı;

“Yabancılar, Türkiye’de Şirket Peşinde”, **Ekonomist**, Yıl: 14, Sayı: 2004 / 11, 14-20 Mart 2004, ss. 18-23

- Byun, Jinho; Michael S. Rozeff ;** “Long-Run Performance After Stock Splits: 1927 to 1996”, **The Journal of Finance**, Vol: LVIII, No: 3, June 2003, pp. 1063-1085
- Camara, Don de; Punit Rengen;** “The Secrets of Successful Mergers: Dispatches From The Front Lines”, **Journal of Business Srtategy**, Vol: 25, No: 3, 2004, pp. 10-14
- Ceylan, Ali;** “Satın Alınacak Küçük Bir İşletmenin Değerlendirilmesi”, **Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması**, Yıl: 5, Sayı: 17, Mart 1983, ss. 65-73
- Çelik, Arzum Erken; Selçuk Perçin;** “Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Ekim 2000, ss. 111-118
- Çelik, Orhan;** “İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer [EKD] ve Türk Telekom A.Ş.’de Uygulanması”, **MÖDAV Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 1, Mart 2002, ss. 21-55
- Demir, Gülten Sevhan;** “Sermayenin Yoğunlaşma / Merkezileşmesi: Firma Birleşmeleri”, **İşletme ve Finans**, Yıl: 18, Sayı: 206, Mayıs 2003, ss. 60-80

- Dikmen, Birgül;** “Satılan, Birleşen, Halka Açılan veya Özelleştirilen Firmanın Değeri Nasıl Tespit Edilir?”, **Vergi Dünyası**, Yıl: 22, Sayı: 267, Kasım 2003, ss. 50-60
- Fama, E. F.; K. R. French ;** “The Cross-Section of Expected Stock Returns”, **Journal of Finance** **47**, 1992, pp. 427-465
- Franks, Julian; Robert Haris; Sheridan Titman** “The Post-Merger Share-Price Performance of Acquiring Firms”, **Journal of Financial Economics** **29**, pp. 81-96
- Gupta, Oliver; Göran Roos;** “Mergers and Acquisitions Through An Intellectual Capital Perspective”, **Journal of Intellectual Capital**, Vol: 2, No: 3, 2001, pp. 297-309
- Güleryüz, Feramuz;** “Değer Odaklı Yönetim”, **Asomedy**, Mart 2005, ss. 32-45
- Harper, John; Sylvette Cormeraie;** “Mergers, Marriages and After: How Can Training Help?”, **Journal of European Industrial Training**, Vol: 19, No: 1, 1995, pp. 24-29
- Jensen, M. ; W. Meckling;** “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and The Ownership-Structure”, **Journal of Financial Economics**, 1976, pp. 305-360

- Karan, M. Baha; Yaprak Ressamoğlu;** “Haftalık Borsa Dergilerindeki Uzman Görüşlerin Hisse Senetleri Performanslarına Etkileri”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 14, Sayı: 2, 1996, ss. 121-137
- Karapınar, Aydın;** “Şirket Birleşmeleri ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Yıl: 3, Sayı: 8, Ocak 2003, ss. 83-98
- Kishore, Rohit ;** “Discounted Cash Flow Analysis In Property Investment Valuations”, **Journal of Property Valuations&Investment**, Vol: 14, No: 3, 1996, pp. 63-70
- Korkmaz, Tuba Kale;**
Mine Akdeniz Özdemir “Ekonomik Katma Değer-EVA Nedir?”, **Active Dergisi**, Yıl: 2003, No:33, ss. 1-3
- Kutlan, Serhat ;** “Birleşme ve Devir Almalarda (Mergers&Acquisitions) Controlling”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, ss. 247-263
- Loughran, Tim; Anand M. Vijh ;** “Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?”, **The Journal of Finance**, Vol: LII, No: 5, December 1997, pp. 1765-1790

Malatesta, Paul H.;

“The Wealth Effect of Merger Activity and The Objective Functions of Merging Firms”, **Journal of Financial Economics**, 11, 1983, pp. 155-181

Marks, Mitchell Lee;

“Consulting In Mergers And Acquisitions”, **Journal of Organizational Change Management**, Vol: 10, No: 3, 1997, pp. 267-279

Meschi, Meloria M.;

“Analytical Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Survey”, **Research Papers In International Business**, pp. 5-97

Nguyen, Han; Brian H.Kleiner;

“The Effective Management of Mergers”, **Leadership&Organization Development Journal**, No: 24 / 8 (2003), pp. 447-454

Özbilen, Şevki ;

“Finansal Konsolidasyon ve Bankacılık Sektörüne Etkisi”, **Finans Dünyası**, Sayı: 150, Haziran 2002, ss. 43-45

Öztürk, R. Ceyda;

“Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, ss. 265-282

- Rau, P. Raghavendra ;Theo Vermaelen;** “Glamour, Value and The Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms”, **Journal of Financial Economics** **49**, 1998, pp. 223-253
- Sağlam, Necdet; Salim Şengel;** “Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, ss. 305-326
- Schadle, Martin;Helmut Pernsteiner;** “Finansal Açıdan İşletme Birleşmeleri”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), (Çev: Oğün Erdoğan), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, ss. 285-304
- Smiley, R.;** “Tender Offers, Transaction Costs and The Theory of The Firm”, **Review of Economics and Statistics**, 58, 1976, pp. 22-32
- Süel, Hasan;** “Şirket Değerlemesi”, **İşletme ve Finans**, Yıl: 10, Sayı: 117, Aralık 1995, ss. 52-56
- Şensoy, Necdet;** “Faaliyet Kaldırıcı ve Finansal Kaldırıcının Mali Tablolar Analizi Açısından İncelenmesi”, **Active**, Kasım-Aralık 2001, s. 1-10

Tanyılmaz, Kurtar;

“Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satın Almalar”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, ss. 687-703

Tekin, Abdullah;

“İşletmelerin İzledikleri Temettü Dağıtım Politikası-nın Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi**, Yıl: 1999, Sayı: 2, ss. 25-38

Tengilimoğlu, Dilaver; A.Hakan Çermikli;

“Sağlık Kuruluşlarında Rekabetçi Strateji Olarak Firma Birleşmeleri Konusunda Hastane Yöneticilerinin Görüşlerini Tespit Etmeye Yönelik Bir Alan Çalışması”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 20, Sayı: 2, ss. 171-186

Turan, Başak; Sibel Yılmaz;

“Avrupa Birliği’nde İşletme Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkileri, **VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, 22-25 Ekim 2003, ss. 87-107

Veng, C. Joe;

“Manager Incentive And Returns To Shareholders Of Acquiring Firms”, **Review of Business**, Vol: 19, No: 3, pp. 27-32

Vinten, Gerald;

“Employee Relations in Mergers and Acquisitions”, **Journal of Employee Relations**, Vol: 15, No: 4, 1993

**Wright, Peter; Mark Kroll;
Augustina Lado, Bannie Van Ness**

“The Structure of Ownership and Corporate Acquisition Strategies”, **Strategic Management Journal**, Vol: 23, No: 1, 2002, pp. 41-51

Yılgör, Ayşe Gül;

“Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlem-lerinin Finansal Çerçevesi”, **Şirket Birleşmeleri**, (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner), 1. Baskı, Alfa Yayınları, Ocak 2004, ss. 381-408

Yüksel, Aslı;

“Yeni Gündem: Banka Evlilikleri”, **Finans Dünyası**, Sayı 138, Haziran 2001, ss. 50-52

Zaman Gazetesi Ekonomi Servisi;

“Tekstilci Sanko, Auer’le Beyaz Eşyaya da Girdi”, **Zaman Gazetesi**, 7 Nisan 2006, s. 11

.....

“Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi”, **Asomedy**, Nisan 2003

.....

“Financials Aren’t The Whole Story In Raising Firm Value”, **Principals Report**, Vol: 3, No: 2, February 2003

DİĞER KAYNAKLAR

Ceyhan, Murat;

“Finansal Kaldıraç ve Bilançonun
Pasif Yapısı”,
www.alomaliye.com, Erişim Tarihi:
22.05.2005

Deldağ, Can;

“Başarılı Bir Birleşme İçin: Beklenti ve
Stratejiler Belirgin Olmalı...”,
www.insankaynaklari.com., Erişim
Tarihi: 14.10.2004

Dikbaş, Kadir ;

“Finansbank Satışının Hatırlattıkları”,
Zaman Gazetesi, 7 Nisan 2006, s. 9

Erdikler, Şaban ;

“Şirket Evlilikleri Geçen Yıl 1
Milyar Doların Al-tında Kaldı”, ”,
www.insankaynaklari.com., Erişim
Tarihi: 12.10.2004

insankaynaklari.com İçerik Ekibi;

“Şirket Birleşmeleri ve Satın
Almaları”,
www.insankaynaklari.com., Erişim
Tarihi: 12.10.2004

Holbeche, Linda;

“Başarılı Bir Birleşme İçin Etkin
İnsan
Kaynakları”,
www.insankaynaklari.com., Erişim
Tarihi: 15.10.2004

Kuşcuoğlu, Cumhur ;

“Birleşmeler Nasıl Gidiyor?”,
www.insankaynaklari.com., Erişim
 Tarihi: 14.10.2004

Şengören, Dicle;

“Ortak Bir Dil Geliştirebilmek...”,
www.insankaynaklari.com., Erişim
 Tarihi: 15.10.2004

Şirvan, Nesrin;

“Türk Bankacılık Sektöründe
 Birleşmeler Kaçınılmaz”,
www.iubam.org., Erişim Tarihi:
 20.02.2006

Toprak, Ziya;

**Türkiye Sermaye Piyasası 2001
 Raporu**

Tosuner, Nurten Erk;

“30,4 Milyon Dolarlık Evlilik
 Tamam, Yabancılar
 Türkiye’yi Keşfediyor”,
www.turkticaret.net., Erişim Tarihi:
 15.03.2006

Yeniay, Özer T.;

“Birleşmeler ve Devralmalar”,
<http://sistem.ie.metu.edu.tr> , Erişim
 Tarihi: 17.11.2004, s. 1-4

Zaman Gazetesi Ekonomi Servisi;

“Procter&Gamble, Gillette’i 57
 Milyar Dolara Satın Alacak”, **Zaman
 Gazetesi**, 29 Ocak 2005, s. 8

Zaman Gazetesi Ekonomi Servisi;

“Tekstilci Sanko, Auer’le Beyaz
 Eşyaya da Girdi”, **Zaman
 Gazetesi**, 7 Nisan 2006, s. 11

- “Birleşmeler Tamam, Şimdi Ne Yapacağız?”,
<http://www.btvizyon.com.tr>., Erişim Tarihi: 17.11.2004
- “Birleşmelerin Denetimi”,
www.europtr.org.tr., Erişim Tarihi: 12.11.2004
- “İndirgenmiş Nakit Akım Analizi”,
<http://www.geocities.com/sahbetk/temelrasyol.htm>
Erişim Tarihi: 06.06.2005
- “Karlar Artıyor, Şirket Evlilikleri Hızlanıyor”,
www.patronlardunyasi.com., Erişim Tarihi: 20.03.2006
- TTK 146.-147. MADDE,
<http://www.hukuki.net/kanun/>,
Erişim Tarihi: 12.06.2006
- “2004’te İlgi Düşük Oldu”,
<http://www.sabah.com.tr/2005/02/01/eko95.html>, Erişim Tarihi: 16.04.2006

www.imkb.gov.tr

www.spk.gov.tr

EKLER

BUGÜNKÜ DEĞER FAKTÖRÜ (BDF)
n Dönemi Sonundaki 1 TL'nin Bugünkü Değeri

$$BDF = \frac{1}{(1+i)^n}$$

n (Dönem)	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1	0.99010	0.98039	0.97067	0.96154	0.95238	0.94340	0.93458	0.92593	0.91743	0.90909	0.90090	0.89286	0.88496	0.87719	0.86957
2	0.98030	0.96117	0.94260	0.92456	0.90703	0.89000	0.87344	0.85734	0.84168	0.82645	0.81162	0.79719	0.78315	0.76947	0.75614
3	0.97059	0.94232	0.91514	0.88900	0.86384	0.83962	0.81630	0.79383	0.77218	0.75131	0.73119	0.71178	0.69305	0.67497	0.65752
4	0.96098	0.92385	0.88849	0.85480	0.82270	0.79209	0.76290	0.73503	0.70843	0.68301	0.65873	0.63552	0.61332	0.59208	0.57175
5	0.95147	0.90573	0.86261	0.82193	0.78353	0.74726	0.71299	0.68058	0.64993	0.62092	0.59345	0.56743	0.54276	0.51937	0.49718
6	0.94205	0.88797	0.83748	0.79031	0.74622	0.70496	0.66634	0.63017	0.59627	0.56447	0.53464	0.50663	0.48032	0.45559	0.43233
7	0.93272	0.87056	0.81309	0.75992	0.71068	0.66506	0.62275	0.58349	0.54703	0.51316	0.48166	0.45235	0.42506	0.39964	0.37594
8	0.92348	0.85349	0.78941	0.73069	0.67684	0.62741	0.58201	0.54027	0.50187	0.46651	0.43393	0.40388	0.37616	0.35056	0.32690
9	0.91434	0.83676	0.76642	0.70259	0.64461	0.59190	0.54393	0.50025	0.46043	0.42410	0.39092	0.36061	0.33288	0.30751	0.28426
10	0.90529	0.82035	0.74409	0.67556	0.61391	0.55839	0.50835	0.46319	0.42241	0.38554	0.35218	0.32197	0.29459	0.26974	0.24718
11	0.89632	0.80426	0.72242	0.64958	0.58468	0.52679	0.47509	0.42888	0.38753	0.35049	0.31728	0.28748	0.26070	0.23662	0.21494
12	0.88745	0.78649	0.70138	0.62460	0.55684	0.49697	0.44401	0.39711	0.35553	0.31863	0.28584	0.25668	0.23071	0.20756	0.18691
13	0.87866	0.77303	0.68095	0.60057	0.53032	0.46884	0.41496	0.36770	0.32618	0.28966	0.25751	0.22917	0.20416	0.18207	0.16253
14	0.86996	0.75788	0.66112	0.57748	0.50507	0.44230	0.38782	0.34046	0.29925	0.26333	0.23199	0.20462	0.18068	0.15971	0.14133
15	0.86135	0.74301	0.64186	0.55526	0.48102	0.41727	0.36245	0.31524	0.27454	0.23939	0.20900	0.18270	0.15989	0.14010	0.12289
16	0.85282	0.72845	0.62317	0.53391	0.45811	0.39365	0.33873	0.29189	0.25187	0.21763	0.18829	0.16312	0.14150	0.12289	0.10686
17	0.84438	0.71416	0.60502	0.51337	0.43630	0.37136	0.31657	0.27027	0.23107	0.19784	0.16963	0.14564	0.12522	0.10780	0.09293
18	0.83602	0.70016	0.58739	0.49363	0.41552	0.35034	0.29586	0.25025	0.21199	0.17986	0.15282	0.13004	0.11081	0.09456	0.08081
19	0.82774	0.68643	0.57029	0.47464	0.39573	0.33051	0.27651	0.23171	0.19449	0.16351	0.13768	0.11611	0.09806	0.08295	0.07027
20	0.81954	0.67297	0.55368	0.45639	0.37689	0.31180	0.25842	0.21455	0.17843	0.14864	0.12403	0.10367	0.08678	0.07276	0.06110
21	0.81143	0.65978	0.53755	0.43883	0.35894	0.29416	0.24151	0.19866	0.16370	0.13513	0.11174	0.09256	0.07580	0.06383	0.05313
22	0.80340	0.64684	0.52189	0.42196	0.34185	0.27751	0.22571	0.18394	0.15018	0.12285	0.10067	0.08264	0.06796	0.05599	0.04620
23	0.79544	0.63416	0.50669	0.40573	0.32557	0.26180	0.21095	0.17032	0.13778	0.11168	0.09069	0.07379	0.06014	0.04911	0.04017
24	0.78757	0.62172	0.49193	0.39012	0.31007	0.24698	0.19715	0.15770	0.12640	0.10153	0.08170	0.06588	0.05323	0.04308	0.03493
25	0.77977	0.60953	0.47761	0.37512	0.29530	0.23300	0.18425	0.14602	0.11597	0.09230	0.07361	0.05882	0.04710	0.03779	0.03038
26	0.77205	0.59758	0.46369	0.36069	0.28124	0.21981	0.17220	0.13520	0.10639	0.08391	0.06631	0.05252	0.04168	0.03315	0.02642
27	0.76440	0.58586	0.45019	0.34682	0.26785	0.20737	0.16093	0.12519	0.09761	0.07628	0.05974	0.04689	0.03689	0.02908	0.02297
28	0.75684	0.57437	0.43708	0.33348	0.25509	0.19563	0.15040	0.11581	0.08955	0.06934	0.05382	0.04187	0.03264	0.02551	0.01997
29	0.74934	0.56311	0.42435	0.32065	0.24295	0.18456	0.14056	0.10733	0.08215	0.06304	0.04849	0.03738	0.02889	0.02237	0.01737
30	0.74192	0.55207	0.41199	0.30832	0.23138	0.17411	0.13137	0.09938	0.07537	0.05731	0.04368	0.03338	0.02557	0.01963	0.01510

Sıra	Birleşme Türü	Devralan/Birleşen Ortaklığın Unvanı	Devralan/Birleşen Ortaklığın Unvanı	Birleşmede Kullanılan Yöntem	Birleşme Oranı (%)	Birleşmede Kullanılan Mali Tablo Dönemi	Sermaye Artırım Tutarı (Milyon TL)	Gazetelerde İlan Tarihi	Birleşmeye İlişkin Genel Kurul Tarihi	Kurul Karar Tarihi	Kurul Karar No
1	DEVVALMA	YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.	GÖZLÜK SANAYİ A.Ş.	Rayiç Değer	89.20	30.09.2000	9.557	10.04.2001	27.04.2002	23.03.2001	13/326
2	DEVVALMA	ÇANAKKALE ÇİMENTO A.Ş.	AKÇİMENTO A.Ş.	Özkaynak	51.75	31.05.1996	2.031.750	-	-	31.07.1996	35/997
3	DEVVALMA	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KOÇ YATIRIM A.Ş.	Özkaynak	93.60	31.12.1996	683.700	-	28.07.1997	04.07.1997	20/1059
4	DEVVALMA	TOFAŞ OTO A.Ş.	OPAR OTOMOTİV A.Ş.	Özkaynak	31.00	30.06.1997	1.044.596	-	25.09.1997	30.10.1997	32/1681
5	DEVVALMA	AKÇANSA A.Ş.	BETONSA A.Ş.	Özkaynak	-	31.12.1997	0	-	31.03.1998	26.03.1998	17/285
6	DEVVALMA	ÇUMRA KAĞIT A.Ş.	BAKSAN KAĞIT A.Ş./ELSAN KAĞIT A.Ş.	Özkaynak	37.8	31.12.1997	744.490	-	30.03.1998	05.06.1998	38/596
7	DEVVALMA	SABAH YAYINCILIK A.Ş.	BUGÜN YAYINCILIK A.Ş.	Özkaynak	89.33	30.06.1998	588.662	-	-	10.09.1998	75/1033
8	DEVVALMA	ARÇELİK A.Ş.	ARDEM A.Ş.	Özkaynak	94.5	31.12.1998	1.270.000	-	-	15.06.1999	54/714
9	DEVVALMA	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ A.Ş.	OTOKAR PAZARLAMA A.Ş.	Özkaynak	89.12	31.03.1999	256.600	-	-	30.06.1999	60/802
10	DEVVALMA	KORDSA A.Ş.	DUSA A.Ş.	Özkaynak	66.21	30.06.1999	5.424.510	-	-	12.08.1999	76/994
11	DEVVALMA	TABAŞ PETROLÇÜLÜK A.Ş.	TURCAS PETROLÇÜLÜK A.Ş.	Özkaynak	64.00	30.04.1999	12.500.000	-	-	09.09.1999	87/1083
12	DEVVALMA	ODOKSAN OSMANLI DÖKÜM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BİMTAŞ BİLİMUM İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	Özkaynak	99.13	30.04.1999	2.176	-	-	20.09.1999	91/1115
13	DEVVALMA	HÜR-GÜÇ GAZETECİLİK A.Ş.	AD YAYINCILIK A.Ş.	Özkaynak	87.64	31.03.1999	28.195	-	-	28.09.1999	92/1140
14	DEVVALMA	KÖY-TÜR TAVUKÇULUK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KÖY-TÜR ELAZIG/KÖY-TÜR KAYSERİ	Özkaynak	-	30.06.1999	10.163.314	-	-	05.10.1999	95/1164
15	DEVVALMA	İŞIKLAR İNŞAAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	İŞIKLAR BARTIN TUĞLA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Özkaynak	75.27	31.05.1999	539.000	-	-	05.10.1999	95/1165
16	DEVVALMA	ARÇELİK A.Ş.	ATILIM PAZARLAMA A.Ş./GELİŞİM PAZARLAMA A.Ş./TÜRK PAZARLAMA A.Ş.	Rayiç Bedel	82.24	30.09.1999	5.968.000	-	-	16.12.1999	120/1419
17	DEVVALMA	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	FRUMİKS A.Ş./SULTANKÖY GIDA SANAYİ A.Ş.	Rayiç Bedel	86.42	30.06.1999	1.761.050	-	-	21.12.1999	121/1428
18	DEVVALMA	PINAR UN A.Ş.	PINAR ET A.Ş.	Borsa Fiyatı	-	31.12.1998	3.821.592	-	-	20.04.2000	42/652

19	DEVVALMA	ERCİYAS BİRACILIK A.Ş.	GÜNEY BİRACILIK/EGE BİRACILIK/ANADOLU BİRACILIK	Borsa Fiyatı	8,64	31.12.1999	22.049.237	-	-	11.05.2000	54/786
20	DEVVALMA	ANADOLU CAM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	TOPKAPI ŞİŞE SANAYİ A.Ş.	Rayiç Bedel	60.75	30.06.1999	5.276.346	-	-	13.06.2000	65/1002
21	DEVVALMA	KÖYTÜR HOLDİNG A.Ş.	ENTİAŞ ENTEGRE TAVUKÇULUK A.Ş./KÖY-TÜR PAZARLAMA A.Ş./KÖY-TÜR TAVUKÇULUK A.Ş.	Özkaynak	-	29.02.2000	4.373.244	-	-	10.08.2000	87/1356
22	DEVVALMA	AYGAZ A.Ş.	GAZ ALETLERİ A.Ş.	Rayiç Bedel	94,00	30.06.2000	1.924.467	-	-	04.01.2001	1/10
23	DEVVALMA	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	TOFAŞ OTO TİCARET A.Ş.	Özkaynak	93.16	31.12.2000	4.661.150	-	14.05.2001	19.04.2001	17/426
24	DEVVALMA	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	BURSA OTO AŞ/EGE OTO AŞ./EGEMAK EGE MAKİNA VE TİC.A.Ş./GÜNÖTÖ GÜNEY OTOMOBİL TİCARET A.Ş./İSTANBUL OTO A.Ş./KUZEY MOTORLARI TİC. VE SAN. AŞ./SAMOTO OTOMOBİL TİCARET A.Ş./STANDART MOTOR OTOMOTİV TİC. A.Ş./ORMAK ORTA ANADOLU MAK. VE TİC. A.Ş./OTOAN OTOMOBİL	Özkaynak	-	31.12.2000	16.108.403	-	09.07.2001	15.06.2001	28/797
25	DEVVALMA	BSH BOSH PROFILO A.Ş.	BSH GRÜNBERG EV ALETLERİ TİCARET A.Ş., PROFILO DAĞITIM A.Ş., BSH EV ALETLERİ TİCARET A.Ş.	Özkaynak	92.45	31.12.2000	1.509.336	-	-	24.08.2001	41/1134
26	DEVVALMA	PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	OLUKSA MUKAVA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Rayiç Bedel	74.82	30.06.2001	5.433.750	-	-	14.11.2001	53/1518
27	DEVVALMA	GARANTİ BANKASI T.A.Ş.	OSMANLI BANKASI A.Ş.	Net Aktif Değer	0	31.10.2001	YOK	01.12.2001	-	29.11.2001	56/1570
28	DEVVALMA	KALKINMA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	TASFIYE HALİNDE KALKINMA HOLDİNG A.Ş./BETONSAN KONUT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	-	-	-	-	-	-	14.02.2002	10/206
29	DEVVALMA	KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BAYRAKLI BOYA VE VERNİK SANAYİ A.Ş.	Borsa Fiyatı	38.01	30.09.2001	20.042.343	-	-	21.03.2002	15/353
2002											
1	DEVVALMA	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.	SİNAİ YATIRIM BANKASI A.Ş.	Net Aktif Değer	68.00	31.12.2001	27.150.000	-	21.03.2002	15.03.2002	14/344
2	DEVVALMA	AKÇAŞA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	TİCARET SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Özkaynak	99,99	30.09.2001	18	-	-	10.05.2002	22/623
3	DEVVALMA	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	ENKA HOLDİNG YATIRIM A.Ş.	Özkaynak	0,5154	31.12.2001	4.564.749	26.06.2002	28.06.2002	21.06.2002	30/857
4	DEVVALMA	FINANS FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	FINANS DENİZ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	Özkaynak	91,24	31.03.2002	1.439.445		02.09.2002	28.08.2002	40/1214
5	DEVVALMA	YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.	YAZSAN SİNAİ YATIRIM TİCARET A.Ş.		99,99				02.08.2002	27.06.2002	32/909
6	DEVVALMA	TİRE KUTSAN OLUKLU MUKAVVA KUTU VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.	BOMSAŞ MUKAVVA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Rayiç Bedel	75,88	31.12.2001	4.398.884		25.08.2002	02.08.2002	37/1093

7	DEVVALMA	TANSAŞ PERAKENDE MAĞAZACILIK TİCARET A.Ş.	ATİ DİŞ TİCARET TURİZM YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	Özkaynak	0	28.02.2002	-	22.07.2002	25.07.2002	12.07.2002	34/993
8	DEVVALMA	RANT FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.*	TEKSTİL FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	Özkaynak	99,99	31.03.2002	107	YOK	04.09.2002	26.07.2002	36/1067
9	DEVVALMA	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.	GÜBRETAŞ GÜBRE PAZARLAMA VE TERMINALCILIK A.Ş.	Özkaynak	99,99	31.03.2002	1	27.09.2002	15.10.2002	19.09.2002	43/1307
10	YENİ ORTAKLIK KURULMASI	DOĞAN GAZETECİLİK A.Ş.	A.Ş./SİMGE YAYINCILIK VE DAĞITIMCILIK A.Ş.	İşlemden kalktı	İşlemden kalktı	İşlemden kalktı	İşlemden kalktı	İşlemden kalktı	İşlemden kalktı	İşlemden kalktı	İşlemden kalktı
11	DEVVALMA	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	ARAÇLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Özkaynak		30.06.2002	764.974.153.000	14.10.2002	30.10.2002	04.10.2002	45/1379
12	DEVVALMA	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	OTOPAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.				2.630.513.000		26.02.2003	17.01.2003	4/83
13	DEVVALMA	KARSU TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	KARSU KONFEKSİYON SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.						28.12.2002	27.12.2002	62/1720
14	DEVVALMA	PETROL OFİSİ A.Ş.	İŞ DOĞAN PETROL YATIRIMLARI A.Ş.					26.12.2002	27.12.2002	24.12.2002	61/1705
15	DEVVALMA	OYSA NİĞDE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	OYSA İSKENDERUN ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.			31.10.2002	1.608.750.000.000		19.02.2003	24.01.2003	5/105
16	DEVVALMA	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	DEĞERLER A.Ş., BAYINDIR MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Özkaynak	0,03, 0,38	31.12.2002	192.230.110.094	15.07.2003	29.07.2003	04.07.2003	35/822
2003											
1	DEVVALMA	FİNANSBANK A.Ş.	FİBA BANK A.Ş.	Net Aktif Değer		11.12.2002	11.493.046.858		31.03.2003	28.03.2003	18/390
2	DEVVALMA	TAT KONSERVE SANAYİ A.Ş.	SANAYİ VE TİCARET A.Ş., MARET MARMARA BESİCİLİK VE ET	Net Aktif Değer	44,30, 35,52, 20,16	31.12.2002	8.620.403.000.000		NA YETKİ VERİLEN BİR OLAGANÜSTÜ	19.06.2003	32/759
3	DEVVALMA	MİLLİYET GAZETECİLİK A.Ş.	SİMGE YAYINCILIK VE DAĞITIM A.Ş.	-	-	-	-	-	-	-	-
4	DEVVALMA	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BİRLİK GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Özkaynak	70,50	30.06.2003	7.229.143.000.000	14.11.2003	26.12.2003	06.11.2003	57/1313
5	DEVVALMA	ÜLKER GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ANADOLU GIDA SANAYİ A.Ş.	Özkaynak	53,92	30.06.2003	100.000.000	22.11.2003	24.12.2003	21.11.2003	61/1399
6	DEVVALMA	MARMARİS ALTIN YUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş.	TÜTAŞ TÜRK TURİZM A.Ş.				GERÇEKLEŞMEDİ GİNDEN HİSSE			28.05.2004	22/621
7	DEVVALMA	MİLLİYET GAZETECİLİK A.Ş.	SİMGE YAYINCILIK VE DAĞITIM A.Ş.	Özkaynak	99,99	30.06.2003	0,10		25.12.2003	21.11.2003	61/1400
2004											
1	DEVVALMA	DEBA DENİZLİ BASMA VE BOYA SANAYİ A.Ş.	PİMAŞ TEKSTİL PAZARLAMA İTHALAT TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	Net Aktif Değer	0,26			İşlemden kalktı	İşlemden kalktı		
2	DEVVALMA	MARMARİS ALTIN YUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş.	TÜTAŞ TÜRK TURİZM A.Ş.							28.05.2004	22/621
3	DEVVALMA (RED)	ÜRETİM PAZARLAMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BEYYEM BEYPAZARI YEM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Özkaynak	27,68	30.03.2004	-	-	-	02.07.2004	27/795
4	DEVVALMA	BORUSAN BİRLEŞİK BORU FABRİKALARI A.Ş.	MANNESMANN BORU ENDÜSTRİSİ T.A.Ş.	Özkaynak	66,6667	29.02.2004	9.450.000	25.10.2004		16.07.2004 22.10.2004	29/878 43/1364

[illegible]

	Elde Tutma Dönemi Anormal Getirileri (BHAR) 1 Ay	Elde Tutma Dönemi Anormal Getirileri (BHAR) 3 Ay	Elde Tutma Dönemi Anormal Getirileri (BHAR) 6 Ay	Elde Tutma Dönemi Anormal Getirileri (BHAR) 1 Yıl	Elde Tutma Dönemi Anormal Getirileri (BHAR) 2 Yıl	Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) 1 Ay	Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) 3 Ay	Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) 6 Ay	Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) 1 Yıl	Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) 2 Yıl
KCHOL	0,092926692	0,475818704	0,440910918	0,036603701	-0,31607183	0,09292669	0,36916021	0,30895943	0,17677183	0,19049348
TOFAŞ	0,067219309	-0,325503819	-0,548989162	-0,54618412	-1,85446382	0,06721931	-0,28790703	-0,4432404	-0,9752594	-1,2846698
AKCNS	-0,113666975	-0,043561375	-0,111462427	-0,04400437	-1,08046652	-0,11366698	-0,03381399	-0,1276404	0,03841357	-0,2442887
CMRA	0,10971587					0,10971587				
SABAH	-0,055841487	-0,290373028	-0,988273025	-1,98111848	-2,21291227	-0,05584149	-0,34707156	-1,0339793	-1,6180635	-0,0595397
ARCLK	0,098593499	0,620215943	1,249187842	1,916404559	0,47295114	0,0985935	0,4946784	0,51625512	0,53255952	0,43773903
OTOKR	0,026670071	0,08244009	0,199218441	1,068934186	-0,72248932	0,02667007	0,17338536	0,21225928	0,64850739	-0,0162347
KRDS	0,043958078	-0,179304006	0,4912085	0,51978447	0,3991936	0,04395808	-0,17147589	0,30047978	0,35601281	0,40235143
MERKO	0,514194073	-0,082035032	0,234505077	-0,15878096	-0,3129025	0,51419407	0,151148	0,43986838	0,07474918	0,22227462
ERCYS	-0,193019779	0,164184272	0,287152427	0,565816052	0,8182202	-0,19301978	0,29311916	0,42050024	1,00812542	1,18491355
ANACM	-0,089570445	-0,006347346	-0,06964522	-0,30022932	-0,02482423	-0,08957044	0,00911277	-0,0298994	-0,446646	0,12027549
AYGAZ	-0,127878582	-0,009105096	-0,172243979	-0,3858243	-0,42621439	-0,12787858	-0,01247474	-0,2316862	-0,3701271	-0,3957294
TOAŞO	0,177924891	0,307535452	0,242872677	0,426002705	0,17402281	0,17792489	0,30516472	0,30218029	0,40129249	0,27219364
KCHOLD	0,017636834	-0,104135652	0,044082604	-0,00566687	-0,12153413	0,01763683	-0,11050225	0,12929544	0,06841773	0,00484123
BSPRO	0,151427951	0,184487113	0,189347437	1,6015795	0,66621579	0,15142795	0,10693475	0,12084789	1,30014592	0,75499127
GARAN	0,148413706	0,331650258	0,396907523	0,338592195	0,51115945	0,14841371	0,310679	0,36061279	0,40408118	0,52391401
TKBNK	-0,124490249	-0,076826425	-0,193899359	-0,08382306	-0,49407128	-0,12449025	-0,10374288	-0,2500454	-0,0766667	-0,287266
AKCNS	0,044523504	0,063872913	0,13490807	0,149531501	0,167405	0,0445235	0,04682613	0,06057457	0,08843878	0,12242851
ENKAI	-0,093180447	-0,064820573	-0,236792012	-0,17282551	-0,52625997	-0,09318045	-0,06954157	-0,2566462	-0,2196038	-0,3961506
FFKRL	0,009464385	0,316026843	0,009934104	0,274738091	0,3794589	0,00946439	0,29941543	0,11269667	0,32622321	1,48597377
YAZIC	0,281719805	0,180430597	0,076250628	0,137981702	0,80262593	0,2817198	0,2380144	0,15662287	0,24406702	0,55395164
TİRE	0,248910585	0,286922472	0,239321429	0,31802843	0,76971978	0,24891059	0,29290205	0,24080288	0,32538065	0,41749972
TANSAŞ	-0,044656665	0,183313433	-0,045799554	-0,08291794	-0,57811923	-0,04465666	0,20417592	0,01216728	-0,0223523	-0,2805682
GUBRF	-0,081339669	-0,1536606	-0,170135789	0,358348086	-0,08622781	-0,08133967	-0,10202291	-0,1467357	0,33266063	0,14058795
OTKAR	-0,208167212	-0,094621266	-0,2499865	-0,42643841	-0,27696289	-0,20816721	-0,12032994	-0,2671697	-0,3192919	-0,0502181
ASUZU	-0,067130432	-0,241487699	-0,223307403	-0,0861732	-0,43931363	-0,06713043	-0,19826835	-0,18577	0,03582462	-0,0595133
KRTEK	-0,093142044	0,040728909	0,073638441	-0,56827433	-0,58981765	-0,09314204	0,02782749	0,07265048	-0,4275115	-0,1620114
PTOFS	0,062085523	0,089537478	0,10813477	-0,59494499	-1,18280221	0,06208552	0,08819567	0,07634933	-0,4643428	-1,0670674
NIGDE	0,109230524	0,179982939	0,161943509			0,10923052	0,12114872	0,08722925		
GLMDE	0,00834419	-0,074748225	-0,050042584	-0,39503563	-1,33582516	0,00834419	-0,0444408	-0,0049313	-0,139334	-0,8074746
FINBN	-0,092716634	0,060930338	-0,231753323	0,33166637	3,81896094	-0,09271663	0,04194735	-0,1837689	0,19330611	1,05905593
KENT	-0,095224023	-0,157886289	-0,19397798	0,142757669	0,05451969	-0,09522402	-0,16986841	-0,2131607	0,16470748	0,33990138
MILYT	0,399157922	0,50889064	0,181815605	0,055897844		0,39915792	0,55065398	0,36632906	0,27093353	
MAALT	0,106157268	-0,160509036	-0,227846847	0,215500047		0,10615727	-0,14211561	-0,1772285	0,2001821	
BRŞAN	0,27478291	0,025948615	-0,026622059	-0,43169396		0,27478291	0,05618203	0,0163952	-0,3238942	
BSPRO	-0,015530928	-0,306254872	-0,427095778	-0,60335566		-0,01553093	-0,3077529	-0,5125806	-0,4754412	
DUROF	-0,006883304	-0,092361462	-0,223085755	-0,55540294		-0,0068833	-0,10005229	-0,2088902	-0,3670409	
DOGUB	0,451725486	0,74160466	0,757534273	0,131461331		0,45172549	0,67256196	0,62277113	0,16044182	
ACIB	0,032462491	0,072161902	0,235261249	0,99998068		0,03246249	0,07794334	0,25651436	0,60097903	
PINSU	0,025509128	-0,245302767	-0,612261716			0,02550913	-0,21798409	-0,4968491		

ÖZGEÇMİŞ

Fatma YILDIZ, 10 Şubat 1982 tarihinde Sivas'ta doğdu. İlk ve orta öğrenimini Kayseri'de tamamladı. 1999 yılında lisans eğitimine başladığı Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nden 2003 yılında mezun oldu.

Lisansüstü eğitimine 2003 yılında Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda başlayan Fatma YILDIZ, 2006 yılında "Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama" isimli teziyle lisansüstü eğitimini tamamladı.

Adres:

Fatih Mh. 35. Sokak

Keser Apt. No: 14/5

Şehitkamil / GAZİANTEP

Telefon: 0 342 321 09 42

e-posta: fatmakaplan@hotmail.com