



T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ HİSSE
SENEDİ GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN OLAY ETÜDÜ
YÖNTEMİ İLE ANALİZİ**

Yüksek Lisans

ASLIHAN TIRLI

İSTANBUL, 2015



T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ HİSSE
SENEDİ GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN OLAY ETÜDÜ
YÖNTEMİ İLE ANALİZİ**

Yüksek Lisans

ASLIHAN TIRLI

Danışman: DOÇ. DR. ÖZGÜR ÇATIKKAŞ

İSTANBUL, 2015



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Şirket Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü Yöntemi İle Analizi

TÜRÜ :Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Aslıhan TIRLI

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 07.07.2015

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman

Doç.Dr.Özgür ÇATIKKAŞ

Üye

Doç.Dr.Kaşif Batu TUNAY

Üye

Yrd.Doç.Dr.Özgür Muhittin ESEN

ÖZET

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN OLAY ETÜDÜ YÖNTEMİ İLE ANALİZİ

Bu çalışma şirket birleşme ve satın alma duyurularının, birleşme ve satın alma işlemine taraf olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarında etkisinin olup olmadığının belirlenebilmesi amacıyla yapılmıştır. 2010-2013 yılları arasında BİST'te işlem gören 40 şirket çeşitli kriterlere göre örneklem olarak belirlenmiş ve olay etüdü yöntemi ile analiz edilmiştir. Yatırımcılar açısından piyasa getirisinden bağımsız bir şekilde anormal getiri sağlama imkanının olup olmadığı, eğer böyle bir getiri söz konusu ise özellikle hangi günlerde yoğunlaşmanın yaşandığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Yapılan analizlerde çalışmaya konu olan her yıl için anormal getirinin söz konusu olduğu ve yatırımcıların anormal getiri elde edebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçtan hareketle BİST'in yarı etkin formda etkin olmadığı yorumu yapılmıştır. Anormal getirilerin yoğunlaştığı günlerin tespiti noktasında yapılan çalışmalarda ise şirket birleşme ve satın alma duyurularının sonrasında elde edilen anormal getirilerin, öncesine oranla daha kuvvetli olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Birleşme, satın alma, duyuru tarihi, anormal getiri, olay etüdü, hisse senedi getirisi

SUMMARY

ANALYSIS OF MERGER AND ACQUISITION ANNOUNCEMENTS EFFECTS ON STOCK PRICES WITH EVENT STUDY METHOD

This study is made in order to determine whether there is effect of merger and acquisition announcements on the stock prices of the companies which are a part of merge and acquisition transaction. Between the years 2010-2013, 40 companies, which are traded on the BİST, are sampled by various criteria and analyzed with the event study method. Independently from market returns for investors whether the possibility of providing abnormal returns, if there is abnormal return, tried to determine especially where there is condensation on which days.

According to the analysis we reached the end of there is abnormal returns for each year and investors can gain abnormal returns. From this conclusion we made comment that BİST is not effective half-enabled form. In studies focused on the detection of the abnormal returns, the rates of the abnormal returns after is more potent than before.

Keywords: Mergers, acquisitions, announcement date, abnormal returns, event study, stock returns

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖZET	i
SUMMARY	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİ

1.1.İşletmelerde Büyüme	3
1.2.Birleşme ve Satın Alma: Tanımı	5
1.3.Birleşme ve Satın Alma: Türleri	7
1.3.1.Yatay Birleşmeler (Horizontal Mergers).....	7
1.3.2.Dikey Birleşmeler (Vertical Mergers).....	8
1.3.3.Karma Birleşmeler (Conglomerate Mergers).....	9
1.3.3.1.Ürün Genişleme	9
1.3.3.2.Pazar Genişleme.....	9
1.3.3.3.Saf Karma Birleşmeler	10
1.4.Birleşme ve Satın Alma: Nedenleri-Amaçları	10
1.4.1.Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma.....	10
1.4.2.Sinerji Etkisinden Yararlanma	11
1.4.3.Yetenekli Yönetime Sahip Olma.....	11
1.4.4.Birleşmenin İç Büyümeye Göre Daha Avantajlı Olması	12
1.4.5.Finansal Nedenler.....	12
1.4.6.Vergi Avantajı.....	12
1.4.7.Değerli Sınai Haklara Sahip Olma	13

1.4.8.Büyük Bir İşletme Yaratma	13
1.4.9.Rekabetin Azaltılması	13
1.4.10.Psikolojik Nedenler	14
1.5.Birleşme ve Satın Alma: Süreci	14
1.5.1.Birleşmenin Planlanması.....	15
1.5.2.Hedef Şirketlerin Araştırılması, Seçimi ve Teklif Verilmesi	17
1.5.3.Hedef Şirketin Ayrıntılı İncelenmesi (Due Dilligence)	18
1.5.4.Birleşme ve Entegrasyon.....	21
1.6.Birleşme ve Satın Alma: Avantajları-Dezavantajları.....	21
1.7.Birleşmenin Finansmanı ve Ödeme Şekilleri.....	22
1.7.1.Nakit Ödeme	22
1.7.2.Hisse Senedi Değişimi ile Ödeme.....	23
1.7.3.Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme	25
1.7.4.Borçlanarak Satın Alma	26
1.7.5.Yüksek Getirili Tahviller	27

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİ

2.1.Türkiye'de Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hukuki Yapısı.....	28
2.1.1.Türk Ticaret Kanunu'na Göre Şirket Birleşme ve Satın Almaları.....	28
2.1.1.1.Genel Hükümler	29
2.1.1.1.1.Geçerli Birleşmeler	29
2.1.1.1.2.Tasfiye Halindeki Bir Şirketin Birleşmeye Katılması.....	30
2.1.1.1.3.Sermayenin Kaybı ve Borca Batıklık Durumunda Birleşmeye Katılma.....	31
2.1.1.2. Ortaklık Payları ve Hakları, Ayrılma Akçesi, Sermaye Artırımı, Yeni Kuruluş ve Ara Bilanço	31
2.1.1.2.1.Ortaklık Payının ve Haklarının Korunması, Ayrılma Akçesi	31
2.1.1.2.2.Sermaye Artırımı, Yeni Kuruluş ve Ara Bilanço	32
2.1.1.3.Birleşme Sözleşmesi ve Birleşme Raporu	33
2.1.1.4.Bilgi Verme ve Bildirim Yükümlülüğü	34
2.1.1.5.Birleşme Kararı	35
2.1.1.6.Birleşmenin Hüküm İfade Etmesi, Hukuki Sonuçları.....	36
2.1.1.7.Sermaye Şirketlerinde Kolaylaştırılmış Birleşme	36
2.1.1.8.Alacaklıların Korunması ve Ortakların Kişisel Sorumluluğu	37

2.1.2.Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	38
2.1.2.1.Yönetim Kurulu Kararı	39
2.1.2.2.Duyuru Metninin Hazırlanması ve Kurul Tarafından Onaylanması	39
2.1.2.3.Kamunun Aydınlatılması	47
2.1.3.Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanunla Birleşme Konusunda Getirilen Hükümler	52
2.1.4.Kurumlar Vergisi Kanunu'na Göre Şirket Birleşme ve Satın Almaları	55
2.2.TFRS/UFRS'ye Göre İşletme Birleşmeleri	57
2.3.Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihçesi	62
2.3.1.Dünyada Şirket Birleşme ve Satın Alma Birleşmelerinin Tarihçesi	62
2.3.1.1.Birinci Dalga (Yatay Birleşmeler Dönemi)	63
2.3.1.2.İkinci Dalga (Dikey Birleşmeler Dönemi)	64
2.3.1.3.Üçüncü Dalga (Karma Birleşmeler Dönemi).....	65
2.3.1.4.Dördüncü Dalga (Mega Birleşmeler Dönemi)	66
2.3.1.5.Beşinci Dalga	67
2.3.2.Türkiye'de Şirket Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihçesi.....	67
2.4.Türkiye'de Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Güncel Durum.....	69
2.4.1.2010 Yılı	70
2.4.2.2011 Yılı	75
2.4.3.2012 Yılı	80
2.4.4.2013 Yılı	86

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİSİNE ETKİSİ

3.1.Araştırmanın Önemi.....	93
3.2.Araştırmanın Amacı	93
3.3.Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlamaları.....	94
3.4.Araştırmada Kullanılan Veriler	94
3.5.Etkin Piyasalar Hipotezi.....	95

3.6.Literatür İncelemesi	96
3.7.Verilerin Analizi ve Yorumlanması	98
3.7.1.Araştırmada Kullanılan Metodoloji (Olay Etüdü Yöntemi).....	98
3.7.2.Duyuru Tarihinin ve Olay Penceresinin Tespiti.....	100
3.7.3.Anormal Getirilerin Hesaplanması.....	101
3.7.4.Hipotezler	104
3.7.5.Analiz ve Yorum	104
3.7.6.Yıllara Göre ± 5 Aralığında Elde Edilen Bulgular.....	106
3.7.7.Genel Olarak ± 5 Aralığında Elde Edilen Bulgular	111
3.7.8.Elde Edilen Anormal Getirilerin Anlamlılıklarının Test Edilmesi.....	113
SONUÇ	117
KAYNAKÇA.....	119

TABLolar LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1: Hisse Senedi ile Ödeme - X ve Y Firmalarına Ait Veriler.....	24
Tablo 2: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2007-2010).....	70
Tablo 3: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2010)	71
Tablo 4: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2010)	71
Tablo 5: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2010)	72
Tablo 6: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2008-2011).....	76
Tablo 7: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2011)	77
Tablo 8: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2011)	78
Tablo 9: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2011)	78
Tablo 10: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2009-2012).....	82
Tablo 11: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2012)	83
Tablo 12: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2012)	83
Tablo 13: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2012)	84
Tablo 14: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2010-2013).....	88
Tablo 15: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2013)	89
Tablo 16: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2013)	90
Tablo 17: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2013)	90
Tablo 18: Çalışma Kapsamına Alınan Şirketler ve Birleşme Duyuru Tarihleri.....	96
Tablo 19: Yıllar Bazında Elde Edilen AAR_{it} Değerleri.....	104
Tablo 20: Yıllar Bazında Elde Edilen $ACAR_{it}$ Değerleri	105
Tablo 21: Anormal Getiri Elde Edilen Gün Sayıları	115
Tablo 22: Anormal Getirilerin Yoğunlaştığı Günler	117

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Birleşme Süreci	14
Şekil 2. Türkiye’de Açıklanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Sayısı (2010).....	70
Şekil 3. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2010)	75
Şekil 4. Türkiye’de Açıklanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Sayısı (2011).....	76
Şekil 5. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2011)	81
Şekil 6. Türkiye’de Açıklanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Sayısı (2012).....	82
Şekil 7. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2012)	87
Şekil 8. Türkiye’de Açıklanan Birleşme ve Satın alma İşlemleri Sayısı (2013).....	88
Şekil 9. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2013)	93

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No.

Grafik 1. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Sayısına Göre-2010).....	73
Grafik 2. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2010).....	73
Grafik 3. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2010).....	74
Grafik 4. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2010).....	74
Grafik 5. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Sayısına Göre-2011).....	79
Grafik 6. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2011).....	79
Grafik 7. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2011).....	80
Grafik 8. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2011).....	81
Grafik 9. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Sayısına Göre-2012).....	85
Grafik 10. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2012).....	86
Grafik 11. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2012) ...	87
Grafik 12. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2012).....	87
Grafik 13. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Sayısına Göre-2013).....	92
Grafik 14. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2013).....	92
Grafik 15. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2013) ...	93
Grafik 16. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2013).....	94
Grafik 17. 2010 Yılı AAR_{it} Değerleri	107
Grafik 18. 2010 Yılı $ACAR_{it}$ Değerleri	108
Grafik 19. 2011 Yılı AAR_{it} Değerleri	109
Grafik 20. 2011 Yılı $ACAR_{it}$ Değerleri	109
Grafik 21. 2012 Yılı AAR_{it} Değerleri	110
Grafik 22. 2012 Yılı $ACAR_{it}$ Değerleri	111
Grafik 23. 2013 Yılı AAR_{it} Değerleri	112
Grafik 24. 2013 Yılı $ACAR_{it}$ Değerleri	113
Grafik 25. AAR_{it} Değerleri (2010-2013)	114
Grafik 26. $ACAR_{it}$ Değerleri (2010-2013).....	114

KISALTMALAR LİSTESİ

- A.B.D:** Amerika Birleşik Devletleri
BİST: Borsa İstanbul A.Ş.
E&Y: Ernst and Young Global Limited
F/K Oranı: Fiyat/Kazanç Oranı
KAP: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KVK: Kurumlar Vergisi Kanunu
Md.: Madde
NYSE: New York Borsası-New York Stock Exchange
RK: Rekabet Kurulu
RKn: Rekabet Kanunu
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn: Sermaye Piyasası Kanunu
Tebliğ: Birleşme ve Bölünme Tebliği-II-23.2
TTK: Türk Ticaret Kanunu
TTSG: Türk Ticaret Sicili Gazetesi
UFRS/TFRS: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

GİRİŞ

Küreselleşmeyle birlikte ortaya çıkan rekabet koşullarında artık şirketlerin ayakta kalabilmeleri için büyümeleri bir zorunluluk haline gelmiştir. Bu durumun gerçekleştirilebilmesi ise ancak şirketlerin yeterli sermayeye ve ekonomik güce sahip olmaları durumunda mümkündür. Yeterli sermaye ve ekonomik güce ulaşmayı sağlayan araçlardan birisi de tezimizin konusunu oluşturan birleşme ve satın alma işlemleridir.

Şirketleri birleşmeye teşvik eden, hatta bazen zorlayan pek çok ekonomik ve sosyal nedenin bulunduğunu söylemek mümkündür. Örneğin; ekonomik açıdan birleşme, genel olarak daha fazla güç ve rekabet avantajını beraberinde getirir. Birleşme sonrası yaşanan kapasite artışı, bazı mallar açısından en verimli üretim biçimini ifade eden ölçek ekonomilerine ulaşılmasını ve bu sayede en ucuz üretimin yapılmasını ifade eder. Bunun yanı sıra birleşme sonrasında artan teknik bilgi ve finans olanakları, farklı yatırım alanlarına ve özellikle yüksek yatırım harcamaları gerektiren sektörlere girişleri kolaylaştırır. Görüldüğü gibi günümüz rekabet koşullarında şirketler açısından ayakta kalabilmek noktasında birleşmenin önemi açıktır.

Şirketlerin özellikle son yıllarda birleşme ve satın alma yoluyla büyümeye yöneldikleri, bu konuda bir artışın yaşandığı söylemek mümkündür. Birleşme ve satın alma işlemlerinde meydana gelen bu artış ise şirketleri birleşme ve satın almaya yönlendiren nedenlerin ortaya konulmasını gerekli kılmaktadır.

Birleşme ve satın alma işlemine taraf olan bir şirketin temel hedefi gelecekte daha fazla kazanç elde etmek, getirilerini artırmaktır. Dolayısıyla halka açık bir şirketin birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmesi, yatırımcılar açısından da şirketin gelecekteki kazançlarını artıracığı noktasında bir beklenti oluşturmakta ve hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilemektedir.

Bu çalışmada Borsa İstanbul A.Ş. (BİST)'de işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin, şirketlerin hisse senedi fiyatlarında piyasa getirisinden bağımsız olarak anormal bir getiri oluşturup oluşturmadığı olay etüdü yöntemi ile analiz edilecektir.

Çalışmamız temel olarak üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde birleşme ve satın alma faaliyetleri incelenmiştir. Bu noktada tanımlar yapılmış, türleri, nedenleri-amaçları, süreci, avantaj/dezavantajları, finansmanı ve ödeme şekilleri başlıkları ele alınmış, birleşme ve satın alma işlemleri ile ilgili genel bir çerçeve çizilmeye çalışılmıştır. Birleşme ve satın alma işlemlerinin genel çerçevesinin ilk bölümde çizilmesinin, daha sonraki bölümlerde gerçekleştirilecek olan analizlerin mantığının kavranması noktasında etkili olacağı düşünülmektedir.

İkinci bölümde ise birleşme ve satın alma işlemlerinin hukuki yapısı, tarihçesi ve mevcut durumu ele alınmaya çalışılmıştır. Türkiye'deki şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hukuki yapısı Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun ve Kurumlar Vergisi Kanunu özelinde ele alınmıştır. Daha sonra Türkiye'de şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin usulü ve süreçleri ayrıntılı olarak anlatılmıştır. İlerleyen kısımlarda TFRS/UFRS muhasebe standartlarının birleşme ve satın alma faaliyetleri ile ilgili getirdiği düzenlemeler incelenmiştir. Daha sonra ise Türkiye'de ve dünyada şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerinin tarihçesi aktarılmaya çalışılmıştır. Son olarak Türkiye'deki güncel durumu ortaya koymak amacıyla tezimizin analiz kısmının da kapsadığı 2010, 2011, 2012 ve 2013 yılları birleşme ve satın alma faaliyetleri ayrıntılı olarak incelenmiştir.

Son bölüm olan üçüncü bölümde ise çalışmamızın asıl konusunu oluşturan şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Araştırmanın önemi, amacı, kapsamı ve sınırlamaları, kullanılan veriler açıklandıktan sonra analiz ve yorum kısmına geçilmiştir. Analiz ve yorum kısmında ise ilk olarak araştırmada kullanılacak olay etüdü yöntemi açıklanmış, duyuru tarihi ve olay penceresinin tespiti yapılmıştır. Son olarak anormal getiriler hesaplanarak belirlenen hipotezler çerçevesinde analiz ve yorumlar yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİ

1.1.İşletmelerde Büyüme

İşletmelerde büyüme konusu hayat evreleriyle açıklanmaktadır. İşletmeler tıpkı canlılar gibi doğar, büyür, gelişir ve ölür. Bu noktada büyüme kavramının işletmeler açısından doğal bir süreç olduğu söylenebilir ve en basit anlamıyla işletmeyi oluşturan unsurlarda niteliksel ve niceliksel gelişmeler olarak tanımlanabilir. İşletmelerin gelişen rekabet koşullarına uyum sağlayabilmesi için bir yandan maliyetlerini kontrol altında tutması, diğer yandan ise yeni pazarlara girerek daha büyük hacimde üretim yapması gerekmektedir. Bu durum işletmeler açısından büyümeyi bir gereklilik haline getirmektedir. Büyüme için gerekli fonlar ise işletme içi ve dışı kaynaklardan sağlanabilir. Bu noktada büyümeyi içsel ve dışsal büyüme olarak ikiye ayırmak mümkündür.

İşletmelerin faaliyetleri sonucunda yarattığı kaynakları yine kendi içindeki yeni yatırımlara yönlendirmesi yoluyla büyümeleri içsel büyüme olarak değerlendirilir. Dışsal büyüme ise işletme dışı kaynakların kullanılması sonucu oluşur. İşletmenin diğer işletme ya da işletmelerin tamamını ya da bir bölümünü ele geçirerek ya da yönetimlerini denetim altına alarak büyümesi olarak tanımlanabilir.¹

İçsel büyüme işletmelerin faaliyetleri sonucu yarattığı kaynaklarla kendisini fonlayarak gelişmesidir. İşletme kendi içinde ise net kar, amortisman, yedekler ve diğer şirket içi fonların ödenmiş sermayeye eklenmesi şeklinde kaynak yaratabilmektedir. İçsel büyümenin ayrıca otofinansman (kar payının ortaklara dağıtılmayarak şirket sermayesine eklenmesi) ve borçlanma yoluyla gerçekleştirilebilmesi de mümkündür.

¹Ömer İSKENDEROĞLU, "İşletmelerin Büyümesinde Büyüklüğün Etkisi: Türkiye İçin Bir İnceleme", (Doktora Tezi, T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008), <http://library.cu.edu.tr/tezler/6970.pdf> (14.09.2014), ss. 3-5.

Bu büyüme şekli genellikle küçük işletmeler tarafından tercih edilse de, büyük işletmelerde yılsonu kar payı dağıtmayarak yenileme, kapasite artırma vb. nedenlerle içsel büyümeye yönelmektedir. İşletmeler kendi imkanları ile büyüme yöntemini tercih ederlerse daha iyi şartlarda rekabet etme imkanına sahip olabilirler.

Dışsal büyüme ise bir işletmenin başka bir işletme veya işletmelerin tamamını ya da bir bölümünü ya da varlıklarını satın alarak büyümesidir. Yani şirket başka şirketleri satın alarak ya da birleşerek büyüme yoluna gider.² Tezimizin konusunu oluşturan birleşme ve satın almalar dışsal büyüme konusunun içerisinde yer almaktadır.

Bu birleşme türü içsel büyümeye göre çok daha hızlı gerçekleşmektedir. Bir an önce değerlendirilmesi gereken fırsatlar ve girilmesi gereken pazarların olması durumunda dışsal büyüme yöntemine başvurulur. Ancak birleşme sonrası hedeflenen bütünleşmenin sağlanamaması riskini de beraberinde getirmektedir.

İşletmenin içsel büyümeyi mi, yoksa dışsal büyümeyi mi tercih etmesi gerektiği konusunda karar vermesi ilgili ürünün ya da sektörün yaşam eğrisinin hangi safhasında olduğuna göre değişmektedir.

Başlangıç ya da gelişme safhasında bulunan şirketlerde büyüme hızı oldukça yüksektir. Bu nedenle içsel büyüme ile yeni kapasitelerin ortaya çıkarılarak hızla artan talebin karşılanması rasyonel bir tercihtir. İşletmenin doygunluk aşamasında ya da düşüş sürecine giren bir şirket olması durumunda ise dışsal büyümeyi tercih etmesi beklenir. Çünkü bu aşamada büyüme durma noktasında ya da negatiftir, piyasada arz fazlası mevcuttur, dolayısıyla içsel büyüme ile yeni kapasite yaratılması rasyonel bir tercih olmayacaktır. Bu nedenle bu aşamaya gelen işletmelerde bir dışsal büyüme yöntemi olan birleşmelerin tercih edildiği görülmektedir. Bu yöntemle fazla kapasiteler

²Tuğrul KANDEMİR, "Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerine Finansal Etkisi ve İMKB'deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma", (Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003), s. 98.

belirli ölçüde kontrol altına alınmakta, talep-kapasite-üretim dengesi yeniden tesis edilebilmektedir.³

1.2. Birleşme ve Satın Alma: Tanımı

Birleşmenin tanımı 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda yapılmış, birleşme ve satın alma ile ilgili konulara 136-158 maddeleri arasında yer verilmiştir. Söz konusu kanunda birleşme, bir veya birden çok ticaret ortaklığının malvarlığının, tasfiye olunmaksızın⁴, içlerinden birine veya yeni kurulan bir ortaklığa, kendiliğinden ve külli halefiyet yolu⁵ ile geçmesi; bu suretle malvarlıklarının birleşmesi ve intikal eden malvarlığının karşılığı olarak, infisah eden ortaklığın ortaklarının, hesaplanan bir değişim oranına göre, bünyesinde birleşilen ortaklıkta ortaklık payı kazanması şeklinde tanımlanmıştır.⁶

Birleşmede üç ana unsur bulunmaktadır. Bunlardan birincisi mal varlığının tamamen devredilmesidir. İkincisi birleşme dolayısıyla ortadan kalkan kurumun mal varlığı karşılığını yeni kurumun payları teşkil etmelidir. Eğer karşılık olarak nakit ödeniyorsa bu birleşme değil satış hükmünde olmaktadır. Son unsur ise birleşme dolayısıyla birleşen kurumun infisah etmesi, hukuki varlığının sona ermesidir.⁷

TTK'da birleşme kavramı devralma ve yeni kuruluş yoluyla birleşmenin bir üst kavramı olarak ele alınmıştır.

Devralma suretiyle birleşmede birleşmeye taraf ortaklıklardan biri, diğerini (veya ikiden fazla ortaklık bulunması durumunda diğerlerini) birleşme hukuku

³ Aydın ÖZTUNALI, "Birleşmeler ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı", (Doktora Tezi, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008), ss. 30-31.

⁴ TTK'da tasfiyesiz sona erme şartına istisna teşkil eden bir durum söz konusudur. Bir ticari işletmenin bir ticaret şirketiyle (onun tarafından devralınması şartıyla) birleşmesi durumunda, ticari işletmenin tüzel kişiliği bulunmadığı için aktif ve pasifiyle birlikte ticaret şirketi tarafından devralınmakta, dolayısıyla bir sona erme durumu söz konusu olmamaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. <http://www.vergidegundem.com/tr/TR/publicationPaper?categoryName=Vergide&publicationNumber=6&publicationYear=2012&publicationId=679618> (15.09.2014)

⁵ Külli halefiyet bir malvarlığını meydana getiren tüm hak, alacak ve borçların kendiliğinden karşı tarafa geçmesidir. Devir kendiliğinden gerçekleşir, dolayısıyla zilyetliğin nakledilmesi ya da tapuda tescil vb. işlemlere gerek yoktur. Ayrıntılı bilgi için bkz. <http://www.vergidanismani.com/icerikg.asp?id=537> (15.09.2014)

⁶ Avrupa Topluluğu'nda Piyasalarda Yoğunlaşmanın Denetimi (Birleşmeler, Devralmalar, Ortak Girişimler – Joint Ventures), No:143, İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, Şubat 1997, s.10.

⁷ Yalın KILIÇ, Rekabet Politikaları Açısından Birleşme ve Devralmalar, DPT Uzmanlık Tezleri, İktisadi Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, Hukuki Tedbirler ve Kurumsal Düzenlemeler Dairesi, Haziran, 2000, Yayın No: DPT-2509, s. 67.

hükümleri çerçevesinde devralır. Bu ortaklık, bünyesinde birleşme gerçekleşen ve birleşme işlemleri öncesinde zaten var olan ortaklıktır. Devralan/katılınan ortaklık, varlığını sürdürür; devrolan/katılan ortaklık ise mal varlığını bir bütün halinde devralan ortaklığa devrederek, tüzel kişiliğini yitirir. Devrolan ortaklığın pay sahipleri, devralan ortaklığın pay sahibi haline gelirler.⁸

Yeni kuruluş yoluyla birleşmede ise, iki veya daha fazla ortaklık birleşerek yeni bir ortaklık meydana getirirler. Burada birleşmeye taraf tüm ortaklıklar infisah edip, tüzel kişiliklerini yitirir; buna karşılık onların mal varlıklarının ve pay sahiplerinin bir araya gelmesi ile yeni bir ortaklık kurulur.

Her iki tür birleşme de, bir tasfiyesiz infisah halidir. Birinci türde en az bir; ikincisinde ise en az iki ortaklık infisah edip, tüzel kişiliğini yitirir ve sicilden terkin edilir.⁹

Türkçe literatürde yer alan ‘birleşme’ ifadesinin yerine İngilizce literatürde genel olarak ‘merger’ kavramının kullanıldığı görülmekte, ayrıca ‘amalgation’ veya ‘consolidation’ şeklinde adlandırılmaktadır. Alman literatüründe ise söz konusu kavramların karşılığı olarak ‘füzyon’ ifadesi kullanılmaktadır.¹⁰

‘Satın alma’ kavramının İngilizce literatürdeki karşılığı ‘acquisition’ olmakla birlikte, ‘take over’ şeklinde kullanıldığı da görülmektedir. Söz konusu kavramlar Türkçe literatürde ‘satın alma’, ‘devralma’ ya da ‘devralma yoluyla birleşme’ ifadeleriyle yer almaktadır. Genel olarak şirket birleşmeleri ‘merger’, satın almaları ise ‘acquisition’ şeklinde ifade edilmektedir.¹¹

Finans literatürüne ve uygulamaya bakıldığında ise birleşme ve satın alma ifadesinin literatürde kullanılan genel bir kavram olduğu görülmektedir. Çoğu zaman iki kavramın birbirinin yerine kullanıldığı görülmektedir. Bazı kaynaklar satın alma kavramını birleşme kavramından ayrı olarak ele alırken, bazı kaynaklar satın almayı

⁸ Ali PASLI, "Anonim Ortaklığın Devralınması", (Doktora Tezi, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009), s. 126.

⁹ PASLI, a.g.e., s. 126.

¹⁰ Metin YILMAZ, "Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama", (Doktora Tezi, T.C. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010), s. 2.

¹¹ YILMAZ, a.g.e., s. 2.

birleşmenin bir türü olarak ele almakta ve birleşme olarak tek bir kavram altında toplamaktadır. Çalışmamızda anlaşılabilirlik ve kolaylık açısından birleşme ve satın alma kavramlarının yerine çoğu zaman aksi belirtilmediği sürece sadece birleşme ifadesi kullanılmıştır.

1.3.Birleşme ve Satın Alma: Türleri

Literatüre bakıldığında birleşme işlemlerinin sınıflandırılmasında en çok kullanılan ayrımlardan bir tanesinin birleşmelerin yatay, dikey ve karma birleşmeler şeklinde sınıflandırılması olduğu görülmektedir.¹² Çalışmamız da söz konusu sınıflandırmaya yer verilmiştir ve birleşme ve satın alma türleri açıklanmaya çalışılmıştır.

1.3.1.Yatay Birleşmeler (Horizontal Mergers)

Yatay birleşmeler aynı sektörlerde faaliyet gösteren, benzer mal ve hizmetleri üreten işletmelerin birleşmesini kapsamaktadır.

Yatay birleşmelerin temel amacı rekabet gücünün artırılması, daha büyük bir işletme kurulması suretiyle ölçek ekonomisinden yararlanılmasıdır. Bu noktada piyasada olumlu bir algı oluştuğu söylenebilir. Fakat bütün küçük işletmelerin birleşmesi sonucu doğan yeni şirket ölçek ekonomisine ulaşamamaktadır. Ya da sağladığı ölçek ekonomisi sayesinde teknelci konuma gelerek piyasadaki rekabeti olumsuz etkilemektedir. Bu yüzden yatay birleşmelerin amacı sadece bu şekilde tanımlanamaz. Yatay birleşmeler aynı sektördeki rakip firmalar arasında gerçekleştiğinden ve bu durum piyasada rekabeti azaltacağından dolayı rekabetin getireceği potansiyel olumsuzlukları ortadan kaldırmak için devletler tarafından da desteklenmektedir. Sektördeki firma sayısını olabildiğince azaltarak teknelci güç yaratmaya çalışılmaktadır. Burada yatay birleşmelerin birleşen şirketler açısından piyasaya hakim olma noktasında mı, yoksa firmaların daha rekabetçi olabilmeleri için

¹²Yavuz AKBULAK ve Ahmet Koray TAHTAKILIÇ, "Birleşme Eğilimleri", **Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı 488, (Kasım 2004), s. 77.

kapasitelerini artırma noktasında mı belirleyici olduğu sorusu karşımıza çıkmaktadır.¹³ Yatay birleşmelerin amacı her ne kadar rekabet gücünün artırılması olsa da, eğer birleşme sonucu oluşan yeni firma piyasada tekel güce sahip olursa rekabeti ortadan kaldıracı sonuçlar doğuracağı açıktır.

20. yüzyılın başında gerçekleşen birleşmelerin büyük bir çoğunluğunun yatay birleşmeler şeklinde gerçekleştiği görülmektedir.¹⁴ Otomobil şirketleri olan BMW ve Rover ile İngiliz bankaları olan Royal Bank of Scotland ve National Westminster arasında gerçekleşen birleşmeler yatay birleşmelere örnek olarak gösterilebilir.¹⁵

1.3.2. Dikey Birleşmeler (Vertical Mergers)

Dikey birleşmeler üretim zincirinin farklı aşamalarında bulunan şirketler arasında gerçekleşir. 1920'lerdeki birleşmelerin çoğu dikey birleşme şeklinde gerçekleştirilmiştir.¹⁶ Bir ayakkabı üreticisinin ayakkabı perakendecisiyle ya da deri üreticisiyle birleşmesi dikey birleşmeye örnek olarak gösterilebilir.

Dikey birleşmeler birleşen şirketlerin zincirin hangi aşamasında olduğuna bağlı olarak ileriye ve geriye dönük dikey birleşmeler olarak sınıflandırılır. Yukarıdaki örnekte ayakkabı üreticisi ile ayakkabı perakendecisinin birleşmesi ileriye dönük bir birleşmedir. Çünkü satış üretim aşamasından daha sonra gelen bir süreçtir. Aynı şekilde ayakkabı üreticisinin deri üreticisiyle birleşmesi ise geriye dönük bir birleşmedir. Çünkü deri üretildikten sonra üretilen deri ile ayakkabı imali gerçekleştirilir.¹⁷

Şirketleri dikey birleşmeye yönlendiren birçok neden vardır. Fakat şirketleri bu tür birleşmeye yönlendiren en temel neden birleşilen firmanın kar marjını şirketin kendi bünyesine aktarmaktır. Yukarıdaki örnekten devam edecek olursak ayakkabı üreticisinin deri üreticisiyle birleşmesi durumunda deriyi imalat fiyatına, yani üreten firmaya kar

¹³J.Fred WESTON, Kwang S.CHUNG ve Juan S.SIU, **Takeovers, Restructuring and Corporate Governance**, 2. Baskı, New Jersey: Prentice Hall Finance Series, 1998, s. 4.

¹⁴Ayşe Gül YILGÖR, "Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makro Ekonomik Etkileri", **Öneri Dergisi**, Cilt 5, Sayı 18, (Haziran 2002), s. 120.

¹⁵Mustafa HAMAMCIOĞLU, "Birleşme ve Devralmaların Gelir Etkisi ve İmkb'ye İlişkin Ampirik Bir İnceleme", **(Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), s. 9.

¹⁶YILGÖR, a.g.m., s. 120.

¹⁷Bekir ELMAS, "İşletme Politikalarından Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi-İMKB Örneği", **(Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007), s. 19.

marjı sağlamadan elde etmiş olacaktır. Böylece rakiplerine göre avantaj sağlayarak piyasadaki rekabet gücünü artırmış olur. Bu temel nedenin yanı sıra mal tedarikinde sektörel zorluklar söz konusu olabilir. Ya da şirket mal aldığı ya da sattığı şirketleri teknolojik açıdan yetersiz buluyor olabilir. Bu durumda birleşme yoluna giderek, teknolojik yenilikler sağlayabilir, daha ucuza üretim yapabilir ve rakiplerine karşı maliyet avantajı sağlamış olur.¹⁸

1.3.3. Karma Birleşmeler (Conglomerate Mergers)

Bu tür birleşmeler ekonomik çeşitlendirme ya da aykırı birleşmeler olarak da adlandırılmaktadır. İşletme riskini azaltmak için birbirleri ile alakasız iş kollarında faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleşir. Birleşen şirketler arasında mal ve üretimi ve pazarlaması konusunda herhangi bir benzerlik söz konusu değildir.¹⁹ Özellikle Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D) ve Almanya'da yaygın olarak gerçekleşen karma birleşmeleri üç ana grupta incelemek mümkündür.²⁰

1.3.3.1. Ürün Genişleme

Birbirleriyle rekabet ilişkisi içinde olmayan fakat benzer üretim süreçleri ya da pazarlama kanallarını kullanan firmalar arasında gerçekleşen birleşmelerdir. Çamaşır beyazlatıcısı ve sabun üreten şirketlerin birleşmesi bu tür birleşmelere örnek olarak gösterilebilir.

1.3.3.2. Pazar Genişleme

Bu tür birleşmeler aynı ürünleri üreten firmalar arasında gerçekleşir. Fakat işletmeler ürünleri farklı coğrafi bölgelerde pazarlamaktadır. Marmara Bölgesi'nde faaliyet gösteren bir ayakkabı üreticisinin, Ege Bölgesi'nde faaliyet gösteren diğer bir ayakkabı üreticisiyle birleşmesi bu tür birleşmelere örnek olarak gösterilebilir.

¹⁸ELMAS, a.g.e., s. 8.

¹⁹Mustafa Okan ALPAY, **Birleşme ve Devralmalarda Batan Teşebbüs Savunması**, Ankara: Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri Serisi, No: 63, 2004, s. 7.

²⁰Bilge YELKENCİ, "Ulusal ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama", (Yüksek Lisans Tezi, T.C. Çanakkale On Sekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), s. 6.

1.3.3.3.Saf Karma Birleşmeler

Birbirleriyle alakasız alanlarda faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleşir. Üretim, pazarlama, faaliyet gösterdiği alan vb. hususlarda aralarında herhangi bir ilişki söz konusu değildir. Ayakkabı üreticisiyle mobilya satıcısının birleşmesi saf karma birleşmelere örnek gösterilebilir.

1.4.Birleşme ve Satın Alma: Nedenleri-Amaçları

Birleşmeler, işletmeler açısından bir büyüme aracıdır. Dolayısıyla, işletmeleri büyüme iten nedenlerle birleşmeye iten nedenler benzerlik göstermektedir. İşletmeleri büyüme iten temel etken ise ekonomiktir. Bunun yanı sıra, işletme sahip ve yöneticileri ile ilgili yaratıcılık, dinamizm gibi psikolojik faktörler de büyümede önemli rol oynamaktadır.

Şirket birleşmelerinin başlıca nedenleri şu şekilde sıralanabilir:

1.4.1.Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Firmaların büyüklüğünden kaynaklanan unsurlar, maliyetlerin düşürülmesi, verimlilik ve üretimin artması ve bunun sağladığı tasarrufların yarattığı olumlu sonuçlara “ölçek ekonomileri” etkisi denmektedir. İş bölümü ve uzmanlaşma, büyüklükten kaynaklanan makine ve donanım bolluğu, elde edilen yeni satış artırma teknikleri ve kazanılan yeni pazarlar ölçek ekonomileri yaratmaktadır.²¹

Ölçek ekonomilerinden yararlanma, diğer koşullar aynı kalmak üzere işletmenin karlılığını artırıcı etki yapmaktadır. Birleşmeyle pazarlama, satın alma, finansman, araştırma ve geliştirme gibi faaliyetler birleştirilerek etkinlikler artırılabilir. Büyük miktarlarda satın almalara gidilmesi ve finansal kaynaklara başvurulması, satın alma ve

²¹Emrah UYSAL, "Türk Vergi Sistemi Açısından Sermaye Şirketlerinin Birleşmesi", (Yüksek Lisans Tezi, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010), s. 9.

finansman maliyetlerinde tasarruflar sağlayabilir. Aynı zamanda uzman kişilerden faydalanma olanağı da artabilir.

Birleşerek ölçek ekonomisinden yararlanan şirketler, büyüme ve gelişmesini hızlı bir şekilde gerçekleştirebilmektedir. Birleşme yoluyla kaynakların rasyonel kullanımını sonucu artan üretim ve maliyetlerin düşmesi ve bu durumun sağladığı rekabet gücü, işletmenin pazardaki etkinliğini artırıcı bir avantaj sağlamaktadır.²²

1.4.2.Sinerji Etkisinden Yararlanma

Birleşme sonucunda ulaşılan ekonomik güç, birleşen firmaların ekonomik varlıklarının tek tek toplamından daha yüksektir. Diğer bir ifadeyle, tek tek işletmelerin üretim, yatırım ve pazarlama güçlerinden daha büyük bir değer ortaya çıkmaktadır. Sinerji etkisi ile açıklanan bu durum ($2+2=5$); bütünün, kendisini oluşturan parçaların toplamından daha yüksek bir değere sahip olacağını ifade etmektedir.²³

1.4.3. Yetenekli Yönetime Sahip Olma

Finans literatüründe benimsenen hipotezlerden birisi yönetsel etkinlik seviyeleri birbirinden farklı iki firmanın birleşmesi sonucu ortaya çıkan firmanın yönetsel etkinliğinin, birleşen firmalardan etkinliği yüksek olanına eşit olacağını öne sürmektedir.²⁴

Birleşme nedenlerinden birisi de bir diğer işletmede var olan yetenekli ve uzman yöneticileri kendi bünyesine almak olabilir. Nitelikli ve bilgili yöneticileri istihdam etme imkanı sınırlı olan işletmeler için, bu özelliklere sahip diğer işletmelerle birleşmek büyük avantajlar sağlayabilecektir.

²²Meltem ÜLKÜ, "Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi", (Yüksek Lisans Tezi, T.C. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002), s. 15.

²³ÜLKÜ, a.g.e., s. 16.

²⁴UYSAL, a.g.e., s. 9.

1.4.4. Birleşmenin İç Büyümeye Göre Daha Avantajlı Olması

Günümüz şartlarında şirketlerin oto finansman veya borçlanma yoluyla (içsel büyüme) büyümeleri ve bunu uygun bir biçimde gerçekleştirmeleri çoğunlukla zor ve yavaş olmaktadır. Türkiye özelinde konuyu ele aldığımızda içsel büyümeye yönelecek şekilde kaynağa sahip olan çok az şirket vardır. Ayrıca içsel büyümenin, dışsal büyümeye göre daha yavaş olması, maliyetinin daha fazla olması ve risk faktörünün dışsal büyümeye göre fazla olması gibi bazı dezavantajlarının bulunması sebebiyle şirketler birleşmeleri, iç büyümeye tercih etmektedirler.²⁵

1.4.5. Finansal Nedenler

İki işletmenin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren veya birleşme sonucu ortaya çıkan firmanın borçlanma kapasitesi birleşmeye giren şirketlerin ayrı ayrı borçlanabilme kapasitesinden daha yüksek olmaktadır. Ayrıca, borç verenler açısından da risk derecesi düşmüş olacağından, şirket için daha uzun süreli ve daha ucuza borçlanma mümkün olabilmektedir. Şirketin borçlanma maliyetlerinin düşmesi ise, şirketi pazarda daha avantajlı ve rekabetçi bir konuma getirecektir.

1.4.6. Vergi Avantajı

Şirketleri birleşmeye iten faktörlerden birisi de kar veya zararlarını, birleşme yoluyla ileri veya geriye taşıyabilmeleridir. Birikmiş zararları olan ve bu zararları gelecek yıllar karlarından mahsup yapma olanağına sahip olan bir işletme, zarar nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar içinde sınırlı kalmak kaydıyla, kar üzerinden vergi ödememe olanağına sahiptir. Bu avantajdan faydalanmak amacıyla, özellikle karlı olan işletmelerin, ödemek zorunda oldukları vergiden kaçınmak için, zarar eden işletmelerle birleşme ya da satın alma yoluna gittikleri sık sık görülmektedir. Diğer bir vergi avantajı da birleşmelerin bazı koşulları sağlaması durumunda

²⁵UYSAL, a.g.e., s. 10.

birleşmeden doğan kazançların vergilendirilmemesi şeklinde de ortaya çıkabilmektedir.²⁶

1.4.7.Değerli Sınai Haklara Sahip Olma

İşletmeler değerli sınai haklara sahip olabilmek için bazı durumlarda diğer şirketler ile birleşmek ya da onlara sahip şirketleri satın almak zorunda kalabilirler. Örnek olarak Türkiye’de GSM operatörlüğü piyasasına girebilmek için Ulaştırma Bakanlığı’ndan lisans alınması gerekmektedir. Ancak bu lisansların sayısı GSM 900 şebekesinde 2 ve GSM 1800 şebekesinde 2 olmak üzere toplam 4 tanedir. Hali hazırda bu lisansların 4’ü de satılmış olduğundan bu piyasaya giriş ancak bu piyasada faaliyet gösteren bir şirketi satın alarak ya da bu şirketle birleşerek mümkün olabilmektedir.²⁷

1.4.8.Büyük Bir İşletme Yaratma

Şirket sahiplerinin ya da yönetim kurullarının, şirketin büyüklüğünün bazı avantajlar sağlayacağı hususunda inançları var ise daha büyük bir işletme yaratmak için bir ya da daha fazla şirketle birleşebilirler. Bu şekilde büyük bir işletmeye sahip olmak hem şirketin piyasadaki imajını hem de diğer şirketlerin şirkete bakışını olumlu yönde etkileyebilmektedir.

1.4.9.Rekabetin Azaltılması

Aynı endüstri dalında faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılacak birleşmeler, rekabetin azaltılması açısından önemlidir. Birleşen işletmeler toplam arzın daha büyük kısmına sahip olarak pazarda bu güçten faydalanabilirler. Piyasa yapıcısı olmak maliyet ve fiyat avantajını da beraberinde getirmektedir. Bu sebeple bu tür birleşmelerin gerçekleşebilmesi için hukuksal olarak bazı kısıtlamalar getirilmiştir. Rekabeti olumsuz etkileyebilecek birleşmeler için Rekabet Kurulu’ndan izin alınması gerekmektedir.²⁸

²⁶ÜLKÜ, a.g.e., ss. 19-20.

²⁷UYSAL, a.g.e., s. 11.

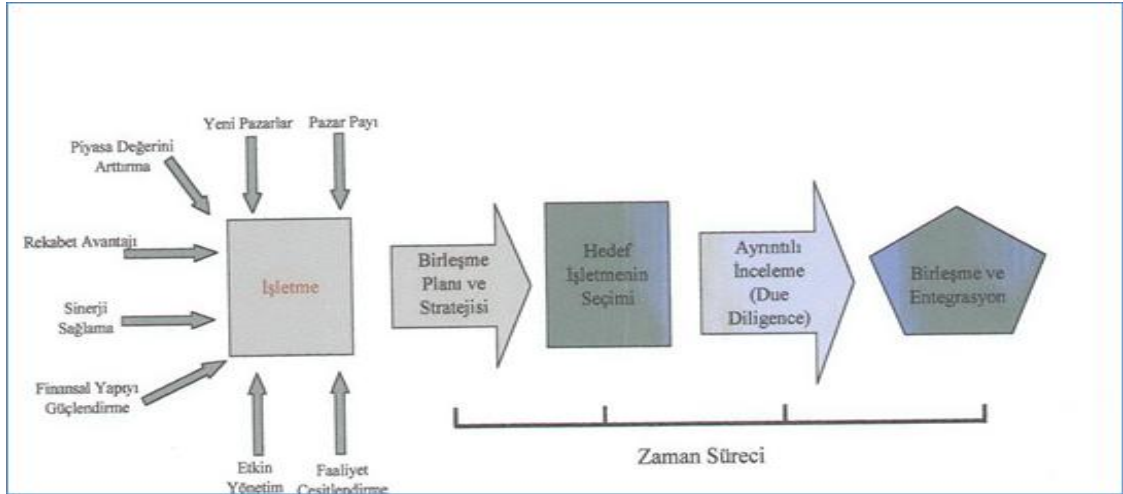
²⁸a.e., s. 12.

1.4.10.Psikolojik Nedenler

Şirket birleşmelerinin en önemli nedeni ekonomik nedenler olmasına rağmen, psikolojik nedenler de birleşmelerin gerçekleştirilmesinde önemli bir yere sahiptir. Kişinin yönetsel veya finans alanındaki yeteneklerini gösterme arzusu, daha büyük bir organizasyonu yönetme tutkusu, hırsı, firmanın devamını emniyet altına alma duygusu, korku, demode olma kaygısı da birleşme kararlarında etkili olmaktadır.²⁹

1.5.Birleşme ve Satın Alma: Süreci

Birleşme süreci birleşmenin gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan işlemleri içermektedir. Birleşme kararının alınmasından, birleşme sonrası değerlendirmeye kadar olan tüm işlemleri kapsamaktadır. Birleşme süreci karmaşık ve bir o kadar da zor bir süreçtir. Birleşme süreci genel kapsamda ele alındığında 4 temel sürecin olduğu görülmektedir.³⁰



Şekil 1. Birleşme Süreci

Kaynak: KANDEMİR, a.g.e., s. 147

²⁹UYSAL, a.g.e., s. 12.

³⁰Osman Kürşat ONAT, "Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi", (Yüksek Lisans Tezi, T.C. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), ss. 40-41.

1.5.1.Birleşmenin Planlanması

Daha önceki konu başlıklarında da incelendiği üzere birleşmelerin başarılı olması durumu işletmelere çok önemli avantajlar sağlamaktadır. Bununla birlikte gerçekleştirilen birleşme işlemlerine ilişkin olarak yapılan çalışmalarda birleşme ve satın almaların %50 ile %80'inde finansal ve stratejik hedeflere ulaşamadığı görülmektedir.³¹ Bu nedenle birleşmelerin son derece riskli ve masraflı olduğu ve başarısızlık durumunda işletme açısından özellikle ekonomik anlamda ciddi kayıplara yol açacağı da unutulmamalıdır. Birleşme işleminden önce tüm eksi ve artılar göz önüne alınmalı, başarıyı artıracak ya da başarısızlığa neden olabilecek etkenler önceden tahmin edilmeye çalışılarak birleşme işlemi planlanmalıdır.

Birleşme işlemini planlamada ilk adım amaçların belirlenmesidir. Amaçların doğru olarak belirlenmesi yöneticiler açısından yol gösterici nitelikte olacak, yanlış kararlar almasını engelleyecektir.³²

Amaçlar belirlendikten sonra girilecek pazar ve hedef firmaya ilişkin kıstaslar belirlenmelidir. Girilecek pazarın seçiminde pazarın büyüme oranı, yasal düzenlemeler, pazara giriş engelleri gibi kıstaslar göz önüne alınırken, hedef firmanın seçiminde şirketin yönetim gücü, pazar payı, karlılığı, ölçek ve sermaye yapısı gibi kıstaslar dikkate alınmalıdır. Bu noktada başlıca kıstaslar şu şekilde belirtilebilir:³³

Uygunluk: Hedef şirketin birleşme işlemine uygunluğu son derece önem arz etmektedir. Örneğin karlılık açısından çok olumlu ve şirkete geri dönüş yaratabilecek hedef şirketin alıcı işletmeyle bütünleşme açısından zayıf olması birleşme işleminin başarısız olmasına neden olacaktır. Uygunluk kriterleri olarak fiziksel kaynaklar, teknoloji, iş gücü, pazarlama, finansal kaynaklar ve çevreye uygunluk gibi faktörler belirlenebilir.

³¹ Nurzahit KESKİN, Türker BAŞ ve Gültekin YILDIZ, "Halkbank-Pamukbank Birleşmesini Başarılı Kılan Faktörlerin Belirlenmesine Yönelik Keşfedici Bir Araştırma", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 24, Sayı 279 (Haziran 2009), s. 37.

³²ELMAS, a.g.e., s. 19.

³³a.e., ss. 19-21.

Büyükük: Şirketi birleşmeye yönlendiren temel neden büyüyerek firma ölçeğini artırmak ise bu noktada hedef Şirketin büyükükü birleşme işleminin en önemli belirleyicisi konumuna gelir. Bu aşamada hedef Şirket için büyükük kriteri belirlenerek söz konusu büyüküğe ulaşamayan Şirketler elemine edilmiş olur.

Sermayenin Verimliliği: Şirketleri birleşme işlemine iten temel neden sağlanacak getiridir. Bu noktada birleşme iŐleminle elde edilmesi hedeflenen getiri Şirketin geçmiş yatırımları üzerinden hesaplanan getiri oranına, hedef Şirketin yer aldığı endüstrinin önde gelen Şirketlerinin getiri oranına, rakip Şirketlerin getiri oranına ya da Şirketin alternatif maliyetlerine göre değerlendirilir. Birleşme sonucu ulaşılması hedeflenen getiri oranının söz konusu getiri oranlarından büyük olması hedeflenir.

Şirketin Güçlü ya da Zayıf Yönleri: Birleşme iŐleminle işletmenin zayıf yönlerini güçlendirmesi ya da güçlü olduğu alanları daha da geliŐtirmesi ve hedef Şirkete kanalize edebilmesi amaçlanabilir. Örneğin Şirket likidite gücü yüksek bir Őirketse hedef Şirketin bu açıdan zayıf olması daha rasyonel olacaktır. Kendi kaynaklarını hedef Şirkete kanalize etmesi durumunda daha büyük bir sinerji etkisi yaratılabilir. Aynı Şekilde Şirket teknolojik açıdan zayıf ise bu açıdan gelişmiş bir hedef Şirket belirleyerek bünyesindeki bu zafiyeti gidermiş olur.

Kazançlarda İstikrarın Sağlanması: Şirketin dönemsel getirilere sahip olan bir Şirket olması durumunda, kendisini dönemsel dalgalanmalardan korumak için birleşme yolunu seçebilir. Örneğin bir dondurma üreticisi kış aylarında yaşadığı dönemsel gelir kaybından etkilenmemek için bir çikolata üreticisini hedef Şirket olarak belirleyebilir. Böylelikle risk azaltılır ve istikrarlı getiri garanti altına alınmış olunur.

İŞletmeler yukarıda sayılanlar dışında da kendi özelliklerine göre çeşitli kıstaslar belirleyebilir.

1.5.2.Hedef Şirketlerin Araştırılması, Seçimi ve Teklif Verilmesi

Birleşmenin planlanması aşamasında işletme tarafından ortaya konulan kriterler ve işletmenin yapısı göz önüne alınarak hedef şirketler araştırılır. Bu noktada hedef şirketin güçlü ve zayıf yönlerini, fırsat ve tehditlerini ortaya koyan SWOT analizinin yapılması önem taşımaktadır.³⁴

Söz konusu kriterlere ve işletmeye tamamen uyum sağlayabilecek şirketlerin bulunması çok zor olmakla birlikte, kriterlerin önemli ölçüde aşağısında ya da yukarısında bulunan şirketlerin elemine edilebilmesi önem taşır. Hedef şirket belirlenen kriterleri sağlamanın yanında işletme açısından tamamlayıcı bir rol oynayabilmelidir. Yani işletmenin zayıf ya da geliştirme ihtiyacı bulunan alanlarına kompoze olup eksiklikleri giderebilme özelliğine sahip olabilmelidir. Örneğin şirketin pazarlama kadrosu kuvvetli değilse, bu noktada belirleyeceği hedef şirketin pazarlama kanalının gelişmiş olması birleşme işleminin başarılı olmasını sağlayacaktır.³⁵

Hedef şirketin işletmeyle uyumu değerlendirilirken üç tür uyumdan söz etmek mümkündür: Temel, stratejik ve kültürel uyuma.³⁶ Temel uyum birleşmeye taraf şirketlerin faaliyet ve uzmanlıklarının potansiyel getiriye artırabilme noktasındaki uyumunu ifade ederken, stratejik uyum işletmelerin ürün, pazarlama vb. alanlardaki planlarındaki uyumu ifade etmektedir. Kültürel uyuma ise farklı iki kültürün pozitif değerler taşıyan yeni bir kültür oluşturması şeklinde ifade edilebilir.

Yukarıda belirlenen uyum kriterlerini sağlayan işletmelerin satın almaya konu olabilmesi için ayrıca çeşitli finansal özellikleri sağlaması gerekir. Örneğin hedef şirketin kar oranı yüksek ve büyüme potansiyeline sahip olması, borsa değerinin defter değerinden (piyasa değeri/defter değeri) düşük olması (Hisselerin düşük fiyatlandığının göstergesidir.) gibi özellikleri sağlayıp sağlamadığı dikkate alınır.

³⁴Hazel JOHNSON, *Mergers and Acquisitions*, 2. Baskı, Financial Times Prentice Hall, Aralık 1999, s. 97.

³⁵ELMAS, a.g.e., s. 19.

³⁶KANDEMİR, a.g.e., s. 149.

1.5.3.Hedef Şirketin Ayrıntılı İncelenmesi (Due Diligence)

Hedef şirketin araştırılması ve seçiminden sonraki aşama şirketin ayrıntılı bir biçimde incelenmesidir. Söz konusu inceleme Latince kökenli 'due dilligence' terimi ile ifade edilmektedir. Bu aşamada birleşme ve satın almaya konu olan işletmenin birleşme öncesi dönemdeki bütün finansal, yasal, teknik ve beşeri özellikleriyle ilgili bilgiler ayrıntılı olarak bir araya getirilir ve incelenir. Bu noktada satın alan şirketin hedef şirketle birleşmesi durumunda yasal, örgütsel ya da finansal anlamda herhangi bir sorunla karşılaşmayacağından emin olması gerekmektedir.³⁷

Satın alan şirket hedef işletmenin finansal durumu, mali yapısı, teknolojik durumu, çalışanların özellikleri vb. alanlarıyla ilgili tüm bilgilerini bir araya getirerek şirketin güçlü ve zayıf noktalarını ortaya koymaya çalışır. Birleşmenin satın alan firma hissedarları açısından bir değer yaratıp yaratmayacağına ortaya konulması amaçlanır.³⁸

Bu süreci temel olarak 3 aşamada ele almak mümkündür.³⁹

Birleşmeye taraf şirketlerin örgüt yapılarının ayrıntılı incelenmesi: Ayrıntılı inceleme aşamasında elde edilen bilgiler birleşme ve satın alma işlemine konu olan her iki taraf için de büyük önem taşımaktadır. Çünkü hedef işletme nasıl bir işletmenin bünyesi altına gireceği, uyum sağlayıp sağlayamayacağı konusunda tereddütler yaşarken, satın alan taraf konumundaki işletme ise hissedarlara pozitif getiri sağlayabilme noktasında tereddüt yaşamaktadır.

Ayrıntılı inceleme alıcı şirket tarafından yapılabileceği gibi, şirketten tamamen bağımsız ve profesyonel uzmanlar tarafından da yapılabilmektedir.

³⁷J. Fred WESTON ve Samuel C. WEAVER, **Mergers and Acquisitions**, The McGraw-Hill Executive MBA Series, s. 90.

³⁸Fatma YILDIZ, "Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), ss. 16-19.

³⁹KANDEMİR, a.g.e., ss. 150-152.

Hedef şirketin değerinin hesaplanması: Hedef şirketin değerinin belirlenmesi birleşme ve satın alma sürecinin en önemli aşamalarından birisidir. Çünkü hedef şirketin değerinin gerçek değerinden daha yüksek belirlenmesi durumunda ortaya çıkan maliyet artışı sinerji etkisinin küçülmesine neden olabilmektedir.

İşletmenin değerinin belirlenmesinde hem nicel, hem de nitel faktörler göz önüne alınmalıdır.

Nicel faktörler; dağıtılan kar payları, hisse senedinin piyasa değeri ve Fiyat/Kazanç oranları (F/K Oranı), gelecek dönemde elde edilecek gelirler ve büyüme hızı, hedef işletmenin defter ve tasfiye değeri ve indirgenmiş nakit akışına göre bugünkü değeridir.

Dağıtılan Kar Payları: Alıcı firma, hedef firmanın hissedarlarını birleşme işlemine ikna edebilmek için daha yüksek oranlarda kar payı dağıtım oranı belirleyebilir. Hissedarlar açısından daha yüksek getiri sağlayacağı beklentisi birleşme işlemine olumlu yaklaşımlarını sağlar. Ayrıca bu durum hisse senedi yatırımcıları tarafında da pozitif karşılanmakta ve işletmenin piyasa değerini yükseltmektedir.

Hisse Senedinin Piyasa Değeri ve F/K Oranı: Birleşme işlemlerinde genellikle firmanın piyasa fiyatı baz alınmaktadır. Bu aşamada piyasa fiyatının pazar koşullarındaki arz ve talebe göre belirlendiğinin ve oluşan fiyatın şirketin gerçek değerini yansıtamayabileceğinin göz önüne alınması gerekmektedir. Ayrıca hisse senedi borsada işlem görmeyen şirketlerde hisse senedi fiyatı bilinmediğinden F/K oranı hesaplanamamaktadır. Bu durumda benzer özelliklere sahip halka açık şirketlerin piyasa fiyatı baz alınmakta ve değerlendirme bu fiyat üzerinden yapılmaktadır. Alıcı firma F/K oranı düşük, yani düşük fiyatlanmış şirketlerle birleşme ve satın alma işlemine giderse bu oran yükselmekte, işletmenin piyasa değeri artmakta, bu durum hedef firma hissedarlarının birleşme işlemine ikna olmasında pozitif katkı sağlamaktadır.

Gelecek Dönemde Elde Edilecek Gelirler ve Büyüme Hızı: Büyüme hızı yüksek ve birleşmesi durumunda gelecek dönemde elde edilecek gelirlerinde artma potansiyeli bulunan işletmelerin değeri, büyüme hızı ve gelir potansiyeli düşük olan işletmelere nazaran daha yüksek belirlenmektedir.

Hedef İşletmenin Defter Değeri: Bir işletme açısından defter değeri şirketin muhasebe kayıtlarına göre oluşan değerini yansıtmaktadır ve birleşme işlemlerinde firma değerinin belirlenmesinde genellikle kullanılmamaktadır. Fakat bazı durumlarda, örneğin şirketin piyasa değeri defter değerinin önemli oranda altında ise ya da varlıkların satın alınması söz konusu ise firma değerinin belirlenmesinde defter değerinin kullanılması gerekmektedir.

Hedef İşletmenin Tasfiye Değeri: Bir firmanın tasfiye değeri, işletmenin faaliyetlerine son vermesi durumunda mevcut varlıklarının satılarak borçlarının ödenmesinden sonra kalan değeri ifade etmektedir. Tasfiye değeri de defter değeri gibi tarihsel değeri baz aldığı için firma değerinin belirlenmesinde genellikle kullanılmamaktadır. Fakat alıcı firma açısından birleşme işlemine konu olan şirketin olası bir elden çıkarma durumunda ne ifade ettiğini belirtmesi açısından önem arz etmektedir.

Hedef İşletmenin İndirgenmiş Nakit Akışına Göre Bugünkü Değeri: Bir firmanın bugünkü değeri, gelecekteki nakit akışlarının belirli bir iskonto oranı üzerinden indirgenmiş değerinden borçlarının düşülmesi sonucu kalan tutardır. Firmanın çalışır durumda bir bütün olarak satın alınması durumunda bu değer kullanılması daha uygundur. Çünkü defter ve tasfiye değeri gibi değerler şirketin geçmiş ya da cari değerini göz önüne alırken, bu değer gelecekteki performansı baz almaktadır. Bu değer doğru bir şekilde hesaplanması ise iskonto oranının doğru tespit edilmesine bağlıdır.

Nitel faktörler ise birleşme sonrası hedeflenen kar beklentisi, hedef işletmenin sahip olduğu yönetim, teknik kadro, üretim konusundaki bilgi birikimi ve tecrübesi gibi faktörlerdir.

Yasal prosedürün incelenmesi: Birleşme ve satın alma işleminin gerçekleşebilmesi için yasal prosedürün uygun olması gerekmektedir. Birleşme ve satın alma işleminin parasal değeri, işlemin gerçekleştiği ülkede birleşme ve satın almayla ilgili yasal düzenlemeler, devletlerin teşvik edici ya da sınırlayıcı uygulamaları ve işlemin ülke içinde mi, yoksa sınır ötesinde mi gerçekleştiği bu noktada incelenmesi ve dikkate alınması gereken unsurlardır.

1.5.4. Birleşme ve Entegrasyon

Birleşme ve satın alma işlemi için gerekli izinler alınıp, yasal süreç tamamlandıktan sonra oluşan yeni şirket faaliyete geçmekte ve entegrasyon süreci başlamaktadır. Söz konusu sürecin ne kadar süreceği işletmeler açısından farklılık göstermektedir. Eğer başarılı bir birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmişse yeni işletme kültürü yavaş yavaş oluşmakta, çalışanların verimliliği ve kar hedeflenen seviyelere ulaşmaya başlamaktadır. Bu süreç işleme konu iki taraf açısından da uyumlu bir yapı oluşuncaya kadar devam etmektedir.

1.6. Birleşme ve Satın Alma: Avantajları-Dezavantajları

Daha önceki başlıklarda incelenen şirket birleşmelerinin nedenleri-amaçları, aynı zamanda birleşmelerin avantajlarını oluşturmaktadır. Birleşmeler işletmelere çok çeşitli avantajlar sağlamakla birlikte, birleşme işlemine konu olan şirketler açısından bazı dezavantajlar da yaratabilmektedir. Söz konusu dezavantajların bazıları aşağıda açıklandığı gibidir:⁴⁰

Kontrol Kaybı: Hedef şirketin alıcı firma tarafından yönetim ve idaresini kaybetmesine neden olabilecek büyüklükteki birleşme ve satın alma işlemlerinde, hedef şirketin yöneticileri firma üzerindeki kontrolünü kaybetmiş olur. Bu durum hedef firma açısından birleşme ve satın alma işleminin dezavantajı olarak ele alınabilir.

⁴⁰ELMAS, a.g.e., s. 22.

Kültür Çatışması: Birleşme ve satın alma sürecinin en son aşaması daha önceki konu başlıklarında ele alındığı üzere entegrasyondur. Bu süreçte ise genellikle şirketlerin bir araya gelme noktasında bazı kültürel sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Birbirine benzer örgüt yapısı, üretim ve yönetim tarzları bulunsa bile her şirketin kendine has bir kültürü vardır ve bu durum bazı birleşme işlemlerinde önceden öngörülemeyen sorunlara neden olabilmekte, beklenen sinerji etkisi sağlanamamaktadır.

Çıkar Çatışması: Birleşme işlemi gerçekleşmeden önce her ne kadar hedefleri birbirleriyle çatışmayacak, aksine birlikte hareket ederek sinerji etkisi yaratabilecek şirketler seçilmeye çalışılsa da önceden öngörülemeyen çıkar çatışmaları yaşanabilmekte ve bu durum şirketler arasında oluşacak entegrasyonu olumsuz etkileyebilmektedir. Bu noktada hedef firma belirlenirken birleşme işlemine konu her iki tarafında çıkarları çok iyi analiz edilmeli ve çıkar çatışmasının yaşanabilme olasılığı bertaraf edilmelidir.

1.7. Birleşmenin Finansmanı ve Ödeme Şekilleri

Birleşme işlemlerinde ödemenin nasıl yapılacağı çok önemli bir konudur. Tek bir yöntem seçilebileceği gibi yöntemlerin bir kaçı ya da hepsi kullanılabilir. Teorik olarak hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın değerlendirme yöntemi aynı olacağı için işletmenin finansal yapısında bir değişiklik yaratmaz. Fakat uygulamada bazı farklılıklar görülebilir.⁴¹

1.7.1. Nakit Ödeme

Nakit ödeme yönteminde alıcı şirket hedef şirketin hisse senetlerini nakit karşılığında satın almaktadır. Bu noktada hedef şirketin likit varlıklarının çokluğu alıcı

⁴¹Alövsat MÜSLÜMOV, **The Financial Analysis of Mergers**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 141, 2003, ss. 12-14.

şirketin yapacağı ödeme açısından güvenilir bir fon kaynağı olacaktır. Ayrıca hedef şirketin hissedarları likit kaynak elde etmiş olacak, bu likidi alternatif yatırımlarda kullanabilecektir. Bunun yanında nakit ödeme sonucunda birtakım vergisel yükümlülükler oluşabilmektedir. Söz konusu durum ise nakit ödemenin hedef şirketin hissedarları açısından olumsuz yönünü oluşturmaktadır.

Alıcı şirket açısından ise elindeki nakit kaynakları alternatif alanlara yönlendirme imkanından mahrum kalmasına neden olmaktadır. Ayrıca eğer nakit ödeme için kredili kaynaklara başvurulduysa, şirketin bilançosu ve gelecekteki borçlanma imkanları açısından olumsuz etki yaratabilmektedir.⁴²

1.7.2.Hisse Senedi Değişimi ile Ödeme

Nakit ödeme yöntemi kaynak sıkıntısı nedeniyle bazı firmalar tarafından gerçekleştirilememektedir. Bu yüzden hisse senedi ile ödeme yöntemine daha çok küçük, yeni kurulan, büyüme potansiyeli yüksek ancak kısıtlı kaynaklara sahip firmalarda rastlanmaktadır. Bu gibi durumlarda, birleşmeler genelde hisse senedi değişimiyle gerçekleştirilir ve şirketler hisse senetlerini birleşme görüşmelerinde belirlenecek olan bir değişim oranından değiştirirler. Hedef firma hissedarlarına satın alan işletmenin hisse senetleri verilmekte, eğer işletme birleşme işleminden sonra da varlığını devam ettiriyorsa söz konusu işletmenin hissedarı olmaktadır. Fakat birleşme işleminden sonra yeni bir tüzel kişilik oluşturuluyorsa oluşan yeni şirketin hissedarı konumuna geçmektedirler.

Nakit ödeme ve hisse senedi ile ödeme arasındaki farklara bakılacak olunursa hisse senedi ile ödemede likidite korunmuş ve nakdin borçlanılarak elde edilmiş olması durumunda faiz maliyetine katlanılmamış olur.

⁴²İbrahim Eren ŞAHİN ve Baki YILMAZ, "Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri", **Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 13, Sayı 19 (2010), <http://asosindex.com/articlesearch?command=search&keyword=Kamu+Kurum+Ve+Kurulu%C5%9Flar%C4%B1%2CHizmet+%C4%B0%C3%A7i+E%C4%9Fitim+%2CY%C3%B6ntem%2C+%2C%2C> (11 Eylül 2014), s. 70.

Hisse senedi ile ödeme yönteminde hedef firmanın değeri nakit ödemeye göre daha kolay tespit edilebilmektedir. Ayrıca hedef firmanın değerlendirilmesinde hata varsa, örneğin hedef şirketin bazı borçları gözden kaçırılmış ve şirket gerçek değerinden daha yüksek değerlendirilmişse, alıcı firmanın hissedarları zarar etmiş olur. Fakat hisse senedi ile ödeme yönteminde şirketin değeri gerçek değerinden yüksek belirlense bile, zarar kısmen de olsa hedef şirketin hissedarlarına yüklenebilmektedir. Yani oluşan risk dağıtılabilmektedir.

Nakit ve hisse senedi ile ödeme yönteminde diğer bir fark ise birleşmenin getirisi ve maliyeti noktasında oluşmaktadır. Bu durumu bir örnekle açıklamak konuyu daha anlaşılır kılacaktır.⁴³ (Örnekte X firmasının Y firmasını satın almak istediği ve birleşme işleminden 200.000 TL kazanç elde etmek istediği varsayılmıştır.)

Tablo 1: Hisse Senedi ile Ödeme - X ve Y Firmalarına Ait Veriler

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

Kaynak: Yıldız, a.g.e., s.33

X firmasının bu birleşme işleminde nakit ödeme yöntemini tercih etmesi durumunda;

X firması bu birleşmeden 200.000 TL kazanç elde etmeyi planlamaktadır ve bu beklentiye paralel olarak Y firmasına hisse senetlerini 0,12 TL/adet ödeyerek satın almayı teklif etmektedir. Böyle bir durumda Y firmasının toplam piyasa değeri 400.000 TL'den 480.000 TL'ye çıkmaktadır. (4.000.000 adet*0,12 TL) Aradaki 80.000 TL'lik fark ise X firması açısından birleşmenin maliyeti yani birleşme için ödediği fiyattır. Y firması açısından ise hissedarların kazancını ifade etmektedir. X firması ise birleşmeden

⁴³YILDIZ, a.g.e., ss. 33-34.

elde etmeyi planladığı kazanç (200.000 TL) ile birleşme işlemi için ödediği fiyat (80.000 TL) arasındaki fark kadar, yani 120.000 TL kazanç elde etmiş olur.

X firmasının bu birleşme işleminde hisse senedi ile ödeme yöntemini tercih etmesi durumunda;

Bu durumda X firmasının birleşmeden elde edeceği kazanç teklif edeceği hisse senedi sayısına göre değişecektir. X firmasının Y firmasına her bir hisse senedine karşılık kendi hisse senetlerinden bir tane vermeyi teklif ettiğini varsayarsak, X firmasının ihraç edilmiş hisse senedi sayısı 9.000.000 adet (5.000.000+4.000.000) olur. Bu durumda oluşan yeni işletmede X firması hissedarları firmanın %55,5'ine sahip olur. (X firması Y firmasının her bir hisse senedine karşılık kendi hisse senetlerinden bir tane vereceği için $480.000+600.000=1.080.000$ TL olacağı için, X firmasının ortaklık payı $600.000/1.080.000=0,555$ olacaktır.) X firması hissedarları söz konusu birleşme işleminden 200.000 TL kazanç elde etmeyi planladığı için, planladığı bu kazançtan payı oranında, yani $200.000 \text{ TL} * 0,555 = 111.000 \text{ TL}$ kazanç elde ederler.

X firmasının birleşme işleminden elde ettiği kazanç nakit ödeme yönteminde, hisse senedi ile ödeme yöntemine göre daha fazladır. Bu nedenle X firmasının hisse senedi ile ödeme yöntemini benimsemesi durumunda Y firmasıyla daha düşük bir hisse senedi değişim oranı üzerinden anlaşması gerekmektedir.

1.7.3. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme

Bu yöntem diğer yöntemlerle karşılaştırıldığında alıcı işletmeye avantaj sağlayan bir yöntemdir. Hedef işletmeye yapılacak ödemenin bir kısmı diğer ödeme şekilleriyle gerçekleştirilirken, kalan kısım birleşme sonrası oluşan yeni işletmenin elde edeceği karlılığa bağlı olarak ödenir.⁴⁴

⁴⁴ELMAS, a.g.e., s. 40.

Birleşme işleminde söz konusu ödeme yönteminin seçilmesi işletmelere bazı avantajlar sağlamaktadır. Bu avantajlar şu şekilde açıklanabilir:⁴⁵

- Birleşmenin ilk finansman maliyetini düşürür. Birleşmek isteyen şirket finansman konusunda sıkıntı yaşamaz.

- Hedef firmanın karı henüz birleşme fiyatı ödenmemiş olsa bile oluşan yeni işletmeye aktarılabilir, dolayısıyla net kar/özkaynak oranına pozitif katkı sağlar.

- Devralma fiyatının tamamının ödenmesi yeni işletmenin gelecekte elde edeceği gelire bağlı olduğu için, hedef işletme yöneticilerinin şirket çıkarları için daha yüksek motivasyonla çalışmasını teşvik eder.

- Devralma fiyatının tamamının ödenmesinin yeni işletmenin gelecekte elde edeceği gelire bağlı olması, alıcı firma açısından hedef şirkete değerinden fazla ödemede bulunma olasılığını ortadan kaldırır.

1.7.4. Borçlanarak Satın Alma

Birleşme ve satın alma işlemlerinde borçlanarak satın alma yönteminin seçilmesi durumunda, alıcı şirket hedef firmayı yüksek tutarlarda borçlanarak devralır. Satın alınan hedef işletmenin hisse senetleri bu işlemden sonra menkul kıymet piyasasında işlem görmez. Finansman büyük bir oranda borçlanma yöntemiyle karşılanır.

Borçlanarak satın alma yönteminde satın alan firma tarafından birleşme işlemini gerçekleştirebilmek için yaratılan borçlar temelde garanti edilen ve edilmeyen borçlar olarak ikiye ayrılır. Garanti edilen borçlarda teminat hedef işletmenin varlıklarıdır. Borçlanma kısa vadeli ise alacaklar gibi nakde kolay döndürülebilecek likit varlıklar, uzun vadeli ise sabit varlıklar teminat olarak gösterilir.

Bu yöntemin tercih edilebilmesi için işletmenin bazı özellikler taşıması gerekir:

- Firma sektöründe büyüme potansiyeli olan ve karlılık anlamında tatmin edici seviyede bulunan bir firma olmalıdır.

⁴⁵ELMAS, a.g.e., ss. 40-41.

•Yüksek oranda borçlanma yoluna gidileceği için banka ya da borç veren diğer kurumlarca teminat kabul edilebilir kaliteli aktif varlıklara sahip olmalıdır.

•Düzenli ve tatmin edici nakit akımlarına sahip, yeterli çalışma sermayesine sahip olmalıdır.

Borçlanarak satın alma yönteminin doğru ya da yanlış olduğuna dair ortak bir görüş bulunmamaktadır. Bir taraf yaratılan yüksek kaldıraç oranının ekonominin dengesini bozacağını iddia ederken, diğer taraf hantal yapıların hareketlenmesi noktasında iyi bir yöntem olduğu konusunda hem fikirdir.⁴⁶

1.7.5.Yüksek Getirili Tahviller

Tapon tahviller olarak da adlandırılan söz konusu tahviller borçlanarak satın alma işlemlerinde kullanılan bir yöntemdir. Yüksek getirili tahviller adından da anlaşılacağı üzere yatırımcıya yüksek oranda getiri sağlar, fakat derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyesinin altında değerlendirilir.

Söz konusu tahvillerin temel özellikleri belirli bir dönem için geri ödemesiz olmaları, faiz oranlarının yüksek olması ve teminata dayalı olmamalarıdır. Bu yöntem daha çok küçük ölçekli işletmelerin, görece daha büyük firmalarla birleşmelerinde uygulanmaktadır. Teminatsız olması ve genelde 3-5 yıl gibi bir süre için geri ödemesiz olması dolayısıyla tercih edilir, küçük işletme geri ödeme yapmadığı süre zarfında geri ödemeyi yapabilecek nakdi elde eder.⁴⁷

⁴⁶ŞAHİN ve YILMAZ, a.g.m., ss. 70-71.

⁴⁷ELMAS, a.g.e., ss. 42-43.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİ

2.1. Türkiye'de Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hukuki Yapısı

Bu bölümde Türkiye'de şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin hukuki yapısı mevcut mevzuat çerçevesinde ortaya konulmaya çalışılmıştır. Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nda, Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun (RKn)'da ve Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK)'nda şirket birleşme ve satın almalarıyla ilgili yer alan unsurlar ayrıntılı olarak incelenmeye çalışılmıştır.

2.1.1. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Şirket Birleşme ve Satın Almaları⁴⁸

1957 yılından beri yürürlükte olan 6762 sayılı TTK revize edilmiş ve Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından 13 Ocak 2011 tarihinde kabul edilen ve 27846 numaralı, 14 Şubat 2011 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 6102 sayılı TTK yürürlüğe girmiştir. Bir önceki TTK ile 7 maddede düzenlenen birleşme işlemleri, bölünmenin de eklenmesiyle yeni TTK ile 61 madde halinde düzenlenmiştir.

İlk bölümde birleşmenin tanımı yapılırken TTK'da yer alan birleşme tanımına yer verilmiştir. Hatırlamak amacıyla kısaca açıklamak gerekirse, birleşme TTK'da 'devralma' ve 'yeni kuruluş' şeklinde olmak üzere iki türdür. Bu çerçevede kabul eden şirket 'devralan', katılan şirket 'devrolunan' olarak adlandırılır. Birleşme devrolunan şirketin malvarlığı karşılığında, bir değişim oranına göre devralan şirketin paylarının, devrolunan şirketin ortaklarınca kendiliğinden iktisap edilmesiyle gerçekleşir.⁴⁹

⁴⁸Türk Ticaret Kanunu, <http://www.ticaretkanunu.net/yeni-turk-ticaret-kanunu/> (16.07.2014)

⁴⁹KPMG, **Yeni Türk Ticaret Kanunu: Dünya Değişiyor. Ya Siz?**, 2011, <https://www.kpmg.com/TR/tr/Issues-And-Insights/ArticlesPublications/Documents/Yeni-TTK-Dunya-Degisiyor-Ya-Siz.pdf>, (16.07.2014), ss. 33-34.

2.1.1.1.Genel Hükümler

TTK'da birleşme ve satın alma işlemleriyle ilgili olarak aşağıdaki genel hükümlere yer verildiği görülmektedir:

- Bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle 'devralma şeklinde birleşme' veya yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri, teknik terimle 'yeni kuruluş şeklinde birleşme' şeklindedir.
- Kabul eden şirket 'devralan', katılan şirket 'devrolunan' olarak adlandırılır.
- Birleşme, devrolunan şirketin mal varlığı karşılığında, bir değişim oranına göre devralan şirketin paylarının, devrolunan şirketin ortaklarınca kendiliğinden iktisap edilmesiyle gerçekleşir. Birleşme sözleşmesi ayrılma akçesini de öngörebilir.
- Birleşmeyle, devralan şirket devrolunan şirketin mal varlığını bir bütün halinde devralır. Birleşmeyle devrolunan şirket sona erer ve ticaret sicilinden silinir.

TTK'ya göre şirket birleşme ve satın alma işleminin gerçekleşebilmesi için bazı koşulların gerçekleşmesi gerekmektedir. Söz konusu koşullar aşağıda maddeler halinde belirtilmiştir:

2.1.1.1.1.Geçerli Birleşmeler

Bir önceki TTK 147. md.'ye göre '*Birleşme, yalnız aynı neviden olan şirketler arasında caizdir. Şu kadar ki, birleşme bakımından kolektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler aynı neviden sayılır.*'

Söz konusu madde uyarınca şirket birleşmelerinde birleşen şirketlerin aynı türden olması şartı aranmaktaydı. Bu şart yeni TTK ile ortadan kaldırılmış, sermaye şirketlerinin limited ya da anonim şirket olmasına bakılmaksızın birleşebilmelerine olanak sağlanmıştır.

TTK 137.Md.'ye göre:

"(1) Sermaye şirketleri;

- a) Sermaye şirketleriyle,
 - b) Kooperatiflerle ve
 - c) Devralan şirket olmaları şartıyla, kollektif ve komandit şirketlerle,
- birleşebilirler.

(2) Şahıs şirketleri;

- a) Şahıs şirketleriyle,
 - b) Devrolunan şirket olmaları şartıyla, sermaye şirketleriyle,
 - c) Devrolunan şirket olmaları şartıyla, kooperatiflerle,
- birleşebilirler.

(3) Kooperatifler;

- a) Kooperatiflerle,
 - b) Sermaye şirketleriyle ve
 - c) Devralan şirket olmaları şartıyla, şahıs şirketleriyle,
- birleşebilirler.

2.1.1.1.2. Tasfiye Halindeki Bir Şirketin Birleşmeye Katılması

TTK 138. maddeye göre tasfiye halindeki bir şirket birleşme işlemine katılabilir. Şirketin birleşme işlemine katılabilmesi için devrolunan şirket olması ve henüz malvarlığının dağıtılmasına başlanmamış olması gereklidir. Bu iki koşulu sağlayamayan tasfiye halindeki şirket birleşme işlemine katılamaz. Söz konusu şartların sağlanıp sağlanmadığının kontrolü ise devralan şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki Ticaret Sicili Müdürlüğüne sunulan belgeler yolu ile gerçekleştirilir ve ispatlanmış olur.

2.1.1.1.3.Sermayenin Kaybı veya Borca Batıklık Durumunda Birleşmeye Katılma

Sermayesinin ve kanuni yedek akçelerinin toplamının yarısını bilanço zararıyla yitiren şirketlerde eksi bilanço, zararın bu durumun üzerinde bir rakam olması durumunda ise borca batıklık durumu, diğer bir ifadeyle kırmızı bilanço durumu söz konusudur. TTK ile söz konusu bilançolara sahip şirketlerinde birleşme işlemine katılabilmesine imkan sağlanmıştır. TTK 139. maddeye göre birleşilen şirketin yitirilen sermayeyi, gerektiğinde borca batıklık durumunu karşılayabilecek serbestçe tasarruf edilebilir özkaynağının bulunması durumunda birleşme işlemi gerçekleştirilir. Birleşilen şirketin söz konusu mali yeterlilikte olup olmadığının kontrolü söz konusu koşulların sağlandığını gösteren belgelerin devralan şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki Ticaret Sicili Müdürlüğüne sunulması yolu ile gerçekleşir ve ispatlanmış olur. Bu durumda eksi ya da kırmızı bilançoya sahip, borca batık şirketin devrolan ya da devrolunan olmasının önemi yoktur. Fakat kendisinde bulunan ve serbestçe tasarruf edebileceği özkaynaklarını borca batık şirketi kurtarmaya tahsis eden şirketin azınlıkta kalan ortaklarının menfaatlerinin korunması gerekmektedir.⁵⁰

2.1.1.2.Ortaklık Payları ve Hakları, Ayrılma Akçesi, Sermaye Artırımı, Yeni Kuruluş ve Ara Bilanço

TTK'nın 140-144. maddeleri arasında ortaklık payları ve hakları, ayrılma akçesi, sermaye artırımı, yeni kuruluş ve bilanço konularındaki düzenlemelere yer verilmiştir.

2.1.1.2.1.Ortaklık Payının ve Haklarının Korunması, Ayrılma Akçesi

Devrolunan şirketin pay sahiplerine devralan şirketten oransal olarak yeni paylar verilir. TTK 140. maddesinde devrolunan şirket ortaklarının böyle bir hakkı talep etme haklarının olduğu, bu hakkın birleşmeye katılan şirketlerin malvarlıklarının değeri, oy haklarının dağılımı ve önem taşıyan diğer hususlar göz önüne alınarak hesaplandığı belirtilmiştir. Söz konusu maddede ortaklık paylarının değişim oranları belirlenirken,

⁵⁰KPMG, a.g.e., ss. 34-35.

devrolunan şirketin ortaklarına tahsis olunan ortaklık paylarının gerçek değerlerinin onda birini aşmaması kaydıyla bir denkleştirme ödemesinde bulunulabileceği belirtilmiştir. Ortaklık payları ve hakları devrolunan şirketteki şirkete katılma payı, paya bağlı malvarlığı, denetim, yönetim ve incelemedir.

Devrolunan şirkette oydan yoksun paylar varsa, bu ortaklarda aynı değerde ve oydan yoksun ya da oy hakkı taşıyan devralan şirket paylarından alır. Eğer devrolunan şirkette imtiyazlı paylara sahip ortaklar varsa, bu pay sahiplerine devralan şirkette eş değer haklar ya da eşit miktarda tazminat verilir. Aynı şekilde devralan şirket devrolunan şirketin intifa senetlerine sahipse, eş değer haklarını tanımak ya da birleşme sözleşmesinin yapıldığı tarihteki gerçek değeri üzerinden satın almak zorundadır.⁵¹

TTK 141. maddesine göre birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilirler. Hatta birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde sadece ayrılma akçesinin verilmesini de öngörebilir.

Bu maddenin arkasında yatan düşünce şirketten çıkmak isteyen ortaklara ayrılma akçesi karşılığında çıkış imkanının verilmesi, ayrıca şirkette istenmeyen azlığın şirketteki çoğunluk tarafından verilen kararla ayrılma akçesi karşılığında ortaklıktan çıkartılabilesidir. Karar şirket sermayesinin yüzde doksanın olumlu kararıyla alınır.

2.1.1.2.2.Sermaye Artırımı, Yeni Kuruluş ve Ara Bilanço

TTK 142. maddeye göre devralma yoluyla birleşmede devrolunan şirketin pay sahiplerine devralan şirketin paylarından verilebilmesi için gereken miktarda sermaye artışı yapılır. Halka açık anonim şirketlerde, yeni payların halka arzına ilişkin hükümler, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kaydına alınmasına ilişkin olanlar müstesna olmak üzere uygulanmaz. 144. maddeye göre ise birleşme sözleşmesinin imzalandığı tarih ile bilanço günü arasında altı aydan fazla bir süre geçmişse, ayrıca birleşmeye katılan

⁵¹KPMG, a.g.e., s. 35.

şirketlerin malvarlıklarında önemli değişimler meydana gelmişse, birleşmeye katılan şirketler bir ara bilanço düzenlemek zorundadır.

2.1.1.3. Birleşme Sözleşmesi ve Birleşme Raporu

Birleşme sözleşmesi ve raporuna ilişkin hükümler TTK 145-148 maddeleri arasında düzenlenmiştir:

Birleşme sözleşmesinin yazılı olması ve birleşmeye taraf şirketlerin Yönetim Kurulları tarafından imzalanması ve Genel Kurul'larınca onaylanması gerekmektedir. Birleşme sözleşmesinin içeriğinde yer alması gereken hususlar ise TTK 146. maddede belirtilmiştir. Buna göre birleşme sözleşmesinin;

- Birleşmeye katılan şirketlerin ticaret unvanlarını, hukuki türlerini, merkezlerini; yeni kuruluş yolu ile birleşme hâlinde, yeni şirketin türünü, ticaret unvanını ve merkezini,
- Şirket paylarının değişim oranını, öngörölmüşse denkleştirme tutarını; devrolunan şirketin ortaklarının, devralan şirketteki paylarına ve haklarına ilişkin açıklamaları,
- Devralan şirketin, imtiyazlı ve oydan yoksun payların sahipleriyle intifa senedi sahiplerine tanıdığı hakları,
- Şirket paylarının değiştirilmesinin şeklini,
- Birleşmeyle iktisap edilen payların, devralan veya yeni kurulan şirketin bilanço kârına hak kazandığı tarihi ve bu isteme ilişkin bütün özellikleri,
- Gereğinde 141 inci madde uyarınca ayrılma akçesini,
- Devrolunan şirketin işlem ve eylemlerinin devralan şirketin hesabına yapılmış sayılacağı tarihi,
- Yönetim organlarına ve yönetici ortaklara tanınan özel yararları,
- Gereğinde sınırsız sorumlu ortakların isimlerini içermesi zorunludur.

Ayrıca birleşmeye katılan şirketlerin yönetim organları ayrı ayrı ya da birlikte, birleşme hakkında bir rapor hazırlar. Birleşme raporunun içeriği TTK 147. maddede yer almaktadır. Buna göre Birleşme Raporu'nda;

- Birleşmenin amacı ve sonuçları,
- Birleşme sözleşmesi,
- Şirket paylarının değişim oranı ve öngörülümüşe denkleştirme akçesi; devrolunan şirketlerin ortaklarına devralan şirket nezdinde tanınan ortaklık hakları,
- Gereğinde ayrılma akçesinin tutarı ve şirket pay ve ortaklık hakları yerine ayrılma akçesi verilmesinin sebepleri,
- Değişim oranının belirlenmesi yönünden payların değerlemesine ilişkin özellikler,
- Gereğinde devralan şirket tarafından yapılacak artırımın miktarı,
- Öngörülümüşe, devrolunan şirketin ortaklarına, birleşme dolayısıyla yüklenecek olan, ek ödeme ve diğer kişisel edim yükümlülükleri ile kişisel sorumluluklar hakkında bilgi,
- Değişik türdeki şirketlerin birleşmelerinde, yeni tür dolayısıyla ortaklara düşen yükümlülükler,
- Birleşmenin, birleşmeye katılan şirketlerin işçileri üzerindeki etkileri ile mümkünse bir sosyal planın içeriği,
- Birleşmenin, birleşmeye katılan şirketlerin alacaklıları üzerindeki etkileri,
- Gerekliyse, ilgili makamlardan alınan onaylar hukuki ve ekonomik yönden açıklanır ve gerekçeleri belirtilir.

2.1.1.4.Bilgi Verme ve Bildirim Yükümlülüğü

Kanun, ortaklara, intifa senedi hamilleri ile menkul değer ve menfaat sahiplerine ve diğer ilgililere bilgi vermek, bu suretle haksız menfaat sağlanmasını ve kaybını önlemek, şeffaflığı temin etmek ve oy hakkına haiz olanların bu haklarını bilinçli bir şekilde kullanmalarına yardımcı olmak üzere birleşmeye katılacak şirketlerden her

birinin, merkezleriyle şubelerinde, halka açık anonim şirketlerin ise SPK'nın öngöreceği yerlerde, genel kurul kararından önceki otuz gün içerisinde;

- Birleşme Sözleşmesi'ni
- Yönetim Kurulu'nun Hazırladığı Birleşme Raporu'nu ve
- Son üç yılın yılsonu finansal tablolarını ve gerektiğinde ara bilançolarını bu kişilerin incelemesine açmak zorundadır.

Birleşme sözleşmesinin imzalandığı tarih ile genel kurula sunulduğu tarih arasında birleşmeye katılan şirketlerin aktif ve pasiflerinde önemli bir değişiklik meydana gelmişse, yönetim organına iki yönlü bir bildirim yükümlülüğü düşmektedir. Söz konusu yönetim organı değişikliği hem kendi genel kuruluna, hem de diğer şirketin yönetim kuruluna bildirmek zorundadır.

2.1.1.5. Birleşme Kararı

Birleşme sözleşmesinin onaylanmasına ilişkin genel kurul kararları;

- (a) Anonim ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde esas veya çıkarılmış sermayenin çoğunluğunun temsil edilmesi şartıyla, genel kurulda mevcut bulunan oyların dörtte üçüyle,
- (b) Limited şirketlerde sermayenin en az dörtte üçünü temsil eden paylara sahip bulunmaları şartıyla, tüm ortakların dörtte üçünün oylarıyla,
- (c) Bir kooperatif tarafından devralınacak sermaye şirketlerinde, sermaye şirketlerinde, sermayenin çoğunluğunun temsil edilmesi şartıyla, genel kurulda mevcut bulunan oyların dörtte üçüyle,
- (d) Kooperatiflerde, verilen oyların üçte ikisinin çoğunluğuyla; ana sözleşmede ek ödeme ve başka edim yükümlülükleri ya da sınırsız sorumluluk kabul edilmiş veya bunlar mevcut olup da genişletilmişse kooperatife kayıtlı tüm ortakların dörtte üçünün olumlu oylarıyla alınmalıdır.

Kolektif ve komandit şirketlerde birleşme sözleşmesinin oy birliğiyle onaylanması gerekir. Ancak, şirket sözleşmesinde birleşme sözleşmesinin bütün ortakların dörtte üçünün kararıyla onaylanması öngörülebilir.

Sermayesi paylara bölünmüş bir komandit şirketin, başka bir şirketi devralması halinde, yukarıda yer alan (a) bendindeki şartlara ek olarak, sınırsız sorumlu ortakların (komandite ortaklar) tamamının birleşmeyi yazılı olarak onaylamaları gereklidir.

Bir limited şirket tarafından devralının anonim ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirkette, devralma ile ek yükümlülük ve kişisel edim yükümlülükleri de öngörülüyorsa veya bunlar mevcut olup da genişletiliyorsa, bütün ortakların oy birliğine gerek vardır.

2.1.1.6. Birleşmenin Hüküm İfade Etmesi, Hukuki Sonuçları

Birleşmeye katılan şirketler tarafından birleşme kararı alınır alınmaz, yönetim organları birleşmenin tescili için Ticaret Sicili'ne başvurur. Devralan şirket birleşmenin gereği olarak sermaye artırımına gitmişse, diğer kararların yanı sıra esas sözleşme değişikliklerine ilişkin genel kurul kararları da Ticaret Sicili'ne tescil ettirilir.

Birleşme, birleşmenin Ticaret Sicili'ne tescili ile geçerlilik kazanır. Tescil anında devrolunan şirketin tüm aktif ve pasifleri kendiliğinden devralan şirkete geçer ve devrolunan şirket birleşmenin Ticaret Sicili'ne tescili ile infisah eder. Birleşme kararı Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan olunur.

2.1.1.7. Sermaye Şirketlerinde Kolaylaştırılmış Birleşme

TTK madde 155'e göre kolaylaştırılmış birleşmeye aşağıdaki durumlarda izin verilir:

- (1) (a) Devralan sermaye şirketi devrolunan sermaye şirketinin oy hakkı veren bütün paylarına veya
- (b) Bir şirket ya da bir gerçek kişi veya kanun yahut sözleşme dolayısıyla bağlı bulunan kişi grupları, birleşmeye katılan sermaye şirketlerinin oy hakkı veren

tüm paylarına sahiplerse sermaye şirketleri kolaylaştırılmış düzene göre birleşebilir.

(2) Devralan sermaye şirketi, devrolunan sermaye şirketinin tüm paylarına değil de oy hakkı veren paylarının en az yüzde doksanına sahipse, azınlıkta kalan pay sahipleri için;

(a) Devralan şirkette bu payların denk karşılığı olan paylar verilmesi şirket payları yanında, şirket paylarının gerçek değerinin tam dengi olan nakdi bir karşılık verilmesinin önerilmiş olması ve

(b) Birleşme dolayısıyla ek ödeme borcunun veya herhangi bir kişisel edim yükümlülüğünün yahut kişisel sorumluluğunun doğmaması halinde birleşme kolaylaştırılmış usulde gerçekleştirilir.

TTK 156. madde ise söz konusu kanunla getirilen kolaylıklara yer vermektedir.

Birleşmeye katılan ve yukarıda açıklanan 155.madde 1-a 'da belirtilen şartları taşıyan sermaye şirketleri, birleşme sözleşmesinde 146.maddenin birinci fıkrasının (a), (f) ve (i) bentlerinde gösterilen kayıtlara yer verirler. Bu sermaye şirketleri, birleşme raporu düzenleme ve inceleme hakkını sağlamakla yükümlü olmamakla birlikte, birleşme sözleşmesini Genel Kurul'un onayına da sunmayabilirler.

Birleşmeye katılan ve yukarıda açıklanan 155. madde 2'de belirtilen şartları taşıyan sermaye şirketleri, birleşme sözleşmesinde sadece 147. maddenin ikinci fıkrasının (a), (b), (f) ve (i) bentlerinde yer alan kayıtlara yer verirler. Bu şirketler, birleşme raporu düzenlemek ve birleşme sözleşmesini Genel Kurul'un onayına sunmak zorunda değildir. Birleşme sözleşmesini denetleme ve inceleme hakkının, birleşmenin tescili için Ticaret Sicili'ne yapılan başvurudan otuz gün önce sağlanmış olması gerekir.

2.1.1.8.Alacaklıların Korunması ve Ortakların Kişisel Sorumluluğu

Birleşmeye katılan şirketlerin alacaklıları, birleşmenin hukuken geçerlilik kazanmasından itibaren üç ay içerisinde istemde bulunurlarsa, devralan şirket bunların alacaklarını teminat altına almakla mükelleftir. Birleşmeye katılan şirketler,

alacaklılarına, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde, tirajı 50.000 üzeri olan ve yurt düzeyinde dağıtım yapan üç gazetede yedi gün arayla üç defa yapacakları ilanla bildirimde bulunurlar. Ayrıca internet sitelerinde yapacakları duyurularla alacaklılara haklarını bildirirler.

Diğer alacaklıların zarara uğramayacağını belirlenmesi durumunda, yükümlü şirket teminat göstermeden borcu ödeyebilir.

Borçların birleşme kararının ilanından önce doğmuş olması ve borcu oluşturan sebebin bu tarihten önce oluşmuş olması şartıyla, devrolunan şirketin borçlarından birleşmeden önce sorumlu olan ortakların bu yükümlülükleri birleşmeden sonra da devam eder. Devrolunan şirketin borçlarından doğan, ortakların kişisel sorumluluğuna ilişkin istemler, birleşme kararının ilanı tarihinden itibaren üç yıl geçince zaman aşımına uğrar. Alacak ilan tarihinden sonra muaccel olursa, zamanaşımı süresi muacceliyet tarihinden itibaren başlar. Hüküm kişisel yükümlükler için geçerlidir. Dolayısıyla ek yükümlere, kişisel taahhütlere (garanti, kefalet gibi) uygulanmaz.

2.1.2.Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Birleşme ve Satın Alma İşlemleri⁵²

Halka açık anonim şirketler 6362 nolu Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nda, pay senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim şirketler şeklinde ifade edilmektedir.

Bu durumda halka açık bir anonim şirketten söz edilebilmesi için pay senetlerinin halka arz edilmiş olması ya da halka arz edilmiş olmamakla birlikte arz edilmiş sayılması gerekmektedir. Kanun'da 'pay senetlerini halka arz eden anonim şirket' tanımı yapılmamakla birlikte, 3.maddenin (f) bendindeki 'halka arz' tanımından bir sonuca ulaşmak mümkündür. Buna göre 'pay senetlerini halka arz eden anonim şirket', pay senetlerinin satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunan, halkı ortaklığa katılmaya ya da kurucu olmaya davet eden, pay senetleri borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim şirketlerdir.

⁵²Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.spk.gov.tr> (16.07.2014)

SPKn md. 16 (1)'de, pay sahibi sayısı 500'ü aşan anonim şirketlerin ise pay senetlerinin halka arz edilmiş sayılacağı ve bu şirketlerin halka açık anonim şirket hükümlerine tabi olacağı belirtilmiştir.

Birinci halde, pay sahibi sayısına bakılmaksızın, pay senetlerinin halka arz edilmiş olması, şirketin halka açık anonim şirket statüsünü kazanması için gerekli koşul iken, ikinci halde sadece pay sahibi sayısının belirli bir miktara ulaşması yeterli görülmekte, ayrıca payların halka arz edilmesine gerek duyulmamaktadır.

Sermaye piyasası hukuku çerçevesindeki birleşmelerde amacının taraflardan en az birinin halka açık ortaklık olduğu birleşme ve bölünme işlemlerinde uyulacak usul ve esasları düzenlemek olduğu belirtilen SPK'nın 'Birleşme ve Bölünme Tebliği-II-23.2' dikkate alınarak, birleşme işlemlerinde uygulanacak esaslar aşağıda belirtilmiştir.

2.1.2.1.Yönetim Kurulu Kararı

Birleşme işlemlerine başlanılabilmesi için taraf şirketlerin yönetim organlarının karar alması gerekmektedir. (Tebliğ, Md.5) Yönetim organı anonim şirketler ve kooperatiflerde yönetim kurulunu, limited şirketlerde müdürü ya da müdürleri, şahıs şirketleri ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde ise yöneticiyi ifade etmektedir. (Tebliğ, Md.4)

2.1.2.2.Duyuru Metninin Hazırlanması ve Kurul Tarafından Onaylanması

Birleşme işlemine ilişkin Yönetim organı kararının alınmasının ardından birleşme işlemine ilişkin duyuru metninin onaylanması için aşağıda yer alan belgelerle birlikte Kurul'a başvurulması zorunludur: (Tebliğ, Md.5)

1.Birleşme işlemine ilişkin yönetim organı kararları

2.Birleşme işlemine taraf şirketlerin esas sözleşmeleri

3.Sermaye artırımı veya esas sözleşme tadiline ilişkin yönetim organı kararları: Kurula yapılacak başvuruda, varsa sermaye artırımı ile esas sözleşme madde tadiline ilişkin yönetim organı kararlarının da sunulması gerekir. (Tebliğ, Md.5)

4.Duyuru metni: Halka açık ortaklıkların taraf oldukları birleşme işlemlerinde içeriği Kurulca belirlenerek kamuya açıklanan bir duyuru metninin hazırlanması ve Kurulca onaylanması zorunludur. Duyuru metninin onaylanması; duyuru metninde, birleşme sözleşmesi ve raporunda ve değişim oranlarına dayanak teşkil eden uzman kuruluş görüşünde yer alan bilgilerin Kurul tarafından kabul edildiği anlamına gelmez. (Tebliğ, Md.5)

5.Varsa ihraç belgesi: Birleşme sözleşmesinin, kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemlerinde ise birleşmeye ilişkin Kurul onayını takip eden 6 iş günü içerisinde ihraç belgesi verilmesi amacıyla Kurula başvurulur.

Kurula sunulan bilgi ve belgeler Kanunun amaç ve ilkeleri çerçevesinde incelenerek;

- Devralma şeklinde birleşme işleminde, ihraç edilecek paylar ile devralan şirketin Kanun kapsamında bulunmaması halinde birleşme öncesi sermayesini temsil eden mevcut payları,
- Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde, birleşme neticesinde kurulacak olan yeni ortaklığın payları için ihraç belgesi verilir. (Tebliğ, Md.20)

6.Birleşme sözleşmesi: Birleşmeye katılan şirketlerin yönetim organları tarafından imzalanmış ve asgari unsurları içeren bir birleşme sözleşmesi hazırlanır. (Tebliğ, Md.9) Birleşme sözleşmesinin içereceği asgari unsurlar Tebliğ EK/3'de aşağıdaki şekilde sıralanmıştır:

- Birleşme işlemine taraf şirketlerin ortaklık yapıları ve yönetim organı üyeleri ile şirketleri tanıtıcı genel bilgiler,
- Birleşme işlemine esas alınan yönetim organları kararlarının tarih ve sayısı,

- Birleşme işleminin hangi tarihli finansal tablolar üzerinden gerçekleştirileceği,
- Birleşme işlemine esas teşkil eden uzman kuruluş görüşü,
- Birleşme işlemine ilişkin olarak hazırlanan duyuru metnine Kurul'dan alınan onayın tarih ve sayısı,
- Varsa TTK uyarınca öngörülen ayrılma akçesine ilişkin bilgi,
- Varsa TTK uyarınca öngörülen denkleştirme ödemesine ilişkin bilgi,
- Devralma şeklinde birleşme işleminde;
 1. Devralan şirketin artırılacak sermaye tutarı, değiştirme oranı ve devrolunan şirketin pay sahiplerine verilecek payların nevi ve nominal değeri,
 2. Devralan şirketin birleşme işlemine taraf şirketlerin tahakkuk etmiş ve birleşme tarihine kadar tahakkuk edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer yükümlülüklerini yerine getireceğini bir taahhütname ile vergi dairesine yasal süresi içerisinde bildireceğini belirten hüküm,
 3. Devrolunan şirketin üçüncü şahıslara olan borçlarının vadelerinde devralan şirket tarafından tam ve eksiksiz olarak ödeneceğini belirten hüküm,
 4. Devrolunan şirketin vadesi geldiği halde alacaklıların müracaat etmemesi nedeniyle ödenmemiş olan borçları ile vadesi gelmemiş ve/veya ihtilafli bulunan borçlarına ilişkin olarak TTK'nın 541 nci maddesi çerçevesinde hareket edileceğini belirten hüküm,
 5. Devrolunan şirketin hangi tarih itibarıyla infisah edeceğini belirten hüküm,
- Yeni kuruluş şeklinde birleşme işleminde;
 1. Yeni kurulacak olan şirketin sermaye tutarı, değiştirme oranı ve infisah eden şirketin pay sahiplerine verilecek payların nevi ve nominal değeri,

2. Yeni kurulacak şirketin birleşme işlemine taraf şirketlerin tahakkuk etmiş ve birleşme tarihine kadar tahakkuk edecek vergi borçlarını ödeyeceğini ve diğer yükümlülüklerini yerine getireceğini bir taahhütname ile vergi dairesine yasal süresi içerisinde bildireceğini belirten hüküm,
 3. İnfisah edecek şirketin üçüncü şahıslara olan borçlarının vadelerinde yeni kurulacak şirket tarafından tam ve eksiksiz olarak ödeneceğini belirten hüküm,
 4. İnfisah edecek şirketin vadesi geldiği halde alacaklıların müracaat etmemesi nedeniyle ödenmemiş olan borçları ile vadesi gelmemiş ve/veya ihtilafli bulunan borçlarına ilişkin olarak TTK'nın 541 nci maddesi çerçevesinde hareket edileceğini belirten hüküm,
 5. İnfisah edecek şirketin hangi tarih itibariyle infisah edeceğini belirten hüküm,
- Mevcut imtiyazlı paylar veya intifa senetleri karşılığında verilecek eşdeğer haklar veya uygun bir karşılığı belirten hüküm,
 - Birleşme işleminin taraflara yüklediği borç ve yükümlülükler ile söz konusu yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda tarafların katlanacağı sonuçları belirten hüküm,
 - Birleşmeye taraf şirketlerin yönetim organları tarafından genel kurulların toplantıya çağrılacağı azami süre, bu süre içerisinde genel kurul toplantısının gerçekleştirilememesi halinde birleşme sözleşmesinin geçersiz sayılacağını belirten hüküm,
 - Birleşmeye taraf şirketlerin tabi oldukları özel mevzuat hükümleri uyarınca diğer resmi kurumlardan alınacak onay yazılarının tarih ve sayısı,
 - Varsa birleşmeye taraf şirketlerin yönetim organları ile birleşmeye ilişkin uzman kuruluş görüşünü hazırlayanlara sağlanan özel menfaatler

Birleşmeye katılan şirketlerin herhangi birinin finansal durumunda, birleşme sözleşmesinin imzalandığı tarih ile genel kurulda onaya sunulacağı tarih arasında önemli bir değişiklik meydana gelmiş ise; ilgili şirketin yönetim organı, bu durumu kendi genel kuruluna, birleşmeye katılan diğer şirketlerin yönetim organlarına ve Kurula yazılı olarak bildirir. Yapılan inceleme sonucunda birleşme sözleşmesinde değişiklik yapılmamasına, sözleşmenin değiştirilmesine ya da birleşmeden vazgeçilmesine karar verilebilir. (Tebliğ, Md.10)

7.Birleşmenin hukuki ve ekonomik gerekçelerini ortaya koyan birleşme raporu: Birleşmeye katılan şirketlerin yönetim organları tarafından ekte belirtilen asgari unsurları içeren bir birleşme raporu hazırlanır. Birleşme raporu birleşmeye taraf şirketlerin yönetim organları tarafından birlikte hazırlanabilir. (Tebliğ, Md.9)

Söz konusu ekte birleşme raporunda bulunması gereken asgari unsurlar ise birleşme işlemine taraf şirketleri tanıtıcı bilgiler, birleşme işlemine taraf şirketlerin esas faaliyet konuları ile söz konusu faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgiler, birleşme işleminin amacı, hukuki ve ekonomik gerekçeleri ile muhtemel sonuçları, birleşme oranı⁵³ ve payların değerlendirilmesine ilişkin özellikler, birleşme işleminin taraf şirketlerin çalışanları ve alacaklıları üzerindeki etkileri ve birleşme işlemi ile ulaşılmak istenen hedeflerin gerçekleştirilmesini önleme ihtimali bulunan muhtemel riskler olarak tanımlanmıştır.

8.Uzman kuruluş görüşü: Birleşme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanır. Söz konusu raporda değişim oranının adil ve makul olduğu konusunda görüş verilmesi zorunludur. Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yöntemi dikkate alınır. Değerleme işlemlerinde Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri esas alınır. (Tebliğ, Md.7)

9.Birleşme işlemine taraf şirketlerin birleşme işlemine esas teşkil finansal tabloları ve bağımsız denetim raporları: Birleşme işleminin onaylanacağı genel kurul toplantısının hesap döneminin sonunu takip eden dördüncü ayın başı ile sekizinci ayın

⁵³Birleşme oranı Tebliğin 4. maddesinde 'Birleşmeye taraf olan şirketlerin ortaklarının, sahip oldukları bir paya karşılık olarak birleşme sonucunda alacakları pay miktarını gösteren oran' şeklinde tanımlanmıştır.

sonu arasında yapılması durumunda, birleşme işlemlerinde son yıllık finansal tablolar esas alınır. Genel kurul toplantısının bu dönemin dışındaki bir tarihte yapılması durumunda ise, en az 6 aylık faaliyet dönemini kapsayacak ve finansal tablo tarihi ile genel kurul toplantı tarihi arasında altı aydan fazla süre geçmeyecek şekilde düzenlenecek ara dönem finansal tablolar esas alınır.

Birleşme işlemlerine esas alınacak finansal tabloların, Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış ve bağımsız denetim standartları çerçevesinde özel bağımsız denetimden geçirilmiş olması zorunludur. Ancak, birleşme işlemlerine esas alınacak finansal tabloların Kurul düzenlemeleri uyarınca bağımsız denetiminin yapılmış olması halinde, özel bağımsız denetim koşulu aranmaz. Birleşme işlemine taraf şirketlerden konsolide finansal tablo düzenlemekle yükümlü olanların konsolide, diğerlerinin solo finansal tablolarının birleşme veya bölünme işlemlerine esas alınması zorunludur.

Birleşme işlemine esas alınacak finansal tablolara ilişkin bağımsız denetim raporunda olumsuz görüş bildirilmesi veya görüş bildirmekten kaçınılması durumlarında, söz konusu finansal tablolar birleşme işlemine esas alınmaz. Birleşmeye esas alınacak finansal tablolara ilişkin bağımsız denetim raporunda olumlu görüş bildirilmesine rağmen Kurulca yapılacak inceleme sonucunda değişim oranını etkileyecek hususların tespiti veya bağımsız denetim raporunda şartlı görüş bildirilen ve değişim oranını etkileyecek hususların bulunması halinde, finansal tablolarda gerekli düzeltmelerin yapılarak bağımsız denetim raporunun yeniden hazırlanması gerekir.

Birleşme işlemlerine esas alınacak finansal tabloların tarihi ile birleşme sözleşmesinin imzalandığı tarih arasında, birleşmeye taraf şirketlerin finansal durumlarında ve devre konu malvarlıklarının değerinde değişim oranını etkileyecek önemli bir değişiklik meydana gelmesi durumunda; bağımsız denetim kuruluşu tarafından söz konusu değişikliğin birleşme işlemine esas finansal tablolar üzerindeki etkisini gösteren ek rapor hazırlanır. Bu kapsamda, Kurula sunulan ve güncellenmesi gereken belgeler yeniden düzenlenerek Kurula iletilir. (Tebliğ, Md.6)

10.Birleşme işlemine taraf şirketlerin sermayelerinin ödendiğini gösteren mali müşavirlik raporları

11.Özkaynakların rayiç değerle değerlendirilmesi halinde, hazırlanan değerlendirme raporları: Tebliğin 7. maddesine göre; Uzman kuruluş görüşünün oluşturulmasında gayrimenkullerin rayiç değerlerinin kullanılacak olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin rayiç değerleri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerlendirme raporunun bulunması halinde, bu raporun uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında dikkate alınması zorunludur. (Tebliğ, Md.7)

12.Birleşme sözleşmesinde TTK'nın 141 inci maddesi uyarınca ayrılma akçesinin öngörülmesi halinde, ayrılma akçesinin değerinin tespitine ilişkin bilgi: Birleşme sözleşmesinde TTK'nın 141 inci maddesi çerçevesinde ayrılma akçesinin öngörülmesi durumunda; ayrılma akçesinin Türk Lirası cinsinden nakit, menkul kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak belirlenmesi mümkündür. Ancak pay sahibinin talebi halinde ayrılma akçesinin nakden ödenmesi zorunludur. Ayrılma akçesinin tamamen veya kısmen menkul kıymet cinsinden belirlenmesi durumunda, menkul kıymetin borsada işlem gören bir menkul kıymet olması zorunludur. Ayrılma akçesi olarak önerilen menkul kıymet için esas alınan birim fiyat veya değişim oranı ile bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde uzman kuruluş görüşü dikkate alınır ve hesaplanan birim fiyat veya değişim oranı duyuru metninde açıklanır. (Tebliğ, Md.12)

13.TTK'nın 140 ıncı maddesi uyarınca ödenmesi planlanan denkleştirme ödemesinin tespitine ilişkin bilgi: Şirket paylarının değişim oranları belirlenirken, devrolunan şirketin ortaklarına tahsis olunan şirket paylarının birleşme işlemine esas alınan değerlerinin onda birini aşmaması şartıyla, TTK'nın 140. maddesi çerçevesinde bir denkleştirme ödemesi öngörülebilir. (Tebliğ, Md.11)

14.Mevcut imtiyazlı paylar veya intifa senetleri karşılığında eşdeğer haklar veya uygun bir karşılığın verilmesi halinde, söz konusu haklar veya karşılıkların tespitine ilişkin uzman görüşünü de içerecek şekilde bilgi: Devrolunan şirketin

ortaklarının devrolunan şirkette sahip oldukları paylarını ve haklarını karşılayacak değerde, devralan şirketin payları ve hakları üzerinde istemde bulunma hakları vardır. Birleşme işlemine taraf şirketlerin karşılıklı iştirak halinde bulunması, devralan veya devrolunan şirketin kendi paylarını elinde bulundurması, devralan şirketin devrolunan şirkette ya da devrolunan şirketin devralan şirkette pay sahibi olması ve benzeri durumlar, bu istem hakkının hesaplanmasında dikkate alınır.

Devrolunan şirkette mevcut bulunan imtiyazlı paylar karşılığında, devralan şirkette eş değerde haklar veya uzman kuruluş görüşü dikkate alınarak belirlenen bir karşılık verilir. Şu kadar ki, farklı bir imtiyaz öngörülmesi veya farklı bir imtiyaz öngörülmesi ile aynı anda karşılık ödenmesi de mümkündür. Devralan halka açık ortaklık açısından yeni imtiyaz oluşturulması veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesine yol açan işlemlere ilişkin Kurulun ayrılma hakkında ilişkin düzenlemeleri saklıdır.

Devralan şirket, devrolunan şirketin intifa senedi sahiplerine eş değerli haklar tanımak veya intifa senetlerini, uzman kuruluş görüşü dikkate alınarak belirlenen değerleriyle satın almak zorundadır. (Tebliğ, Md.11)

15.Yeni kuruluş şeklinde birleşme işleminde yeni kurulacak şirketin esas sözleşme taslağı: Kuruluş yoluyla birleşme halinde ise, yeni kurulacak anonim şirketin esas sözleşme taslağı düzenlenir. Kurulacak yeni şirketin esas sözleşmesi imzalanır ve imzalar notere tasdik ettirilerek, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınır

16.Devralma şeklinde birleşme işleminde devrolunan şirketin ortaklarına verilecek payların değerine veya bu payların değerine karşılık gelen nakde ilişkin bilgi

17.Varsa Rekabet Kurumu'ndan alınan izin yazısı, işlemin Rekabet Kurumu'na başvurularak izin alınması gereken bir işlem olmaması halinde, söz konusu duruma ilişkin şirket beyanı

18.Birleşmeye taraf şirketlerin tabi oldukları özel mevzuat hükümleri uyarınca diğer resmi kurumlardan alınacak onay yazıları

19.Kurulca istenecek diğer bilgi ve belgeler

2.1.2.3.Kamunun Aydınlatılması

Birleşme işlemlerinde, aşağıda belirtilen hususların ilgili bilgi ve belgelerle birlikte, Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde, işleme taraf şirketlerden en az birinin paylarının borsada işlem görmesi halinde KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) ve ilgili şirketlerin internet sitelerinde, payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar için ise Kurulun ve ilgili ortaklıkların varsa internet sitelerinde kamuya açıklanması gereklidir:

- a) Birleşme işlemine ilişkin yönetim organı kararı alınması,
- b) Birleşme işlemine ilişkin olarak Kurula başvuruda bulunulması,
- c) Uzman kuruluş görüşünün imzalanması,
- ç) Birleşme sözleşmesinin imzalanması,
- d) Birleşme veya bölünme raporunun hazırlanması.

Aşağıda sayılan belgelerin, birleşme işleminin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihinden en az 30 gün önce, işleme taraf şirketlerden en az birinin paylarının borsada işlem görmesi halinde KAP ve ilgili şirketlerin internet sitelerinde; payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar için ise Kurulun ve varsa ilgili ortaklıkların internet sitelerinde kamuya açıklanması gereklidir:

- a) Kurul tarafından onaylanan duyuru metni,
- b) Birleşme sözleşmesi,
- c) Birleşme raporu,
- ç) Son üç yıllık finansal raporları,
- d) Uzman kuruluş raporu,
- e) Birleşme sonrası tahmini açılış bilançosu,
- f) Varsa son üç yıllık bağımsız denetim raporları,
- g) Varsa ara dönem finansal raporları,
- ğ) Varsa gayrimenkul değerlendirme raporları.

Açıklanan bilgi ve belgelerin ilgili şirketlerin internet sitelerinde en az 5 yıl süreyle bulundurulması zorunludur. (Tebliğ, Md.8)

Kurula bildirim

Birleşmeye taraf halka açık ortaklıklar; birleşme işlemlerine ilişkin genel kurul kararlarını, kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemlerinde birleşmeye ilişkin yönetim organı kararlarını, sermaye artırımını ve yeni kuruluş yoluyla birleşme işlemlerinde ise yeni kurulacak şirketin kuruluşunun tescil ve ilanına ilişkin Türkiye Ticaret Sicil Gazeteleri ilgili ilanları izleyen 6 iş günü içerisinde Kurula gönderir. (Tebliğ, Md. 19)

Kanun kapsamına alınma ve ihraç belgesi

Birleşme sözleşmesinin ya da bölünme sözleşmesi veya planının onaylandığı genel kurul toplantılarını, kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemlerinde ise birleşmeye ilişkin Kurul onayını takip eden 6 iş günü içerisinde bu maddenin aşağıda belirtilen durumlarda 8 numaralı ekteki belgelerle birlikte ihraç belgesi verilmesi amacıyla Kurula başvurulur.

●Devralma şeklinde birleşme işleminde, ihraç edilecek paylar ile devralan şirketin Kanun kapsamında bulunmaması halinde birleşme öncesi sermayesini temsil eden mevcut payları,

●Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde, birleşme neticesinde kurulacak olan yeni ortaklığın payları,
için ihraç belgesi verilir. (Tebliğ, Md. 20)

Kurul'a yapılacak ihraç belgesi başvurularında gerekli bilgi ve belgeler ise şu şekildedir: (Tebliğ, EK/8)

●Birleşme işlemine taraf şirketlerin birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantı tutanakları ile hazırlanmış cetvellerinin birer örneği,

• Genel kurulların onayından geçen birleşme sözleşmesinin noter onaylı bir örneği,

• Kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemlerinde, birleşme işlemine ilişkin yönetim organı kararının tescil yazısı ile söz konusu tescilin ilan edildiği ticaret sicil gazetesi,

• Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarla sınırlı olmak üzere, sermaye artırımının usulüne uygun olarak tamamlandığını gösteren mali müşavir raporu,

• Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda sermaye artırım kararının genel kurul tarafından alınmaması halinde, sermaye artırım işlemlerinin tamamlandığına ilişkin yönetim kurulu kararı ve tescil ve ilan ettirilecek çıkarılmış sermayeyi gösteren esas sözleşmenin sermayeye ilişkin maddesinin yeni şekli,

• Kurulca istenecek diğer bilgi ve belgeler.

Kurul ücreti

Birleşme işlemlerinde, aşağıda belirtilen esaslar çerçevesinde Kurulun pay ihracına ilişkin düzenlemelerinde belirtilen oranda Kurul ücreti alınır.

a) Devralma şeklinde birleşme işlemlerinde;

1) Devralan halka açık ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, birleşme nedeniyle artırılan sermayeyi temsilen ihraç edilecek payların nominal değerinden aşağı olmamak koşuluyla birleşme talebinin uygun görüldüğü Kurul karar tarihindeki borsa ikinci seans kapanış fiyatı üzerinden,

2) Devralan halka açık ortaklığın paylarının borsada işlem görmemesi durumunda, birleşme nedeniyle artırılan sermayeyi temsilen ihraç edilecek payların nominal değeri üzerinden,

3) Devralan şirketin halka açık ortaklık olmaması ve devrolunan halka açık ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, devralan şirketin mevcut sermayesinin nominal değeri ile artırılan sermayeyi temsil eden paylarının nominal değerinden aşağı olmamak üzere borsanın ilan edeceği referans fiyat dikkate alınarak hesaplanacak piyasa değeri üzerinden,

4) Devralan şirketin halka açık ortaklık olmaması ve devrolunan halka açık ortaklığın paylarının borsada işlem görmemesi durumunda, devralan şirketin devralma

nedeniyle artırılan sermayeyi temsil eden payları da dahil olmak üzere tüm paylarının nominal değeri üzerinden.

b) Yeni şirket kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde;

1) Yeni şirketin paylarının borsada işlem görecek olması durumunda, birleşme sonrası sermayesini temsil eden paylarının nominal değerinden aşağı olmamak üzere borsanın ilan edeceği referans fiyat dikkate alınarak hesaplanacak piyasa değeri üzerinden,

2) Yeni şirketin paylarının borsada işlem görecek olmaması durumunda, birleşme sonrası sermayesini temsil eden paylarının nominal değeri üzerinden.

Kurul creti, onaylı duyuru metninin tesliminden önce Kurul adına açılan hesaba yatırılır.

Referans fiyat üzerinden alınacak Kurul cretleri için, onaylı duyuru metninin tesliminden önce payların nominal değeri üzerinden ödemede bulunulur. Referans fiyatın borsa tarafından ilan edildiği tarihten itibaren 5 işgünü içerisinde, referans fiyat ile nominal değer arasındaki fark üzerinden hesaplanan cret Kurul adına açılan hesaba ayrıca yatırılır. (Tebliğ, Md. 21)

Birleşmeye ilişkin özellikli durumlar

• Tasfiye halindeki bir şirket malvarlığı dağıtılmaya başlanmamışsa ve devrolunan şirket olması kaydıyla birleşmeye katılabilir.

• Birleşmeye esas finansal tablolarına göre geçmiş yıl zararları bulunan bir şirket, sadece bu geçmiş yıl zararlarını karşılayabilecek miktarda özkaynağa sahip başka bir şirketle birleşebilir.

• Birleşme sözleşmesinde TTK'nın 141 inci maddesi çerçevesinde ayrılma akçesinin ngorulmesi durumunda; ayrılma akçesinin Türk Lirası cinsinden nakit, menkul kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak belirlenmesi mümkündür. Ancak pay sahibinin talebi halinde ayrılma akçesinin nakden ödenmesi zorunludur. Ayrılma akçesinin tamamen veya kısmen menkul kıymet cinsinden belirlenmesi durumunda, menkul kıymetin borsada işlem gören bir menkul kıymet

olması zorunludur. Ayrılma akçesi olarak önerilen menkul kıymet için esas alınan birim fiyat veya değişim oranı ile bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde uzman kuruluş görüşü dikkate alınır ve hesaplanan birim fiyat veya değişim oranı duyuru metninde açıklanır.

● Birleşme işlemine taraf olan şirketlerin sayısının iki olduğu, payları borsada işlem gören halka açık bir ortaklık ile payları borsada işlem görmeyen bir şirketin;

a) Devralma şeklinde birleşme işlemlerinde; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın sermayesinin %100'den fazla artması ile sonuçlanacak şekilde,

b) Yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerinde ise; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın ortaklarına tahsis olunacak payların, yeni kurulacak ortaklığın sermayesinin yarısından azını oluşturacak şekilde bir birleşme işlemi yapılamaz.

● Birleşme işlemine taraf olan şirketlerin sayısının ikiden fazla olduğu, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıklar ile payları borsada işlem görmeyen şirketlerin;

a) Devralma şeklinde birleşme işlemlerinde; payları borsada işlem görmeyen devrolunan her bir şirket için yapılacak sermaye artırım tutarının, payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın birleşme öncesi sermayesini aşacak şekilde,

b) Yeni kuruluş şeklinde birleşme işlemlerinde ise; payları borsada işlem gören halka açık ortaklığın ortaklarına tahsis olunacak payların, yeni kurulacak ortaklığın sermayesinde birleşmeye taraf olan her bir şirketin önceki hissedarlarına verilecek pay miktarından az olacak şekilde bir birleşme işlemi yapılamaz.

● Payları borsada işlem görmeyen bir şirketin devralan taraf olduğu birleşme işlemlerinde; devralan şirketin birleşme öncesindeki payları, şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten sonraki 6 aylık dönemde borsada satılamaz. Söz konusu payların; devrolunan ve payları borsada işlem gören ortaklığın birleşme işleminin kamuya açıklandığı tarih itibariyle fiili dolaşımdaki pay miktarının en fazla yarısına tekabül eden miktarı şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten sonraki 6 ncı ve 12 nci aylar arasındaki dönemde, yine aynı miktardaki bölümü ise şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten sonraki 12 nci ve 24 üncü aylar arasındaki dönemde borsada satılabilir. Bu fıkra kapsamında payları borsada işlem görmeyen şirket ortaklarının her birinin borsada ne kadarlık pay satışı yapabileceğinin

belirlenmesinde, birleşme işleminin görüşüldüğü genel kurul tarihi itibariyle payları borsada işlem görmeyen şirkette sahip olunan pay oranları dikkate alınır.

•Bu maddenin altıncı fıkrası kapsamındaki payların ilgili sürelerde borsa dışında satılması durumunda, söz konusu payların borsada satılabilmesine ilişkin altıncı fıkrada belirtilen kısıtlamalar geçerlidir. (Tebliğ, Md. 12)

Kolaylaştırılmış usulde birleşme

Bir veya birden fazla sermaye şirketinin oy hakkı veren paylarının %95 veya daha fazlasına sahip bir halka açık ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmede, halka açık ortaklık paylarından devrolunan şirketlerin ortaklarına pay verilmesini gerektirmeyen durumlarda veya halka açık ortaklık paylarından devrolunan şirketlerin ortaklarına pay verilmesi gereken ancak halka açık ortaklık paylarının nakit karşılığının devrolunan şirketlerin ortaklarına seçimlik hak olarak önerilmesi durumlarında, kolaylaştırılmış usulde birleşme uygulanabilir.

Kolaylaştırılmış usulde birleşmede bağımsız denetim raporu, birleşme raporu ve uzman kuruluş görüşü aranmaz. Ayrıca birleşme sözleşmesinin genel kurul onayına sunulması zorunlu değildir.

Kolaylaştırılmış usulde birleşme işlemlerine ilişkin olarak içeriği Kurulca belirlenen ayrı bir duyuru metni hazırlanır. (Tebliğ, Md. 13)

2.1.3.Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanunla Birleşme Konusunda Getirilen Hükümler⁵⁴

Sermaye şirketlerinin birleşmesinde temel olarak TTK ve SPKn hükümleri geçerli olmakla birlikte, 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun (RK)'da bu konuda birtakım düzenlemeler getirmektedir. RK 7. md.'ye göre; *'Bir ya da birden*

⁵⁴ Rekabet Kurumu, <http://www.rekabet.gov.tr>, (16.07.2014)

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

Söz konusu madde ile bir şirketin pazardaki rekabeti etkileyebilecek büyüklüğe ulaşmasının, diğer bir deyişle hakim duruma ulaşmasının ya da mevcut hakim durumlarını güçlendirmesinin önlenmesi amaçlanmıştır.⁵⁵

Hangi tür birleşme ve devralmaların hukuki geçerlilik kazanabilmesi için kurula bildirilerek izin alınması gerektiği konusunda ise 'Rekabet Kurulu'ndan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkındaki Tebliğ' düzenlemeler getirmiştir. Bu tebliğe göre birleşme ve devralma sayılan haller:

Kontrolde kalıcı değişiklik meydana getirecek şekilde;

- a) İki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi ya da
 - b) Bir veya daha fazla teşebbüsün tamamının ya da bir kısmının doğrudan veya dolaylı kontrolünün, hisse ya da mal varlığının satın alınmasıyla, sözleşmeyle veya diğer bir yolla bir ya da daha fazla teşebbüs veya halihazırda en az bir teşebbüsü kontrol eden bir ya da daha fazla kişi tarafından devralınması
- şeklinde tanımlanmıştır.

Kurul'dan izin alınması gerekmeyen haller ise;

- a) Kontrol değişikliğine yol açmayan grup içi işlemlerle diğer işlemler,
- b) Olağan faaliyetleri kendileri veya başkaları hesabına menkul kıymetlerle işlem yapmak olan teşebbüslerin yeniden satış amacıyla satın aldıkları menkul kıymetleri, bu menkul kıymetlerden doğan oy haklarının menkul kıymetleri çıkaran teşebbüsün

⁵⁵Kazım Umut GÜNGÖR, "Rekabet Hukuku Açısından Birleşme ve Devralmalarla İlgili Rekabet Kurumu Tebliği Hakkında Değerlendirmeler", **Vergi Dünyası Dergisi**, Cilt 24, Sayı 287 (Temmuz 2005), s. 117.

rekabet politikalarını etkileyecek şekilde kullanmamaları kaydıyla geçici olarak ellerinde bulundurmaları,

c) Kontrolün; tasfiye, infisah, ödeme güçlüğü, ödemelerin tatil edilmesi, konkordato, özelleştirme yapılması amacıyla veya benzeri bir nedenle ve Kanun gereği bir kamu kurum ve kuruluşu tarafından elde edilmesi,

d) Bu işlemlerin miras yoluyla gerçekleşmesi şeklinde tanımlanmıştır.

Bu madde kapsamındaki birleşme ve devralma sayılmış ve bu birleşme ve devralma işlemlerinde;

a) İşlem taraflarının Türkiye ciroları toplamının yüz milyon TL'yi ve işlem taraflarından en az ikisinin Türkiye cirolarının ayrı ayrı otuz milyon TL'yi veya

b) İşlem taraflarından birinin dünya cirosunun beş yüz milyon TL'yi ve diğer işlem taraflarından en az birinin Türkiye cirosunun beş milyon TL'yi,

aşması halinde söz konusu işlemin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Kuruldan izin alınması zorunludur. Aksi takdirde Rekabet Kurulu para cezasının uygulanması yanı sıra:⁵⁶

- Birleşme veya devralma işleminin sona erdirilmesine,
- Hukuka aykırı olarak gerçekleşmiş tüm fiili durumların ortadan kaldırılmasına,
- Şartları ve süresi kurulca belirlenecek şekilde ele geçirilen her türlü payın – eğer mümkünse- eski maliklerine iadesine, mümkün değilse üçüncü kişilere devri ve temlikine,
- Temlik gerçekleşene kadar, devralan kişilerin devralınan teşebbüslerinin yönetimine hiçbir şekilde katılamayacağına
- Gerekli gördüğü diğer tedbirleri almaya karar verebilir.

⁵⁶ Ahmet KAVAK, *Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri*, Birinci Baskı, Ankara: Maliye ve Hukuk Yayınları, 2005, s. 57.

Yukarıda görüldüğü gibi tebliğde yer alan birleşme ve devralmaların geçerli olabilmesi Rekabet Kurulu'nun iznini gerektirmektedir.

Bu tür birleşme ve devralmalarda Rekabet Kurulu'na bildirim yapılması gerekir. Bu bildirim taraflarca birlikte ya da bunların yetkili temsilcileri tarafından yapılabilir. Bildirimin bu tebliğde belirtilen Bildirim Formuyla yapılması zorunludur. Kurul'un uygun görmesi halinde söz konusu birleşme ve devralmalar geçerlilik kazanır.

2.1.4.Kurumlar Vergisi Kanunu'na Göre Şirket Birleşme ve Satın almaları

Şirketleri birleşme ve satın alma işlemine yönelten birçok sebep saymak mümkündür. Fakat bu sebeplerin başında ekonomik nedenler, gelir elde etme düşüncesi vardır. Ve şirket birleşme ve satın alma işlemleri bu yönüyle Kurumlar Vergisi Kanunu'nun konusu içerisinde yer almaktadır. Şirketlerin birleşmelerine yönelik genel ve özel esaslar TTK'nda yer almakla birlikte, vergilendirmeye yönelik düzenlemeler Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yer almaktadır.

İşletme birleşmelerinin vergilendirilmesine yönelik hükümler 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yer almaktadır. Söz konusu kanunun 18. maddesinde birleşme ve devralma işlemlerine yönelik esas hükümler yer almaktadır:

Madde 18

- (1) Bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme nedeniyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak, birleşmede tasfiye karı yerine birleşme karı vergiye matrah olur.
- (2) Tasfiye kararının tespiti hakkındaki hükümler, birleşme kararının tespitinde de geçerlidir. Şu kadar ki, münfesi kurumun ya da kurumların ortaklarına ya da sahiplerine birleşilen kurum tarafından doğrudan doğruya veya dolaylı olarak verilen değerler, kurumun tasfiyesi halinde ortaklara dağıtılan değerler yerine

geçer. Birleşilen kurumdan alınan değerler Vergi Usul Kanun'unda yazılı esaslara göre değerlendirilir.

- (3) Kanunun 17. maddesine göre tasfiye memurlarına düşen sorumluluk ve ödevler, birleşme halinde birleşilen kuruma ait olur.

Madde 19

(1) Bu kanunun uygulanmasında aşağıdaki şartlar dahilinde gerçekleşen birleşmeler devir hükmündedir:

(a) Birleşme sonucunda infisah eden kurum ile birleşilen kurumun kanuni veya iş merkezinin Türkiye'de bulunması

(b) Münfesi kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerinin, birleşilen kurum tarafından bir bütün halinde devralınması ve aynen bilançosuna getirilmesi

(2) Kurumların yukarıdaki şartlar dahilinde tür değiştirmeleri de devir hükmündedir.

Ayrıca Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'nde (Seri No: I) ek olarak konuyla ilgili şu açıklamalara yer verilmiştir:

Madde 18-Birleşme

Birleşmede tasfiye karı yerine birleşme karı vergiye matrah olur. Dolayısıyla, birleşme tarihine kadar, birleşen kurumda ortaya çıkan faaliyet karları ile birlikte değer artışlarının da vergilendirilmesi gerekecektir.

Birleşme karının hesaplanması sırasında, birleşen kurumların ortaklarına birleşilen kurum tarafından verilen değerlerin, transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımını hükümlerine göre belirlenmesi gerekeceği tabiidir. Vergili birleşme olarak da ifade edilebilen bu tür birleşmelerde, tasfiye karının tespiti hakkındaki hükümler, birleşme karının tespitinde de geçerlidir.

Madde 19-Devir

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19 uncu maddesinin birinci ve ikinci fıkrası, birleşmenin özel bir türünü devir olarak tanımlamakta, tam mükellef kurumlar arasında

kayıtlı değerler üzerinden ve kül halinde devralma suretiyle gerçekleştirilen işlemler devir olarak nitelendirilmektedir.

Devir tarihi, şirket yetkili kurulunun devre ilişkin kararının Ticaret Sicilinde tescil edildiği tarihtir.

2.2.TFRS/UFRS'ye Göre İşletme Birleşmeleri⁵⁷

TTK ile Kanun'da tanımlanan ölçekteki şirketlere muhasebe ve finansal raporlama konularında Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na (UFRS) uyumlu TFRS'yi uygulama mecburiyeti getirilmiştir. TFRS, UFRS'nin Türkçe çevirisidir.⁵⁸

TFRS'nin bir işletme birleşmesini, edinen bir işletmenin bir veya daha fazla işletmenin kontrolünü eline geçirdiği bir işlem veya diğer bir olay olarak tanımladığı görülmüştür. Edinen işletme, edinilen işletmenin kontrolünü çeşitli şekillerde elde edebilir. Söz konusu olayla ilgili aşağıdaki örnekler verilmiştir:

- Nakit, nakit benzeri ve diğer varlıklar (bir işletme oluşturan net varlıklar da dahil olmak üzere) transfer ederek,
- Borç altına girerek
- Özkaynak payları ihraç ederek
- Birden fazla değişik şekilde bedel transfer ederek veya
- Bedel transfer etmeden, yalnızca sözleşme yolu ile

Bir işletme birleşmesi yasal, vergisel veya diğer nedenlerle çeşitli yollarla yapılandırılabilir. Bu yollar aşağıdakileri içermekle birlikte bunlarla sınırlı değildir:

- Bir veya daha fazla işletme, edinen işletmenin bağlı ortaklığı (ortaklıkları) haline gelir ya da bir veya daha fazla işletmenin net varlıkları yasal olarak edinen işletmeye dahil edilir.

⁵⁷Kamu Gözetimi-Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, TMS/TFRS 2014 Seti, **TFRS 3 İşletme Birleşmeleri**, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2014/TFRS/TFRS_3.pdf, (18.04.2014)

⁵⁸Ernst&Young, **Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Hazır mısınız?**, [http://www.ey.com/publication/vwluassets/tfrsyehazirmisiniz/\\$file/tfrsyehazirmisiniz.pdf](http://www.ey.com/publication/vwluassets/tfrsyehazirmisiniz/$file/tfrsyehazirmisiniz.pdf), (07.08.2014), s. 3.

- Birleşen işletmelerden biri net varlıklarını veya bu işletmenin sahipleri kendi özkaynak paylarını birleşen diğer işletmeye veya onun sahiplerine transfer eder.
- Birleşen işletmelerin tümü net varlıklarını veya bu işletmelerin sahipleri kendi özkaynak paylarını yeni kurulan işletmeye devrederler.
- Birleşen işletmelerden birinin önceki sahiplerinden oluşan bir grup birleşen işletmenin kontrolünü ele geçirir.

TFRS'de işletme birleşmelerinin tanımı yapılmış, bu tanıma uymayan işlemler ve olaylarda TFRS'nin uygulanmayacağı belirtilmiştir. Söz konusu işlem ve olaylar ise aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

- Ayrı işletmelerin iş ortaklığı oluşturmak üzere bir araya geldikleri işletme birleşmeleri
- İşletme tanımına uymayan bir varlığın veya varlık grubunun satın alınması. Bu tür durumlarda edinen işletme, edindiği varlıkları ve üstlendiği borçları ayrı ayrı tanımlar ve muhasebeleştirir. Varlık grubunun maliyeti, satın alma tarihinde gerçeğe uygun değerlerine bağlı olarak grup içerisindeki tanımlanabilir varlıklara ve borçlara dağıtılır. Bu tür bir işlem veya olay şerefiyeye yol açmaz.
- Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmelerin birleşmesi

İşletme birleşmeleri *satın alma yöntemi*yle muhasebeleştirilir.

İşletme birleşmeleri satın alan işletme açısından maliyet yaratan bir işlemdir ve satın alınan işletmenin varlıkları ve yükümlülüklerinin maliyeti, kayıtlardaki değerlerinden farklı olabilir. Bu durumda satın alma yöntemiyle muhasebeleştirme süreci gerçekleştirilmektedir. Söz konusu durum duran varlıkların satın alınması sırasında gerçekleştirilen muhasebe politikasıyla benzerlik göstermektedir. Örneğin maliyeti 300.000 TL olan bir arsa 450.000 TL 'ye satın alınmışsa, satın alan işletme arsayı 450.000 TL olarak muhasebeleştirilir. Satın alma yönteminde de aynı şekilde, satın alan işletme satın aldığı işletmeyi kendisine olan maliyeti ile kayıt altına alır. Bu durumda satın alma maliyeti ile satın alınan işletmenin varlıklarının defter değeri

(kayıtlı değer) arasında fark oluşur. Bu durumda oluşan söz konusu fark için aşağıdaki yöntemler uygulanır:⁵⁹

- Defter değerini aşan kısım öncelikle dönen varlıkların, uzun vadeli menkul kıymet yatırımlarının ve yükümlülüklerinin defter değerini piyasa değerlerine eşitleyecek biçimde bu varlık ve yükümlülükler dağıtılır.
- Kalan kısım, duran varlıkların defter değerlerini piyasa değerlerine eşitleyecek biçimde bu varlıklara dağıtılır.
- Söz konusu aşamalardan sonra hala fark varsa kalan kısım şerefiye olarak adlandırılır ve muhasebeleştirilir.

TFRS 3' e göre satın alma yönteminin uygulanması aşağıdaki aşamaları gerektirir:

- 1. Edinen işletmenin belirlenmesi:** Her bir işletme birleşmesinde birleşen işletmelerden biri edinen işletme olarak belirlenir.

Esas olarak özkaynak paylarının değişimine dayanan bir işletme birleşmesinde edinen işletme genellikle, kendi özkaynak paylarını ihraç eden işletmedir. Ancak, genelde '*Ters Birleşme*' diye bilinen bazı işletme birleşmelerinde ihraççı işletme, edinilen işletmedir. İşlemin bir ters birleşme sayılması için, özkaynak payları edinilen işletmenin (yasal edinilen) muhasebe amaçları açısından edinen işletme olması gerekmektedir.

Örneğin ters birleşmeler, halka açık olmayan bir işletme, halka açık hale gelmeyi isteyip kendi hisse senetlerini ihraç etmek istemediğinde gerçekleşebilir. Bunu gerçekleştirmek için halka açık olmayan işletme, halka açık bir işletmenin, kendi özkaynak paylarını, söz konusu halka açık şirketin özkaynak payları karşılığında alınmasını sağlar. Bu örnekte, halka açık işletme yasal edinendir çünkü kendi özkaynak paylarını ihraç etmiştir; halka açık

⁵⁹Volkan DEMİR ve Oğuzhan BAHADIR, **UFRS/TFRS Kapsamında İşletme Birleşmeleri ve Konsolidasyon-Açıklamalar ve Uygulamalar**, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2009, ss. 21-22.

olmayan işletme de yasal edinilendir çünkü kendisinin özkaynak payları edinilmiştir.

2. Birleşme tarihinin belirlenmesi: Birleşme tarihi edinen işletmenin edinilen işletmenin kontrolünü ele geçirdiği tarihtir. Bu tarih genelde edinen işletmenin bedeli transfer ettiği, varlıklarını edindiği ve borçlarını üstlendiği tarihtir. (Kapanış tarihi)

3. Edinilen tanımlanabilir varlıkların, üstlenilen tanımlanabilir borçların ve kontrol gücü olmayan payların (azınlık paylarının) muhasebeleştirilmesi ve ölçülmesi: Edinen işletme her bir işletme birleşmesinde, mevcut ortaklık payları olan ve tasfiye durumunda hamiline işletmenin net varlıklarının orantılı payından hak sağlayan edinilen işletmedeki kontrol gücü olmayan payların unsurlarını,

a) Gerçeğe uygun değeri üzerinden veya

b) Mevcut ortaklık araçlarının, edinilen işletmenin net tanımlanabilir varlıklarının muhasebeleştirilen tutarlarındaki orantılı payları üzerinden ölçer.

Kontrol gücü olmayan paylara ilişkin diğer bütün unsurlar, TFRS' de başka bir ölçüm esası gerekli kılınmadıkça söz konusu unsurların birleşme tarihindeki gerçeğe uygun değerleri üzerinden ölçülür.

Birleşme tarihi itibarıyla edinen işletme, şerefiyeden ayrı olarak, edinilen işletmenin varlıklarını, borçlarını ve azınlık paylarını muhasebeleştirir. Muhasebeleştirme koşullarının oluşabilmesi için birleşme tarihinde, edinilen varlıkların ve borçların kavramsal çerçevedeki tanımlara uyması gerekmektedir. Örneğin; edinen işletmenin beklediği ancak gerçekleştirmeye mecbur olmadığı maliyetler muhasebeleştirilmez. Bu maliyetler birleşme sonrasındaki finansal tablolarda muhasebeleştirilir.

Edinilen varlıklar ve üstlenilen borçlar, ayrı işlemlerin sonucu değil, edinilen işletme ile edinilen işletme arasında işletme birleşmesi sırasında el değiştiren unsurların bir parçası olmalıdır.

Edinen işletme, edinilen işletmenin varlıklarını ve borçlarını birleşme tarihindeki gerçeğe uygun değerleri ile ölçer.

- 4. Şerefiye ve pazarlıklı satın alma:** Birleşme tarihi itibarıyla edinilen işletme, şerefiyeden ayrı olarak, edinilen işletmenin edinilen tanımlanabilir varlıklarını, üstlenilen tanımlanabilir borçlarını ve kontrol gücü olmayan paylarını (azınlık paylarını) muhasebeleştirir.

Genellikle işletme birleşmelerinde satın alma maliyetinin, edinilen işletme açısından edinilen işletmenin net varlıklarının defter değerindeki payından farkıdır. Bu durum edinilen işletme için 'defter değerini aşan maliyet'tir. Söz konusu maliyet edinilen işletmenin varlık ve yükümlülüklerinin defter değerlerinin gerçek değerlerine eşit olmamasından veya sahip olduğu ancak tanımlayamadığı bazı maddi olmayan duran varlıklarının (marka değeri, ticari unvanı, piyasadaki itibarı vb.) bilançoda yer almamasından kaynaklanabilir. TFRS 3, söz konusu farkın, edinilen işletmenin varlık ve yükümlülüklerinin defter değerlerini gerçek değerlerine eşitleyecek biçimde varlık ve yükümlülüklerine dağıtılmasını zorunlu kılar. Bu işlem yapıldıktan sonra kalan kısım 'şerefiye' olarak nitelendirilir.⁶⁰

TFRS 3, şerefiyeyi edinilen işletmenin normalüstü kazanç sağlama gücünün bir göstergesi olarak görür. Gelecekte edinilen işletme bu fırsatı değerlendirerek karlılığını artırabilir. Bu nedenle şerefiye bir varlık olarak finansal tablolara yansıtılır. Sınırsız bir ömre sahip olduğu için amortismanına tabi değildir ve değer düşüklüğüne tabi tutulur.⁶¹

⁶⁰DEMİR ve BAHADIR, a.g.e., s. 52.

⁶¹a.e., s. 54.

Bazen ise edinen işletme pazarlıklı bir satın alma yapar. Pazarlıklı satın almada şerefiedeki durumun aksine edinilen işletmenin defter değerindeki pay net varlıklarını aşmaktadır. Edinen işletmenin edinilen işletmenin net varlıklarının gerçeğe uygun değerindeki payının satın alma maliyetini aşan bu kısım 'negatif şerfiye' olarak da adlandırılır. Örnek verecek olursak; satıcının baskı altında olduğu, zorla satış yapıldığı durumlarda veya hisse senetleriyle ilgili olumsuz beklentilerin hakim olması durumunda hisse senedi değerlerinin işletmenin net varlıklarının gerçeğe uygun değerinin altına düşmesi durumunda negatif şerfiyeden bahsedilebilir. Böyle bir durumda TFRS 3 edinilen işletmenin net varlıklarının ve yükümlüklerinin yeniden gözden geçirilmesini zorunlu kılar. Bu gözden geçirme sonrasında ortaya çıkan fazla tutar birleşme tarihinde kar veya zarar olarak muhasebeleştirilir. Söz konusu kazanç ise edinen işletmenin finansal tablolarına yansıtılır.⁶²

2.3.Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihçesi

Birleşme ve satın alma işlemlerinin tarihçesi bu bölüm altında dünyada ve Türkiye’de şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin tarihçesi olmak üzere iki ana başlık altında incelenmiştir.

2.3.1.Dünyada Şirket Birleşme ve Satın Alma Birleşmelerinin Tarihçesi

Tarihsel sürece bakıldığında birleşme ve satın alma işlemlerinde yoğunluğun, yaşanan bazı iktisadi olaylar veya yasal düzenlemelere bağlı olarak arttığı ya da azaldığı görülmektedir. Yoğunluk seviyesi ise gerçekleşen işlem sayısı veya bu işlemlerin parasal değerlerinin toplamı ile ölçülmektedir. Literatüre bakıldığında birleşme ve satın alma faaliyetlerinin yoğunlaştığı dönemlerin birleşme ve devralma dalgası ya da kısaca birleşme dalgası şeklinde ifade edildiği görülmektedir. Bu dalgaların tanımlanmasında

⁶²DEMİR ve BAHADIR, a.g.e., ss. 57-58.

esas olarak, ABD ya da ABD menşeli uluslararası şirketlerin işlemleri göz önünde bulundurulmaktadır.⁶³

Ekonomik ve yasal gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkan birleşme dalgalarının ülkenin ekonomik faaliyet düzeyi ile doğru orantılı olduğu, birleşme ve satın almaların milli gelir artışına paralel bir seyir izlediği belirtilmektedir. Ekonomik büyüme dönemlerinde genişleyen kredi hacmi birleşme ve satın alma faaliyetlerinin finansmanını kolaylaştırmaktadır. Ayrıca yaşanan teknolojik ve sınai gelişmeler ile idari ve yasal alanda gerçekleştirilen düzenlemeler dalgaların oluşumunu sağlamaktadır.⁶⁴

Şirket birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında dünyada birbirinden ayrı özelliklere sahip toplam beş birleşme ve satın alma dalgasının yaşandığı söylenebilir.

2.3.1.1. Birinci Dalga (Yatay Birleşmeler Dönemi)

Birleşme ve satın alma işlemlerinde birinci dalga 1893 yılında dünya çapında yaşanan büyük ekonomik buhrandan sonra başlayan ekonomik toparlanma döneminde gerçekleşmiştir. (1895-1904) Söz konusu dönemi kapsayan birleşmelerin %78'i yatay birleşmeler, geri kalan sadece %22'lik kısmı ise dikey birleşmeler şeklindedir. Bu yüzden bu dönem yatay birleşmeler dönemi olarak adlandırılmaktadır. Çok sayıda küçük firmadan oluşan sanayi kolları birleşerek monopole yakın bir yapıya sahip olmuşlardır. Temelde sekiz endüstri kolunda geniş çaplı birleşmelerin yaşandığı görülmektedir: Çelik, yiyecek, petrol, kimyasal maddeler, ulaşım, işlenmiş metal, makine sanayi ve taş kömürüdür.⁶⁵

1890 yılında ABD hükümeti tarafından piyasanın o dönemde yoğun şekilde görülen birleşmeler sonucu piyasanın az sayıda üretici tarafından kontrol edilmesinin

⁶³ÖZTUNALI, a.g.e., s. 52.

⁶⁴YILMAZ, a.g.e, s. 18.

⁶⁵ONAT, a.g.e., s. 79.

önlenmesi amacıyla Sherman Yasası'nı çıkarmıştır. Fakat bu yasanın istenilen etkiyi yaratmada yeterli olmadığı görülmektedir.⁶⁶

Bu dönemde gerçekleştirilen yatay birleşmelerin birçoğu piyasada büyük tekeli yapıların oluşmasına neden olmuş ve dönemin sonunda bazı endüstri kollarındaki firma sayılarında önemli ölçüde düşüşler kaydedilmiştir. New York Borsası'nda (NYSE) sınıai şirket hisse senetlerinde işlem hacmi hızla artmıştır. 1901 yılından itibaren gerileme sürecine giren birinci dalga, ABD ekonomisinin resesyona girmesi nedeniyle 1905 yılında sona ermiş ve bu bitiş sırasında NYSE'de büyük bir düşüş yaşanmıştır.⁶⁷

2.3.1.2. İkinci Dalga (Dikey Birleşmeler Dönemi)

Birleşme ve satın alma işlemlerinde ikinci dalga 1916-1929 yılları arasında gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemi kapsayan birleşmelerin %70'i dikey birleşmeler, geri kalan %30'luk kısım ise genellikle yatay birleşmeler şeklinde gerçekleşmiştir. Bu yüzden bu dönem dikey birleşmeler dönemi olarak da adlandırılmaktadır. Bu dönemde birleşme ve satın almalar özellikle ağır sanayi, kimya, gıda sanayi, madencilik, bankacılık ve perakende sektörlerinde yoğunlaşmıştır.⁶⁸

İlk birleşme dalgasında yaşanan tekelleşme eğilimine karşın, bu birleşme dalgasında oligopolcü piyasa yapısına doğru bir yönelim olmuştur. İlk dalgada yer almayan nazaran daha küçük ölçekli firmalar, bu dönemde sektörde tekeli konumundaki firmalarla rekabet edebilmek için birleşme yoluna gitmiştir. Piyasaya hakim, tek bir firma tarafından kontrol edilen endüstrilerde bir ya da iki güçlü firmanın daha oluşması, söz konusu endüstrilerde oligopolistik bir yapının oluşmasına neden olmuştur.⁶⁹

⁶⁶ŞAHİN ve YILMAZ, a.g.m, s. 64.

⁶⁷YILMAZ, a.g.e., ss. 24-26.

⁶⁸AKBULAK ve TAHTAKILIÇ, a.g.m., s. 90.

⁶⁹Cengiz AVCI, "Merger&Acquisitions in Turkey: Announcement Effects On Stock Prices in ISE, (Yüksek Lisans Tezi, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006), s. 8.

Birinci birleşme dalgasında gerçekleşen monopolleşme girişimi, ard arda antitröst yasalarının çıkmasına neden olmuştur. ABD'de antitröst yasaların temelini oluşturan üç önemli yasa vardır. Birincisi daha önce bahsedilen Sherman Yasası'dır. İkincisi 1914 yılında çıkarılan Ulusal Ticaret Komisyonu Kanunu, üçüncüsü ise yine 1914 yılındaki Clayton Yasası'dır. Monopolleşmenin önüne geçilmesi için çıkarılan bu yasalar şirketleri dikey birleşmelere yönlendirmiş, bu nedenle oligopolistik bir yapı ortaya çıkmıştır.⁷⁰

Şirket birleşme ve satın almalarında ikinci dalga 1929 yılında yaşanan ve 'Kara Perşembe' olarak adlandırılan, ABD borsasının çökmesi ve ekonominin derin bir resesyona girmesi ile sonuçlanan borsa krizi ile sona ermiştir.⁷¹ Bu kriz şirketleri ve yatırımcıları zor durumda bırakmış, tüketim harcamaları en düşük seviyeye inmiş, bu durum birçok şirketin iflas etmesine ve yatırım yapma isteğinin azalmasına neden olmuştur. Yaşanan bu gelişmeler ikinci dönem şirket birleşmelerinin sonunu getirmiştir.⁷²

2.3.1.3.Üçüncü Dalga (Karma Birleşmeler Dönemi)

Şirket birleşmelerinde üçüncü dalga 1965-1969 yılları arasında yaşanmıştır. Bir önceki birleşme dalgasıyla arasında 30 seneden fazla zamanın olmasında, 1930'lu yıllarda yaşanan ekonomik buhran ve 2. Dünya Savaşı etkili olmuştur. Bu dönemde genellikle birbirleriyle ilişkisi bulunmayan farklı iş alanlarındaki işletmelerin birleşmesi söz konusudur. Birleşme düşünen şirketler antitröst yasaların zorlamasıyla kendi sektörü dışındaki işletmelere yönelmişlerdir.⁷³ Şirket birleşmelerinde üçüncü dalga karma birleşmeler dönemi olarak da adlandırılmaktadır.

Şirket birleşmelerinde yaşanan birinci ve ikinci dalga dönemlerinde, tekelleşmeyi önleyici hukuksal düzenlemelerin yetersiz kalması sonucu şirketler ilk

⁷⁰ŞAHİN ve YILMAZ, a.g.m., s. 65.

⁷¹YILMAZ, a.g.e., ss. 26-28.

⁷²Cevat SARIKAMIŞ, **Şirket Birleşmeleri**, 1.Baskı, İstanbul: Avcıol Yayınları, 2003, ss. 84-85.

⁷³ŞAHİN ve YILMAZ, a.g.m., s. 66.

önce monopol, daha sonra ise oligopol yapıya yönelmişlerdir. 60'lı yılların başında siyasi ve idari otoriteler bu yapıyı önlemeye yönelik olarak çok sıkı tedbirler almış, bu önlemlerin sonucu olarak mamul yelpazesini ve pazarı büyütmeyi amaçlayan karma birleşmeler ön plana çıkmıştır. Bu dönemde gerçekleştirilen birleşmelerin yaklaşık %80'ini karma birleşmeler oluşturmuştur.⁷⁴

Bu dönemde daha önceki birleşme dalgalarının aksine görece küçük ölçekli işletmelerin birleşme için daha büyük ölçekli firmaları seçtikleri görülmüştür. Daha önce yaşanan ilk iki birleşme dalgasında ise büyük ölçekli işletmeler birleşme işlemleri için görece daha küçük işletmeleri hedef olarak belirlemişlerdir. Ayrıca birleşmelerin çoğu farklı endüstri kollarında gerçekleştiği için piyasada yaşanan rekabet açısından kayda değer bir değişim yaratmamıştır.⁷⁵ Birleşme işlemlerinde yaşanan üçüncü dalga, 1970 yılında ortaya çıkan petrol krizi ve ardından yaşanan resesyon ile son bulmuştur.⁷⁶

2.3.1.4.Dördüncü Dalga (Mega Birleşmeler Dönemi)

Birleşme işlemlerinde dördüncü dalga 1981-1990 yılları arasında gerçekleşmiştir. Şirket birleşmelerinde 1970'lerden 1980'lere kadar dönemde yaşanan düşüş trendi 1981 yılından itibaren geçerliliğini kaybetmiştir. Bu dönemi önceki üç dalgadan ayıran temel etken hileli birleşmelerin baskın olmasıdır. Şirketler kısa sürede büyük karlar elde edebilmek için hileli ele geçirme girişimlerinde bulunmuşlardır. Bu dönemi diğerlerinden ayıran diğer önemli bir özellik ise birleşme işlemine konu olan şirketlerin büyüklüğü olmuş ve mega birleşmeler dönemi olarak adlandırılmıştır. Bu dönemde ABD'de 34.000, Avrupa genelinde ise 13.000 civarında birleşme işlemi gerçekleşmiştir.⁷⁷

⁷⁴SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 85.

⁷⁵Tuğba EYCEYURT ve Murat SERÇEMELİ, "Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 27, Sayı: 1 (Eylül 2013), ss. 162-163.

⁷⁶ŞAHİN ve YILMAZ, a.g.m., s. 66.

⁷⁷EYCEYURT ve SERÇEMELİ, a.g.m., s. 163.

2.3.1.5.Beşinci Dalga

1993 yılında başladığı kabul edilen beşinci birleşme dalgası halen devam etmektedir. Bu dönemde şirket birleşmeleri uluslararası bir nitelik kazanmış, ulusal pazarların giderek uluslararası pazarlara dönüşmesi şirket birleşmelerini ülke sınırlarının dışına taşımıştır.⁷⁸

Değer ve miktar açısından büyük montanlı birleşme işlemlerinin görüldüğü bu dönemin özünde küreselleşme olduğu için, birleşme işlemlerinin uluslararası bir özellik taşıdığı, farklı menşeli şirketlerin birleşme işlemlerinde taraf olduğu görülmektedir.⁷⁹ Bu dönemde ortaya çıkan birleşme işlemlerinin çoğunluğunun kendini korumak, piyasada ayakta kalabilmek ve uluslararası piyasalarda rekabet edebilmek amacı ile yapıldığı görülmektedir.⁸⁰

2.3.2.Türkiye'de Şirket Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihçesi

Türkiye'de şirket birleşmeleri Avrupa ülkelerinde olduğu gibi 20. yüzyılın ortalarında başlamıştır. Bu gelişmeyi henüz şirketleşmenin yaygın olmadığı ve aktif bir sermaye pazarının oluşmadığı ortamda ekonomik konjonktür gelişme ve değişmelerine bağlanması mümkün değildir.⁸¹

Türkiye'de bilinen ilk firma birleşmesi 1874 yılında gerçekleşen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-i Osman-i Şahane'nin birleşmesidir.⁸²

1933 yılında tüm dünyada yaşanan ekonomik bunalımdan ülkemizde etkilenmiş, 1933 yılında Türkiye Sanayi ve Kredi Bankası Sümerbank'a, Üsküdar Bankası ise Türk Ticaret Bankası'na devredilmiştir.⁸³

⁷⁸SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 75.

⁷⁹ŞAHİN ve YILMAZ, a.g.m., s. 66.

⁸⁰Sevilay SARICA, "ABD, AB ve Türkiye'nin Firma Birleşmelerine Yaklaşımı", **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 4, Sayı:1 (Nisan 2008), ss. 54-55.

⁸¹SARIKAMIŞ, a.g.e., ss. 95-96.

⁸²ONAT, a.g.e., s. 86.

Türkiye'de 1950'li yıllarda görülmeye başlanan az sayıda birleşme işleminde, genellikle zor duruma düşmüş firmaların, özellikle bankaların kurtarılarak ekonomiye tekrar kazandırılması amacı güdülmüştür.⁸⁴

1958 İstikrar Programı'ndan sonra yaşanan bunalım neticesinde 1959 yılında Muha ve Tümsu Bank, Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası'nın bünyesinde, Türk Ekspres ve Buğday Bankası ise 1962 yılında Anadolu Bankası bünyesinde birleştirilmiştir. 1963 yılında İstanbul, Ankara ve İzmir Sandıkları Halk Bankası'na devredilmiştir.

Ülkemizde 80'li yıllarda uygulamaya konulan liberal ekonomi politikaları şirket birleşmelerinin hızlanmasına sebep olmuştur. 1980'den sonra artan birleşmelerin, zor durumdaki bankaların kurtarılması, aynı grup içinde ve aynı faaliyetleri gösteren firmaların tek çatı altında toplanması, zarar eden şirketlerin devredilerek grup bünyesinden çıkarılması veya zarar eden bir şirketin satın alınarak zararın sağlayacağı vergi avantajından yararlanılması gibi nedenlere dayandığı görülmektedir. 1983 yılında İstanbul Bankası, Odibank ve Hisarbank, 1984 yılında ise İstanbul Emniyet Sandığı Ziraat Bankası ile birleştirilmiştir. 1988 yılında Anadolu ve Emlak Kredi Bankası Türkiye Emlak Bankası adı altında toplanmışlardır. 1989 yılında T.C.Turizm Bankası Türkiye Kalkınma Bankası ile, 1992 yılında Türkiye Öğretmenler Bankası Türkiye Halk Bankası ile, aynı yıl Denizcilik Bankası Türkiye Emlak Bankası ile birleşmiştir.⁸⁵

Görüldüğü üzere bu döneme kadar birleşmeler genellikle zor durumda olan bankaların birbirleriyle birleşmesi ya da zor durumda olan bankanın daha sağlam bir bankaya devredilmesi şeklinde gerçekleştirilmiş, dolayısıyla birleşme işlemlerinden beklenen sinerji etkisi yaratılamamıştır.⁸⁶

Ülkemizde şirket birleşmelerinin 2000'li yılların başından ve 2001 bankacılık krizinden ardından yoğunluk kazanmaya başladığı söylenebilir.⁸⁷

⁸³ELMAS, a.g.e., s. 50.

⁸⁴SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 96.

⁸⁵a.e., s. 96.

⁸⁶EYCEYURT ve SERÇEMELİ, a.g.m., s. 161.

⁸⁷SARIKAMIŞ, a.g.e., s. 97.

Berna Kırkulak Uludağ ve Özlem Demirkaplan Gülbudak⁸⁸ yaptıkları çalışmada birleşme ve satın alma faaliyetlerinin daha iyi anlaşılabilmesi için Türk ekonomisinin yakın tarihine bakmanın faydalı olabileceğini belirtmiştir.

1990'larda Türk ekonomisinde küresel baskılar hissedilmeye başlanmıştır. Döviz oranları çarpıcı bir biçimde yükselmiş, yabancı yatırımcılar ülkeden çıkmış ve likidite sıkıntısı yaşanmıştır. Ayrıca 90'lı yıllarda yaşanan 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi, 1999 ve 2000'lerdeki finansal krizler ve son olarak 2011 yılında yaşanan mali kriz ekonomimizi olumsuz yönde etkilemiştir.

Yaşanan yüksek enflasyon ve yüksek kamu borçları borçlanma gereksinimini artırmıştır. IMF ile başlatılan iyileştirme programı döviz kurlarını iyileştirme ve uzun dönemli faiz oranlarını düşürmede etkili olmuştur. Enflasyon oranı 2004 yılında ilk defa tek haneli rakama inmiştir. Söz konusu ortam Türkiye'de 2000'li yılların ortalarından itibaren birleşme hacimlerinin artmasını sağlamıştır. Bu artışta özelleştirmelerin payının da büyük olduğunu belirtmek gerekir. (Türk Telekom, Tüpraş, Erdemir gibi.)

Buna rağmen Türkiye'deki şirket birleşme ve satın almaların gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça düşük montanlı olduğu görülmektedir.⁸⁹

2.4. Türkiye'de Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Güncel Durum

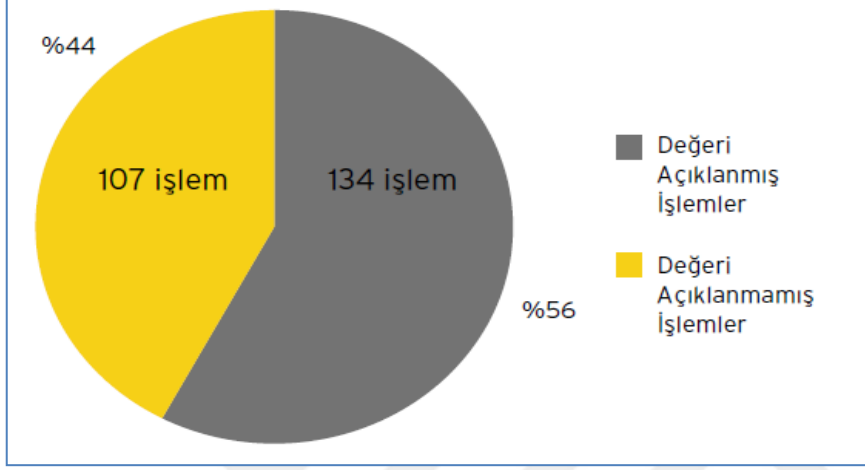
Türkiye'de birleşme ve satın alma işlemlerinde güncel durumu ortaya koyabilmek amacıyla 2010, 2011, 2012 ve 2013 yılları ayrıntılı olarak incelenmeye çalışılmıştır. Söz konusu yıllarda gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerine ilişkin veriler Ernst&Young Global Limited (E&Y) tarafından yıllık bazda yayınlanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporları'ndan elde edilmiştir.

⁸⁸Berna Kırkulak ULUDAĞ ve Özlem Demirkaplan GÜLBUDAK, "Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama", **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi**, Sayı: 47 (Mart 2011), ss. 25-27.

⁸⁹Pınar Evrim MANDACI, "Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri", **İktisat İşletme ve Finans-Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın**, Sayı: 225 (Aralık 2004), s. 119.

2.4.1.2010 Yılı

E&Y 2010 yılı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu'na⁹⁰ göre 2010 yılında Türkiye'de açıklanan toplam birleşme ve satın alma işlemleri sayısı 241'dir.



Şekil 2. Türkiye'de Açıklanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Sayısı (2010)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 5

Yukarıdaki şekilden de görüleceği üzere 2010 yılında açıklanan 241 adet işlemin sadece 134'ünün işlem değeri açıklanmış, geri kalan 107 adet işlemin değeri ise açıklanmamıştır. Oransal olarak baktığımızda işlemlerin %56'sının değerinin açıklandığı, %44'ünün ise açıklanmadığı görülmektedir. Değeri açıklanan 134 adet işlemin toplam değeri ise 26,4 milyar ABD doları (\$) olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2007-2010)

Yıllar	İşlem Hacmi (Milyar \$)
2007	25,5
2008	16,3
2009	3,9
2010	26,4

⁹⁰Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, Ocak 2011.

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere 2007-2010 yılları arasında birleşme ve satın alma işlemlerinde en yüksek işlem hacmi 26,4 milyar \$'la 2010 yılında gerçekleşmiştir. En düşük işlem hacminin ise 3,9 milyar \$'la 2009 yılında gerçekleştiği görülmektedir. 2010 yılında 2009 yılına göre işlem hacminde yaklaşık %577'lik bir artışın gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 3: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2010)

Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Ülke	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon \$)
Garanti Bankası	Finansal Hizmetler	Banco BilbaoVizcaya Argentaria	İspanya	24,89%	5.838
Boğaziçi EDAŞ	Enerji	İş-Kaya-MMEKA Ortak Girişim Grubu	Türkiye	100%	2.990
Toroslar EDAŞ	Enerji	Yıldızlar SSS	Türkiye	100%	2.075
Gediz EDAŞ	Enerji	İş-Kaya-MMEKA Ortak Girişim Grubu	Türkiye	100%	1.920
İstanbul Anadolu Yakası EDAŞ	Enerji	MMEKA	Türkiye	100%	1.813
Petrol Ofisi	Enerji	OMV	Avusturya	54,14%	1.392
Başkent Doğalgaz Dağıtım	Enerji	MMEKA	Türkiye	80%	1.211
Akdeniz EDAŞ	Enerji	Park Holding	Türkiye	100%	1.165
Uludağ EDAŞ	Enerji	Limak İnşaat	Türkiye	100%	940
Trakya EDAŞ	Enerji	Aksa Elektrik	Türkiye	100%	622

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 7

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere 2010 yılında gerçekleşen ve değeri açıklanan işlemler içerisinde milyar \$ seviyesini aşan işlem sayısı 8'dir. Söz konusu işlemler ise 2011 yılındaki toplam işlem hacminin yaklaşık %76'sını oluşturmuştur. Geri kalan %34'lük kısım ise 231 adet şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. İşlem değeri açıklanan ilk 10 büyük işlemin toplam hacmi 19,9 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, işlemlerin 4 tanesi kamu, 6 tanesi ise özel sektör kaynaklıdır.

Tablo 4: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2010)

	İşlem Hacmi (Milyar \$)			
	2007	2008	2009	2010
Yerli Yatırımcı	8,6	4,3	2,4	16,5
Yabancı Yatırımcı	16,9	12,0	1,5	9,9

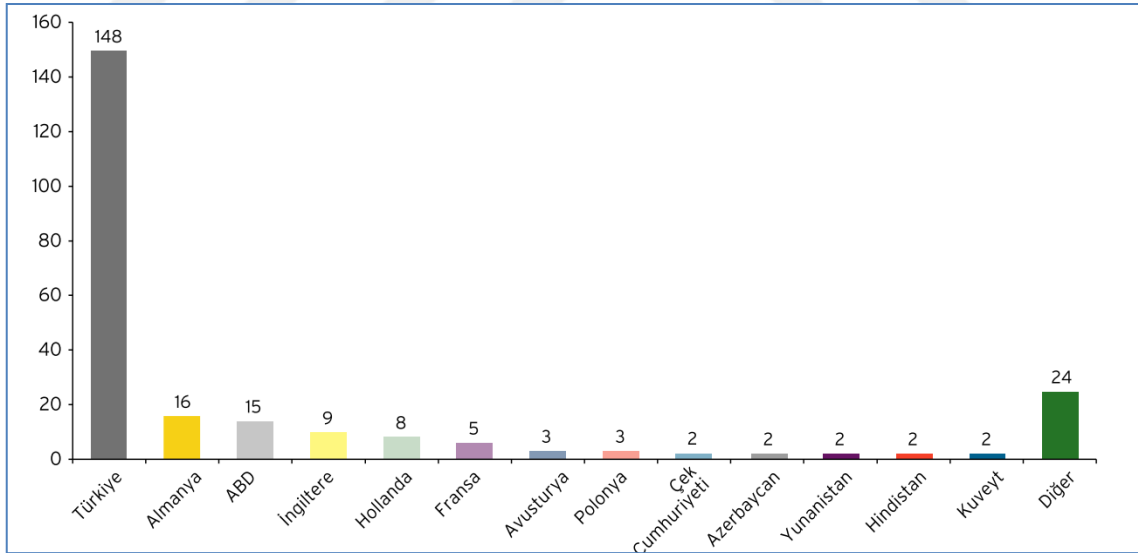
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 8

Tablo 5: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2010)

	İşlem Adedi			
	2007	2008	2009	2010
Yerli Yatırımcı	90	71	62	148
Yabancı Yatırımcı	92	101	54	93

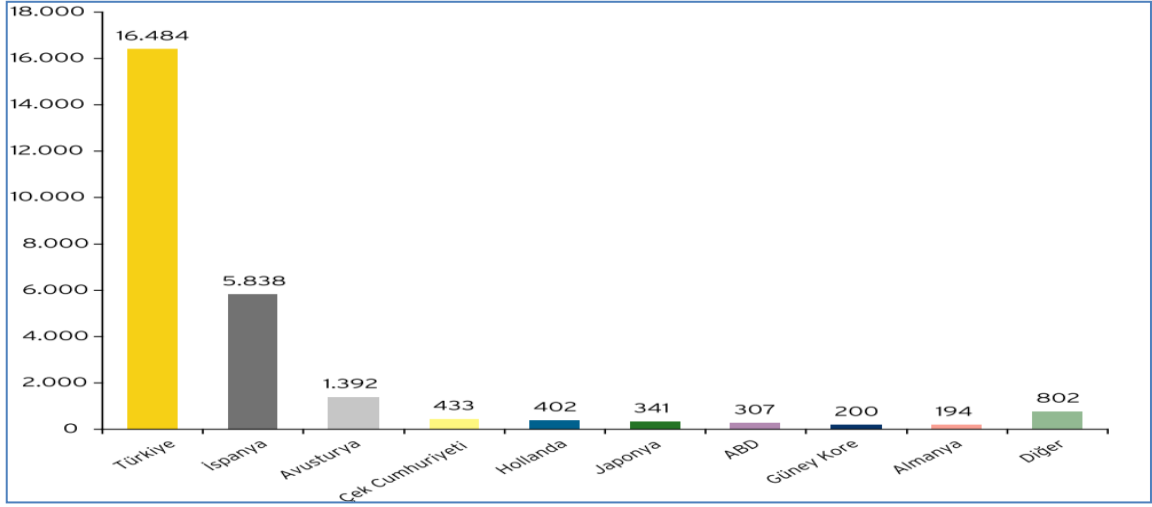
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 9

Tablo 4 ve Tablo 5’ den görüldüğü üzere 2010 yılında Türkiye’de 2009 yılına göre birleşme ve satın alma işlemlerinde hem hacimsel olarak, hem de işlem adedi bazında bir artışın olduğunu söylemek mümkündür. Yatırımcı profiline bakıldığında ise yerli yatırımcılar işlem hacmi bazında yabancı yatırımcıların önündedir. (Yerli yatırımcı 16,5 milyar \$, yabancı yatırımcı 9,9 milyar \$) İşlem adedi kısmında ise yerli yatırımcılar yabancı yatırımcıların önündedir. (Yerli yatırımcı 148 adet, yabancı yatırımcı 93 adet)



Grafik 1. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Sayısına Göre-2010)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 10



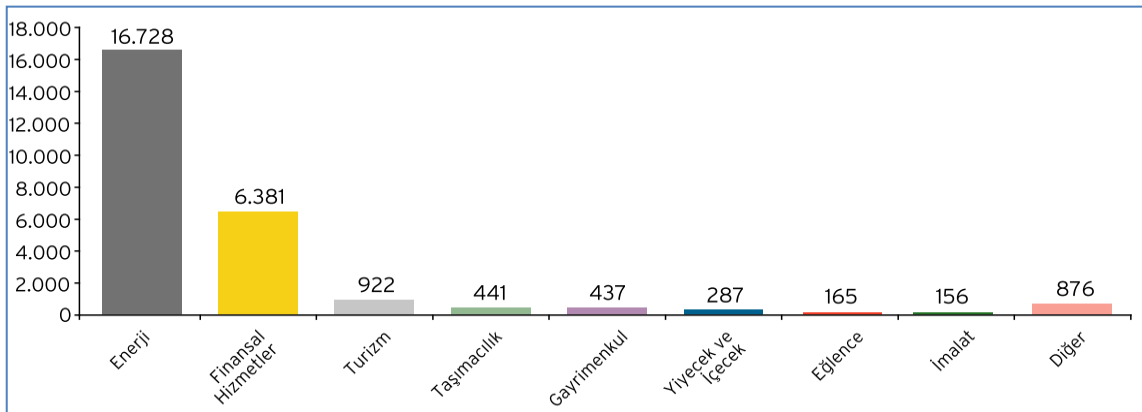
Grafik 2. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2010)*

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 10

*Tutarlar milyon dolar seviyesindedir.

2010 yılında yabancı yatırımcıların dahil olduğu işlemlere bakıldığında Almanya 16 adet işlemle ilk sırada yer alırken, ABD 15 işlemle ikinci, İngiltere 9 işlemle üçüncüdür. Söz konusu ülkelerin yanı sıra 2010 yılında Türkiye’de Kuveyt, Hindistan ve Çek Cumhuriyeti gibi ülkelerin de birleşme ve satın alma işlemlerine taraf olduğu görülmektedir.

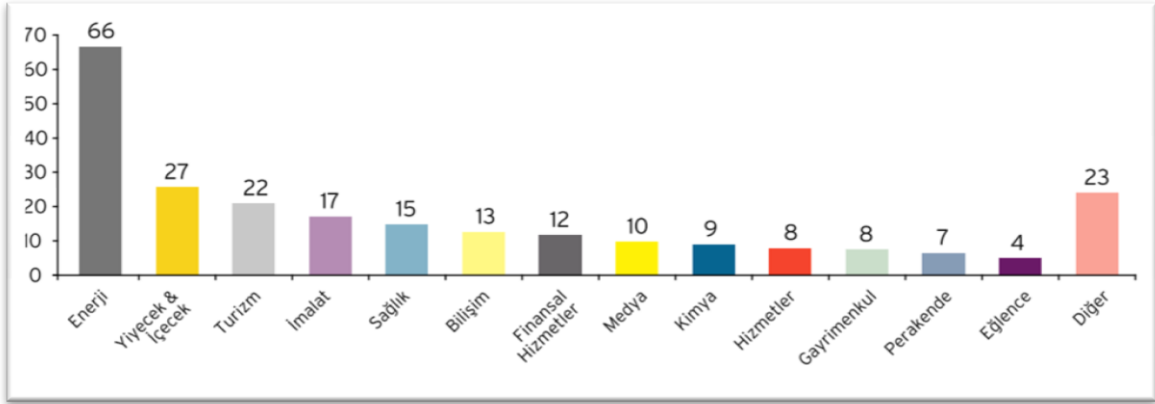
İşlem hacmi açısından baktığımızda ise gerçekleşen 5,8 milyar \$ işlem hacmiyle İspanya ilk sırada yer almıştır. İspanya’yı 1,3 milyar \$ işlem hacmiyle Avusturya’nın takip ettiği görülmektedir.



Grafik 3. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2010)*

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 12

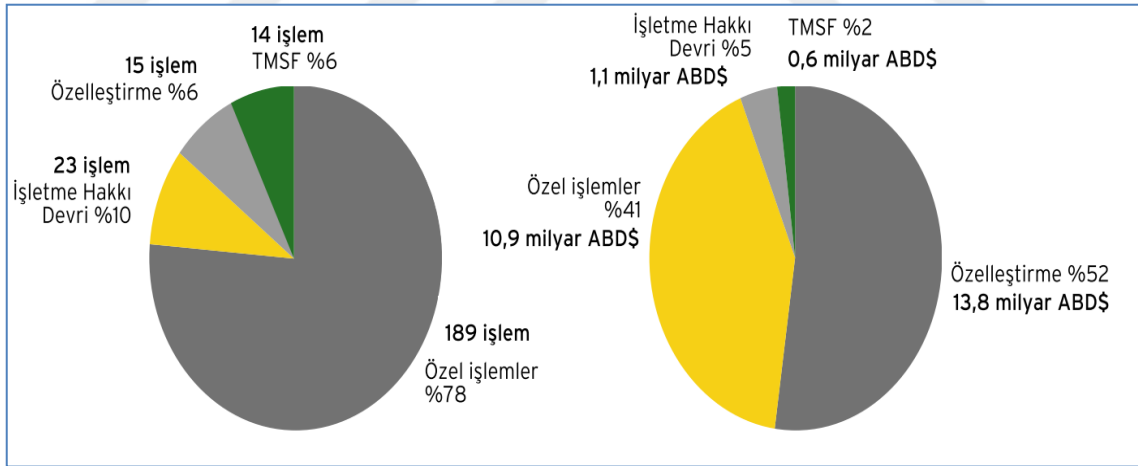
*Tutarlar milyon dolar seviyesindedir.



Grafik 4. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2010)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 12

2010 yılında gerçekleşen şirket birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında birinci olan sektör işlem hacmine ve işlem sayısına göre enerji sektörüdür. Daha sonraki sıralama işlem hacmi ve işlem sayısına göre farklılık göstermektedir.



Şekil 3. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2010)

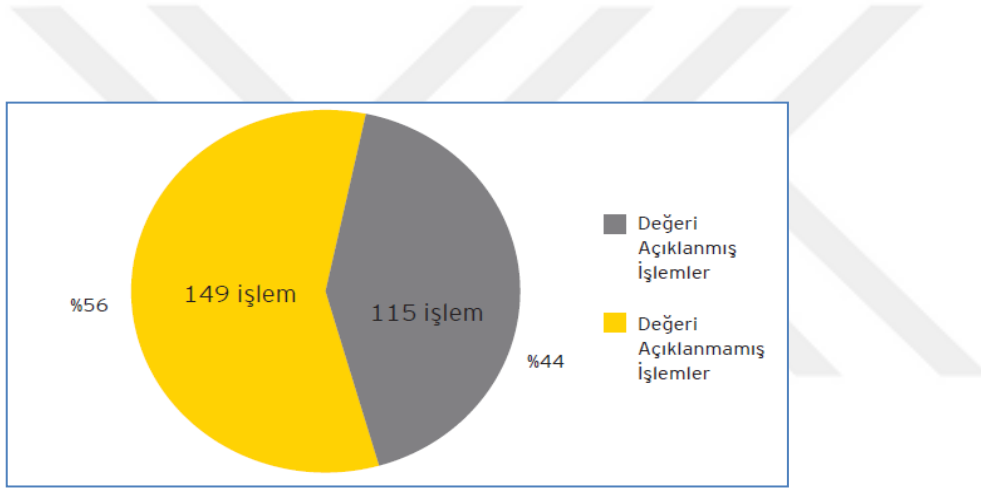
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, s. 14

2010 yılında kamu kaynaklı işlemlerde işlem hacmi 15,5 milyar \$ tutarında gerçekleşmiştir. 2009 yılında 1,8 milyar \$ seviyesinde gerçekleşen kamu işlemleri değeri açıklanan birleşme ve satın alma işlemlerinin % 46'sını oluştururken, 2010

yılında bu oran %59'dur. 2010 yılında kamu kaynaklı işlemlerde gözlenen bu artışın nedeni gerçekleşmeyen özelleştirme işlemleri, TMSF satışları ve işletme hakkı devri işlemleridir.

2.4.2.2011 Yılı

E&Y 2011 yılı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu'na⁹¹ göre 2011 yılında Türkiye'de açıklanan toplam birleşme ve satın alma işlemleri sayısı 264'tür.



Şekil 4. Türkiye'de Açıklanan Birleşme ve Satın alma İşlemleri Sayısı (2011)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 5

Yukarıdaki şekilden de görüleceği üzere 2011 yılında açıklanan 264 adet işlemin sadece 115'inin işlem değeri açıklanmış, geri kalan 149 adet işlemin değeri ise açıklanmamıştır. Oransal olarak baktığımızda işlemlerin %44'ünün değerinin açıklandığı, %56'sının ise açıklanmadığı görülmektedir. Değeri açıklanan 115 adet işlemin toplam değeri ise 11,5 milyar ABD doları (\$) olarak gerçekleşmiştir.

⁹¹ Ernst and Young, **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu**, Ocak 2012.

Tablo 6: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2008-2011)

Yıllar	İşlem Hacmi (Milyar \$)
2008	16,3
2009	3,9
2010	26,4
2011	11,5

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere 2008-2011 yılları arasında birleşme ve satın alma işlemlerinde en yüksek işlem hacmi 26,4 milyar \$'la 2010 yılında gerçekleşmiştir. En düşük işlem hacminin ise 3,9 milyar \$'la 2009 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Bu başlığın konusu olan 2011 yılında gerçekleşen 11,5 milyar \$ işlem hacmi ise söz konusu yıllar içerisinde işlem hacmi sıralamasında üçüncü sırada yer almaktadır. 2011 yılında 2010 yılına göre işlem hacminde yaklaşık %56'lık bir düşüşün gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 7: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2011)

Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Ülke	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon \$)
Mey İçki	Yiyecek ve İçecek	Diageo	İngiltere	100%	2.100
Acıbadem Sağlık Grubu	Sağlık	Integrated Healthcare Holdings, Khazanah Nasional Berhad	Malezya	75%	1.260,40
Adnan Menderes Havalimanı	Ulaştırma	TAV	Türkiye	100%	868,2
İstanbul Deniz Otobüsleri (İDO)	Ulaştırma	Tepe-Akfen-Souter-Sera	Türkiye ve	100%	861
Şeker Fabrikaları-C Portföyü	Yiyecek ve İçecek	Ak-Can Şeker	Türkiye	100%	656
MMK Atakaş	İmalat	MMK	Rusya	50%	485
Çukurove Havaalanı	Ulaştırma	Sky Line Havacılık ve Zonguldak Özel Sivil Havacılık	Türkiye	100%	465,5
Set Group Holding	İnşaat	Limak Yatırım Holding	Türkiye	100%	399
Şok Marketler	Perakende	Gözde Girişim Sermayesi, Bizim Toptan Turkish Retail Investments	Türkiye	100%	379,4
Star TV	Medya	Doğuş Holding	Türkiye	99,99%	327

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 7

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere 2011 yılında gerçekleşen ve değeri açıklanan işlemler içerisinde milyar \$ seviyesini aşan işlem sayısı 2'dir. Söz konusu işlemler ise 2011 yılındaki toplam işlem hacminin yaklaşık %68'ini oluşturmuştur. Geri

kalan %32'lik kısım ise 254 adet şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. Gerçekleşen yüksek montanlı birleşme işlemleri toplam işlem hacmini yukarıya çekmiştir.

İşlem değeri açıklanan ilk 10 büyük işlemin toplam hacmi 7,8 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, işlemlerin 4 tanesi kamu, 6 tanesi ise özel sektör kaynaklıdır. İlk on işlem içerisinde kamu kaynaklı işlemlerin oranı %37 olurken, özel sektörün payı %63 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 8: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2011)

	İşlem Hacmi (Milyar \$)			
	2008	2009	2010	2011
Yerli Yatırımcı	4,3	2,4	16,5	5,1
Yabancı Yatırımcı	12,0	1,5	9,9	6,4

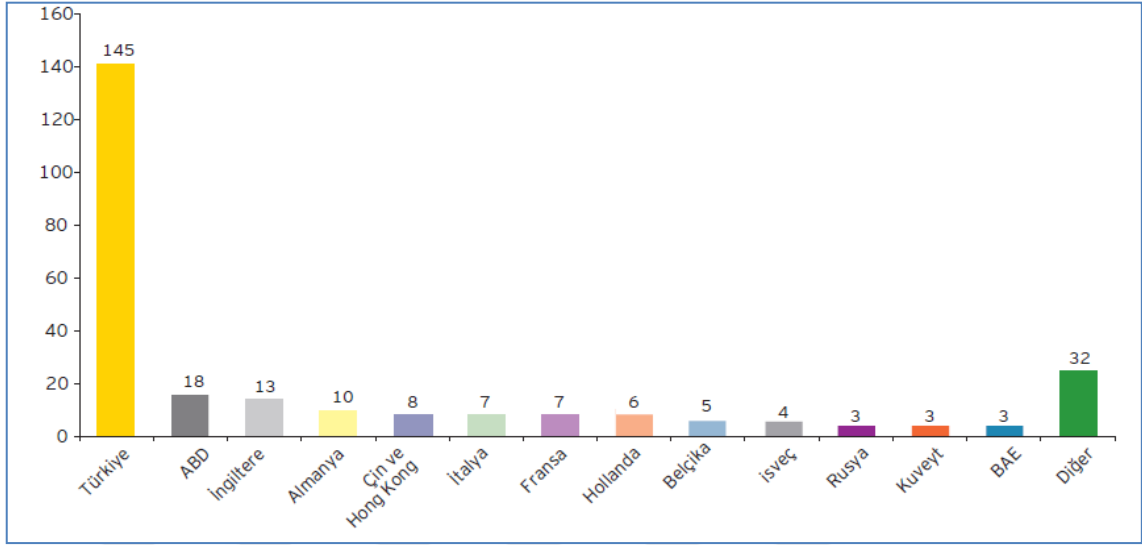
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 8

Tablo 9: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2011)

	İşlem Adedi			
	2008	2009	2010	2011
Yerli Yatırımcı	71	62	148	145
Yabancı Yatırımcı	101	54	93	119

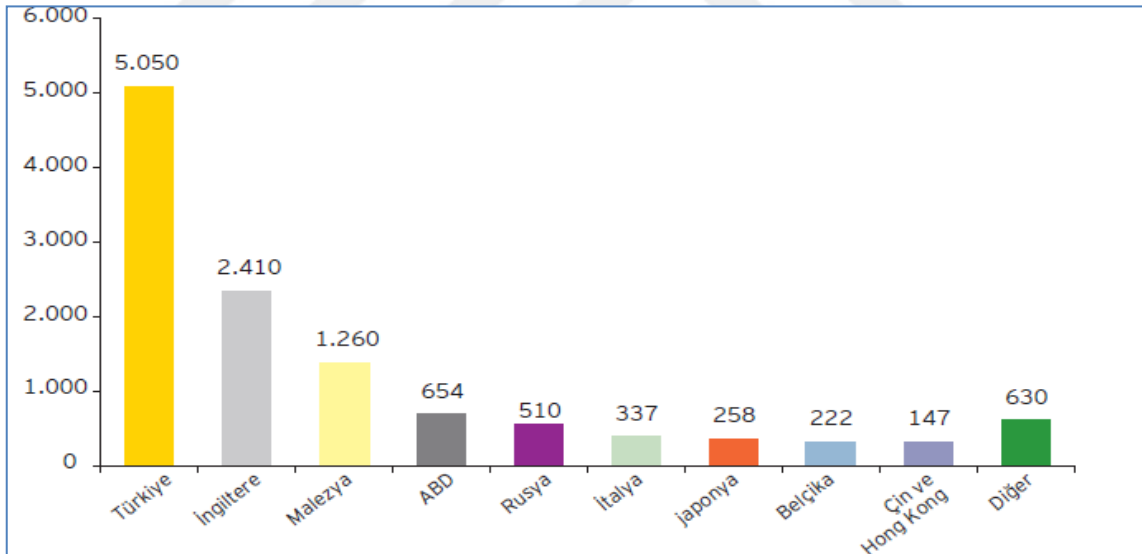
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 9

Tablo 8 ve Tablo 9'da görüldüğü üzere 2011 yılında Türkiye'de 2010 yılına göre birleşme ve satın alma işlemlerinde hacimsel olarak düşüşün, işlem adedi bazında ise artışın olduğunu söylemek mümkündür. Yatırımcı profiline bakıldığında ise yabancı yatırımcılar işlem hacmi bazında yerli yatırımcıların önündedir. (Yabancı yatırımcı 6,4 milyar \$, yerli yatırımcı 5,1 milyar \$) İşlem adedi kısmında ise yerli yatırımcılar yabancı yatırımcıların önündedir. (Yerli yatırımcı 145 adet, yabancı yatırımcı 119 adet)



Grafik 5. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Sayısına Göre-2011)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 9



Grafik 6. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2011)*

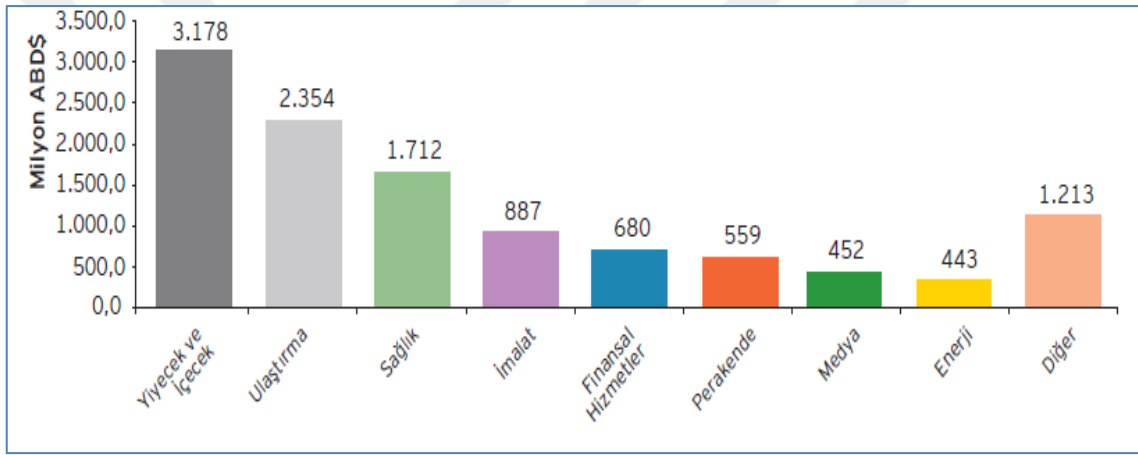
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 10

*Tutarlar milyon dolar seviyesindedir.

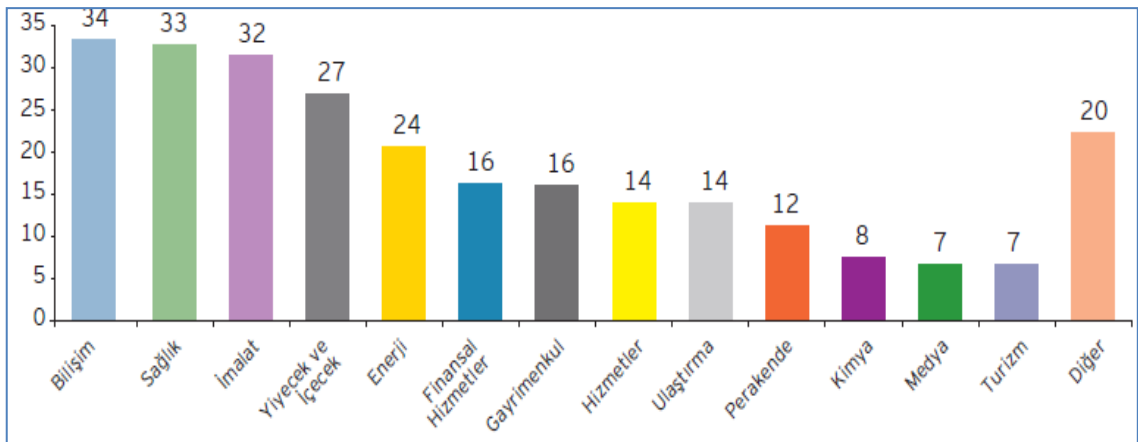
2011 yılında yabancı yatırımcıların dahil olduğu işlemlere bakıldığında, Grafik 5’de görüldüğü gibi işlem sayısı bazında ABD ve AB ülkelerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir.

ABD 18 adet işlemle ilk sırada yer alırken, İngiltere 13 işlemle ikinci, Almanya 10 işlemle üçüncüdür. Söz konusu ülkelerin yanı sıra 2011 yılında Türkiye’de Rusya, Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE) ve Çin-Hong Kong gibi ülkelerin de birleşme ve satın alma işlemlerine taraf olduğu görülmektedir.

İşlem hacmi açısından baktığımızda ise gerçekleşen 2,4 milyar \$ işlem hacmiyle İngiltere ilk sırada yer almıştır. İngiltere’yi 1,2 milyar \$ işlem hacmiyle Malezya’nın takip ettiği görülmektedir. İşlem hacmi açısından bakıldığında dikkat çeken bir nokta geçen yıllarda listelerde görmediğimiz Çin’dir. Çin-Hong Kong birleşme ve satın alma işlemlerinde sahip oldukları 147 milyon \$ işlem hacmiyle 8. sırada yer almaktadır.

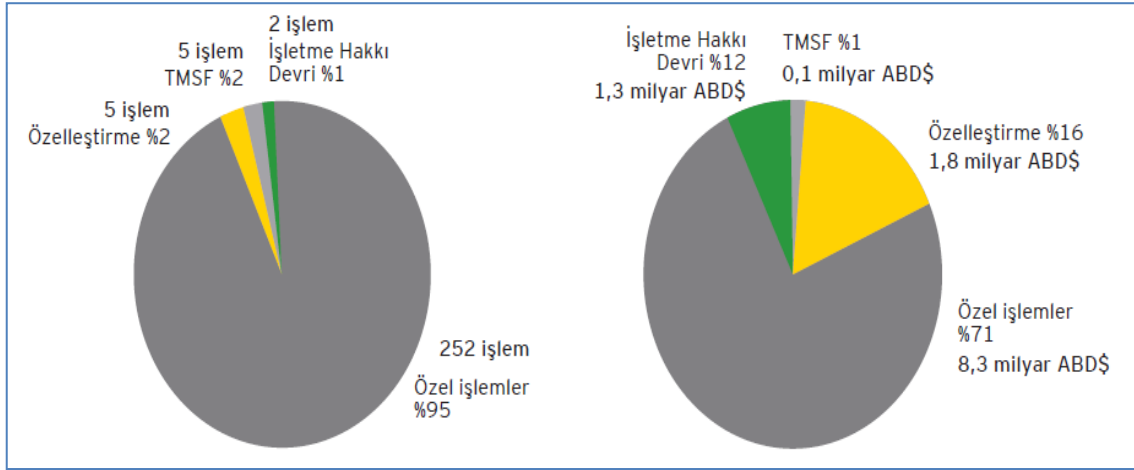


Grafik 7. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2011)
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 12



Grafik 8. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2011)
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 12

2011 yılında gerçekleşen şirket birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında birinci olan sektör işlem hacmine ve işlem sayısına göre farklılık göstermekte, işlem hacmi bazında yiyecek ve içecek sektörü birinci sırada yer alırken, işlem sayısına göre ise bilişim sektörü ilk sırada yer almaktadır.



Şekil 5. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2011)

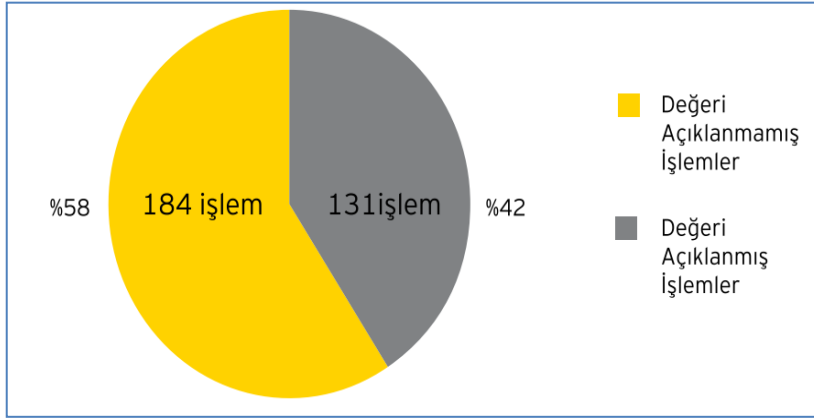
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu, s. 14

2011 yılında kamu kaynaklı işlemlerde 2010 yılına nazaran önemli ölçüde düşüş gözlenmiş ve işlem hacmi 3,2 milyar \$ tutarında gerçekleşmiştir. 2010 yılında 15,5 milyar \$ seviyesinde gerçekleşen kamu işlemleri değeri açıklanan birleşme ve satın alma işlemlerinin % 59'unu oluştururken, 2011 yılında bu oran %29'dur. 2011 yılında kamu kaynaklı işlemlerde gözlenen bu düşüşün nedeni gerçekleşmeyen özelleştirme işlemleri, TMSF satışları ve işletme hakkı devri işlemleridir.

2.4.3.2012 Yılı

E&Y 2012 yılı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu'na⁹² göre 2012 yılında Türkiye'de açıklanan toplam birleşme ve satın alma işlemleri sayısı 315'dir.

⁹² Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, Ocak 2013.



Şekil 6. Türkiye’de Açıklanan Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Sayısı (2012)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 5

Yukarıdaki şekilden de görüleceği üzere 2012 yılında açıklanan 315 adet işlemin sadece 131’inin işlem değeri açıklanmış, geri kalan 184 adet işlemin değeri ise açıklanmamıştır. Oransal olarak baktığımızda işlemlerin %42’sinin değerinin açıklandığı, %58’inin ise açıklanmadığı görülmektedir. Değeri açıklanan 131 adet işlemin toplam değeri ise 23,2 milyar ABD doları (\$) olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 10: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2009-2012)

Yıllar	İşlem Hacmi (Milyar \$)
2009	3,9
2010	26,4
2011	11,5
2012	23,2

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere 2009-2012 yılları arasında birleşme ve satın alma işlemlerinde en yüksek işlem hacmi 26,4 milyar \$’la 2010 yılında gerçekleşmiştir. En düşük işlem hacminin ise 3,9 milyar \$’la 2009 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Bu başlığın konusu olan 2012 yılında gerçekleşen 23,2 milyar \$ işlem

hacmi ise söz konusu yıllar içerisinde işlem hacmi sıralamasında üçüncü sırada yer almaktadır. 2012 yılında 2011 yılına göre işlem hacminde yaklaşık %101'lik bir artışın gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 11: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2012)

Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Ülke	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon \$)
Köprüler ve Otoyollar	Ulaştırma	Koç Holding-UEM Group Berhad-Gözde Girişim Sermayesi Ortak Girişim Grubu	Türkiye/Malezya	Geçerli değil	5.720,0
Denizbank	Finansal Hizmetler	Sberbank	Rusya	99,85%	3.851,4
Seyitömer Termik Santrali	Enerji	Çelikler İnşaat	Türkiye	100%	2.248,0
Boğaziçi EDAŞ	Enerji	Cengiz-Kolin-Limak Ortak Girişim Grubu	Türkiye	100%	1.960,0
Anadolu Efes	Yiyecek ve İçecek	SABMiller	İngiltere	24%	1.900,0
Gediz EDAŞ	Enerji	Elsan-Tümaş-Karaçay Ortak Girişim Grubu	Türkiye	100%	1.231,0
TAV Havalimanları Holding	Ulaştırma	Aéroports de Paris	Fransa	38%	874,0
Mustafa Nevzat İlaç	Sağlık	Amgen	ABD	99%	700,0
Akdeniz EDAŞ	Enerji	Cengiz-Kolin-Limak Ortak Girişim Grubu	Türkiye	100%	546,0
Eurobank Tekfen	Finansal Hizmetler	Burgan Bank	Kuveyt	99,26%	355,0

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 7

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere 2012 yılında gerçekleşen ve değeri açıklanan işlemler içerisinde milyar \$ seviyesini aşan işlem sayısı 6'dır. Söz konusu işlemler ise 2012 yılındaki toplam işlem hacminin yaklaşık %73'ünü oluşturmuştur. Geri kalan %27'lik kısım ise 309 adet şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. Gerçekleşen yüksek montanlı birleşme işlemleri toplam işlem hacmini yukarıya çekmiştir.

Milyar \$ seviyesini aşan birleşme işlemlerinde dikkat çeken diğer bir nokta ise 2012 yılında gerçekleşen 6 adet işlemde 4'ünün kamu, 2'sinin ise özel sektör kaynaklı olmasıdır. İşlem değeri açıklanan ilk 10 büyük işlemin toplam hacmi 19,4 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, işlemlerin 5 tanesi kamu, 5 tanesi ise özel sektör kaynaklıdır.

Tablo 12: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2012)

	İşlem Hacmi (Milyar \$)			
	2009	2010	2011	2012
Yerli Yatırımcı	2,4	16,5	5,1	11,5
Yabancı Yatırımcı	1,5	9,9	6,4	11,7

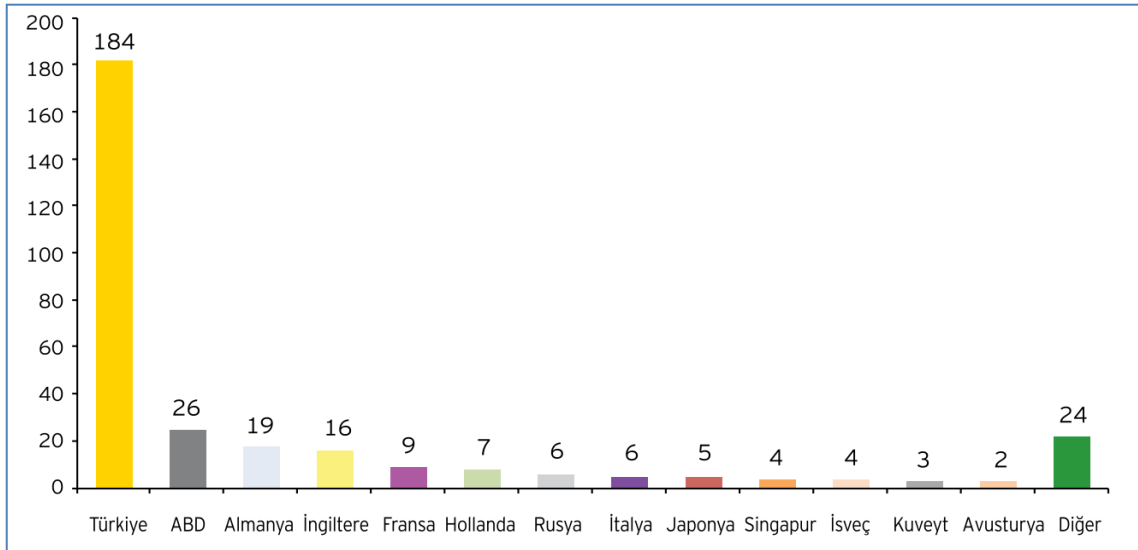
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 8

Tablo 13: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2012)

	İşlem Adedi			
	2009	2010	2011	2012
Yerli Yatırımcı	62	148	145	184
Yabancı Yatırımcı	54	93	119	131

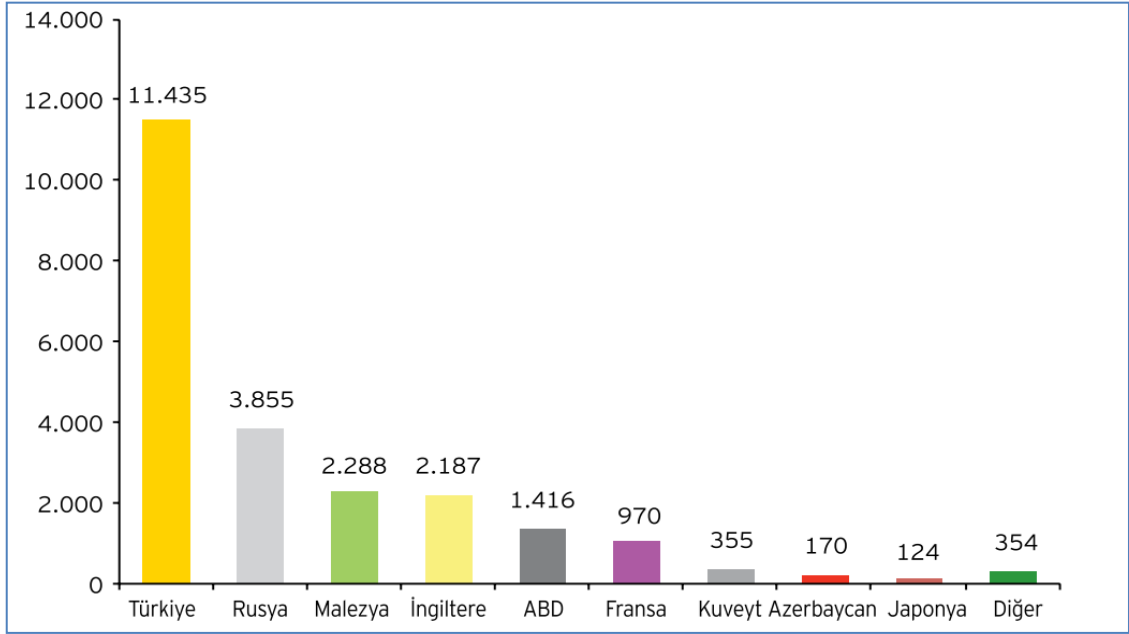
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 9

Tablo 12 ve Tablo 13'den görüldüğü üzere 2012 yılında Türkiye'de birleşme ve satın alma işlemlerinde hem hacimsel olarak, hem de işlem adedi bazında bir artışın olduğunu söylemek mümkündür. Yatırımcı profiline bakıldığında ise yabancı yatırımcılar işlem hacmi bazında çok az bir farkla yerli yatırımcıların önündedir. (Yabancı yatırımcı 11,7 milyar \$, yerli yatırımcı 11,5 milyar \$) İşlem adedi kısmında ise yerli yatırımcılar yabancı yatırımcıların önündedir. (Yerli yatırımcı 184 adet, yabancı yatırımcı 131 adet)



Grafik 9. Yabancı Yatırımcıların Menşesi (İşlem Sayısına Göre-2012)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 9

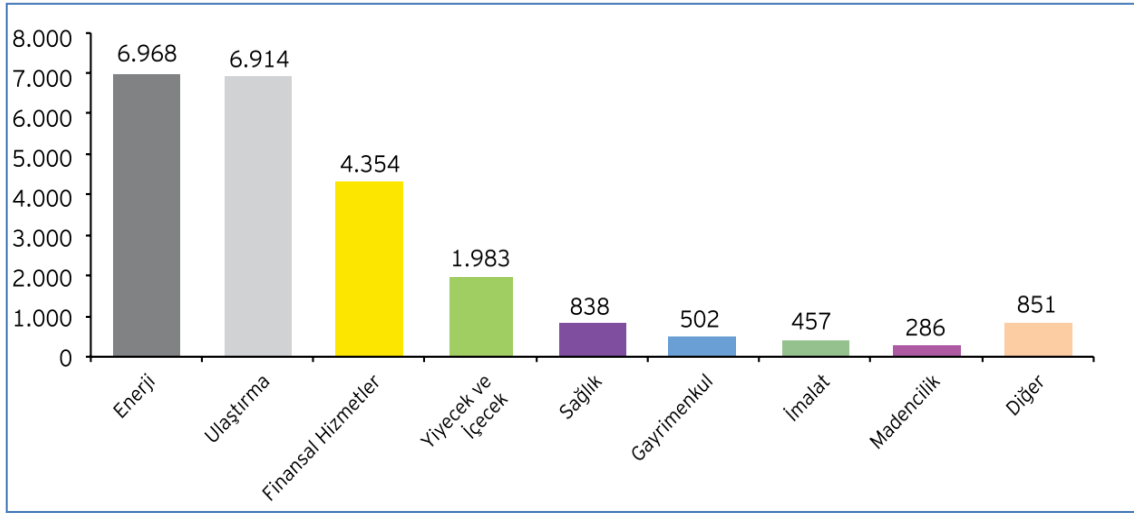


Grafik 10. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2012)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 10

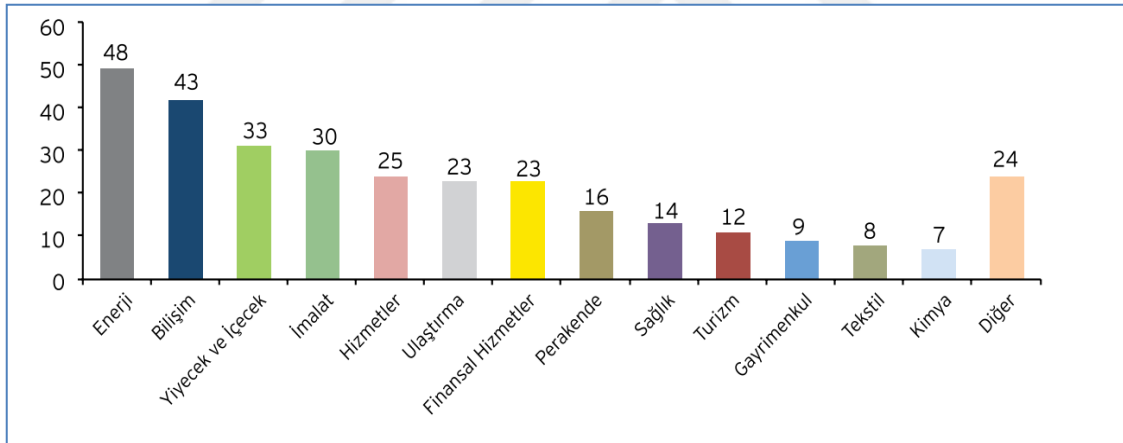
2012 yılında yabancı yatırımcıların dahil olduğu işlemlere bakıldığında, Grafik 9’da görüldüğü gibi işlem sayısı bazında AB ülkeleri ve ABD’nin ağırlıkta olduğu görülmektedir. ABD 26 adet işlemle ilk sırada yer alırken, Almanya 19 işlemle ikinci, İngiltere 16 işlemle üçüncüdür. Söz konusu ülkelerin yanı sıra 2013 yılında Türkiye’de Rusya, Japonya, Kuveyt ve Singapur gibi ülkelerin de birleşme ve satın alma işlemlerine taraf olduğu görülmektedir.

İşlem hacmi açısından baktığımızda ise gerçekleşen 3,8 milyar \$ işlem hacmiyle Rusya ilk sırada yer almıştır. Rusya’yı 2,3 milyar \$ işlem hacmiyle Malezya’nın takip ettiği görülmektedir. İşlem hacmi açısından bakıldığında geçen yıllarda önemli bir ağırlığa sahip olan AB ülkelerinin 2012 yılında bu ağırlığını önemli ölçüde yitirdiği söylenebilir. Ayrıca daha önceki yıllarda birleşme ve satın alma işlemlerine taraf olmayan Azerbaycan’ın 170 milyon \$ işlem hacmiyle listede yer aldığı görülmektedir.



Grafik 11. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2012)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 12



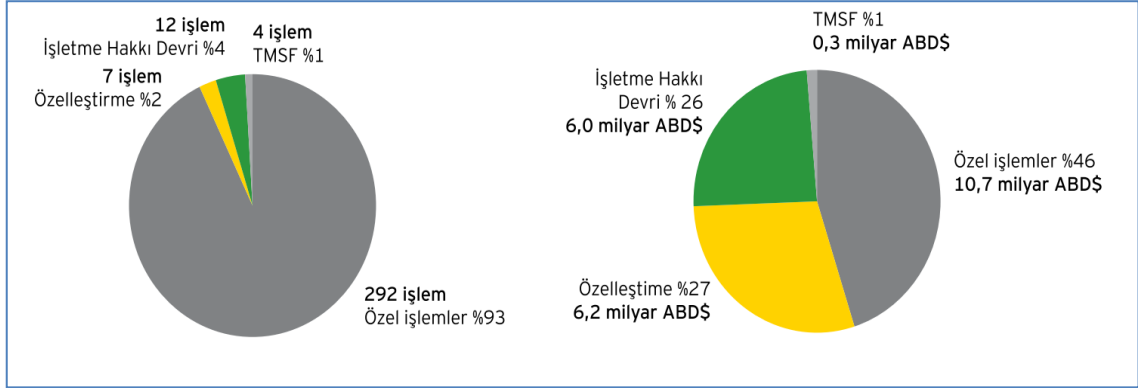
Grafik 12. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2012)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 12

2012 yılında gerçekleşen şirket birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında birinci olan sektör işlem hacmine ve işlem sayısına göre farklılık göstermemekte, hem işlem hacmi, hem de işlem sayısına göre enerji sektörü ilk sırada yer almaktadır.

Enerji sektörünün işlem hacmi bazında birinci sırada yer almasının temel nedeni doğalgaz ve elektrik sektöründe yer alan şirketlerin özelleştirilmesi ve Türkiye’de artan

enerji talebi sebebiyle yerli ve yabancı yatırımcıların pazarda yer alma isteğidir. 2012 yılında hacim bazında ulaştırma sektörünün enerji sektörünün hemen arkasında yer almaktadır. İşlem sayısı bakımından ise gerçekleşen 43 adet işlemle bilişim sektörü enerji sektörüyle rekabet halindedir.



Şekil 7. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2012)

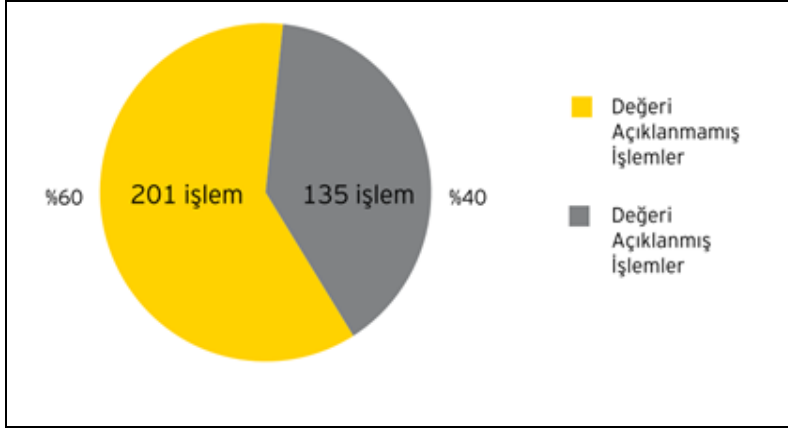
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu, s. 14

2012 yılında kamu kaynaklı işlemlerde 2011 yılına nazaran önemli ölçüde artış gözlenmiş ve işlem hacmi 12,5 milyar \$ tutarında gerçekleşmiştir. Söz konusu işlemler açıklanan işlemlerin %54'ünü oluşturmaktadır. 2012 yılında kamu kaynaklı işlemlerde gözlenen bu artışın nedeni yüksek hacimli özelleştirme işlemleri, TMSF satışları ve işletme hakkı devri işlemleridir.

2.4.4.2013 Yılı

E&Y 2013 yılı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu'na⁹³ göre 2013 yılında Türkiye'de açıklanan toplam birleşme ve satın alma işlemleri sayısı 336'dır.

⁹³ Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, Ocak 2014.



Şekil 8. Türkiye’de Açıklanan Birleşme ve Satın alma İşlemleri Sayısı (2013)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 5

Yukarıdaki şekilden de görüleceği üzere 2013 yılında açıklanan 336 adet işlemin sadece 135’inin işlem değeri açıklanmış, geri kalan 201 adet işlemin değeri ise açıklanmamıştır. Oransal olarak baktığımızda işlemlerin %60’ının değerinin açıklandığı, %40’ının ise açıklanmadığı görülmektedir. Değeri açıklanan 135 adet işlemin toplam değeri ise 13,7 milyar ABD doları (\$) olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 14: Yıllar İtibariyle İşlem Hacmi (2010-2013)

Yıllar	İşlem Hacmi (Milyar \$)
2010	26,4
2011	11,5
2012	23,2
2013	13,7

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere 2010-2013 yılları arasında birleşme ve satın alma işlemlerinde en yüksek işlem hacmi 26,4 milyar \$’la 2010 yılında gerçekleşmiştir. En düşük işlem hacminin ise 11,5 milyar \$’la 2011 yılında gerçekleştiği görülmektedir. Bu başlığın konusu olan 2013 yılında gerçekleşen 13,7 milyar \$ işlem hacmi ise söz konusu yıllar içerisinde işlem hacmi sıralamasında üçüncü sırada yer

almaktadır. 2013 yılında 2012 yılına göre işlem hacminde yaklaşık %40'lık bir düşüşün gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo 15: İşlem Değeri Açıklanan İlk 10 Büyük İşlem (2013)

Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Ülke	Hisse Oranı	İşlem Değeri (Milyon \$)
Toroslar EDAŞ	Enerji	EnerjiSA	Türkiye	100%	1.725,0
Haliçport	Ulaştırma	Sembol Uluslararası Yatırım-Ekopark Turizm-Fine Otelcilik Ortak Girişim Grubu	Türkiye	Geçerli Değil	1.346,0
İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Dağıtım (Ayedaş)	Enerji	EnerjiSA	Türkiye	100%	1.227,0
Başkent Doğalgaz Dağıtım	Enerji	Torunlar Gıda	Türkiye	100%	1.162,0
Kangal Termik Santrali	Enerji	Konya Şeker	Türkiye	100%	985,0
Yapı Kredi Sigorta	Finansal Hizmetler	Allianz SE	Almanya	93,94%	912,9
Salıpazarı Kruvaziyer Limanı	Ulaştırma	Doğuş Holding	Türkiye	Geçerli Değil	702,0
Viko	İmalat	Panasonic	Japonya	90,00%	460,0
Alternatif Bank	Finansal Hizmetler	Commercial Bank of Qatar	Katar	70,84%	430,8
Show TV	Medya	Ciner Grubu	Türkiye	100%	402,0

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 7

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere 2013 yılında gerçekleşen ve değeri açıklanan işlemler içerisinde milyar \$ seviyesini aşan işlem sayısı 4'tür. Söz konusu işlemler ise 2013 yılındaki toplam işlem hacminin yaklaşık %40'ını oluşturmuştur. Geri kalan %60'lık kısmın ise 332 adet şirket tarafından gerçekleştirilmiş olması çok sayıda küçük ve orta boyutta birleşme ve satın alma işleminin gerçekleştiğini göstermektedir.

Bu aşamada dikkat çeken diğer bir nokta ise 2013 yılında milyar \$'ın üzerinde gerçekleşen 4 işlemin de kamu kaynaklı olmasıdır. Aynı şekilde ilk 10 büyük işlemin 7 tanesinin de kamu kaynaklı olduğu görülmektedir. Bu noktada 2013 yılında birleşme ve satın alma işlemlerinde işlem hacminin belirlenmesinde kamu sektörünün belirleyici olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Tablo 16: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Hacmi Bazında-2013)

	İşlem Hacmi (Milyar \$)			
	2010	2011	2012	2013
Yerli Yatırımcı	16,5	5,1	11,5	10,4
Yabancı Yatırımcı	9,9	6,4	11,7	3,3

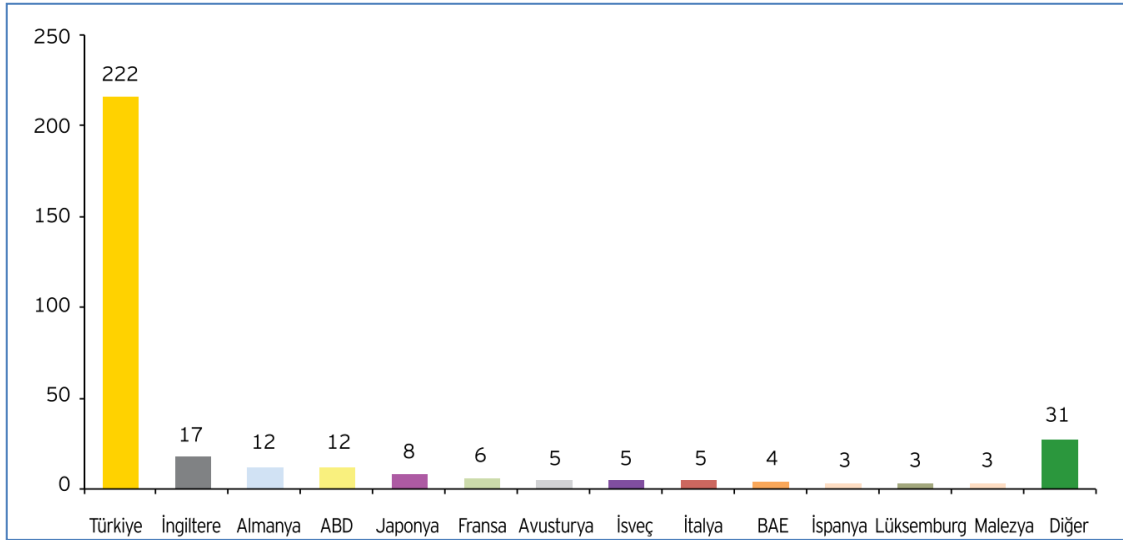
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 8

Tablo 17: Yerli-Yabancı Yatırımcı (İşlem Adedi Bazında-2013)

	İşlem Adedi			
	2010	2011	2012	2013
Yerli Yatırımcı	148	145	184	222
Yabancı Yatırımcı	93	119	131	114

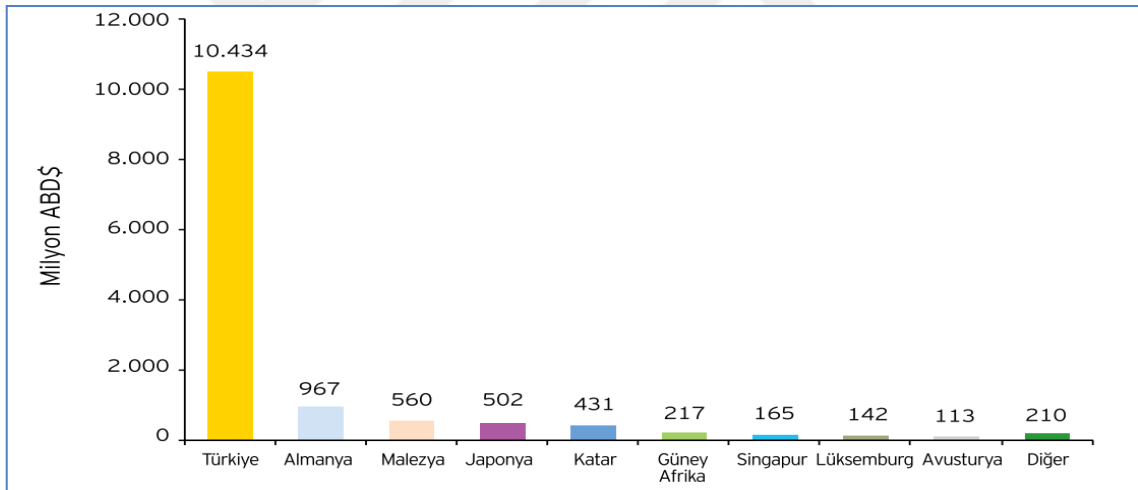
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 9

Tablo 16 ve Tablo 17’den görüldüğü üzere 2013 yılında Türkiye’de birleşme ve satın alma işlemlerinde hacimsel olarak düşüşün, işlem adedi bazında ise artışın olduğunu söylemek mümkündür. Yatırımcı profiline bakıldığında ise yerli yatırımcılar hem işlem hacmi (yerli yatırımcı 10,4 milyar \$, yabancı yatırımcı 3,3 milyar \$), hem de işlem adedi (yerli yatırımcı 222 adet, yabancı yatırımcı 114 adet) olarak yabancı yatırımcıların önündedir.



Grafik 13. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Sayısına Göre-2013)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 9

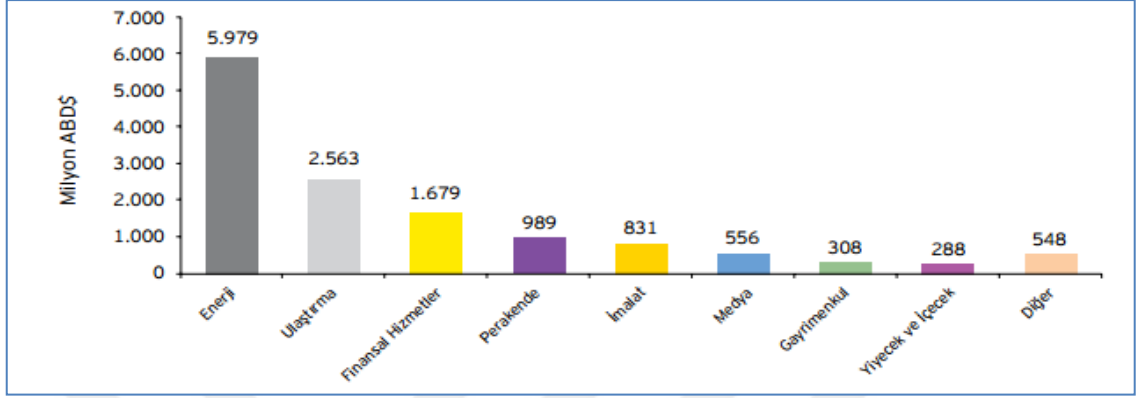


Grafik 14. Yabancı Yatırımcıların Menşei (İşlem Hacmine Göre-2013)

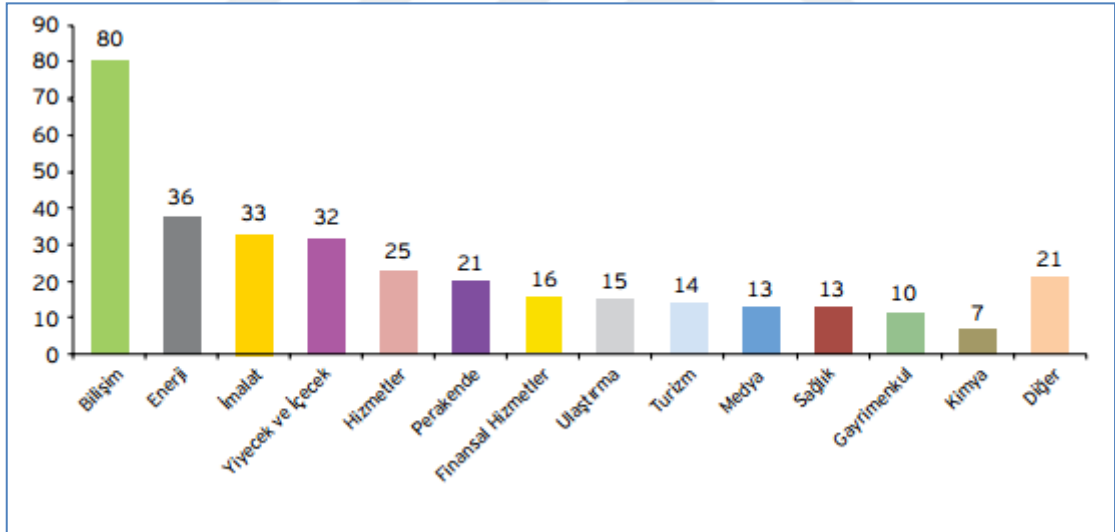
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 10

2013 yılında yabancı yatırımcıların dahil olduğu işlemlere bakıldığında, Grafik 13’de görüldüğü gibi işlem sayısı bazında AB ülkeleri ve ABD’nin ağırlıkta olduğu görülmektedir. İngiltere 17 adet işlemle ilk sırada yer alırken, Almanya ve ABD 12 adet işlemle ikinci sırayı paylaşmaktadır. Söz konusu ülkelerin yanı sıra 2013 yılında Türkiye’de Japonya, Malezya ve Birleşik Arap Emirlikleri(BAE) gibi ülkelerin de birleşme ve satın alma işlemlerine taraf olduğu görülmektedir.

İşlem hacmi açısından baktığımızda ise gerçekleşen 967 milyon \$ işlem hacmiyle Almanya ilk sırada yer almıştır. Almanya'yı 560 milyon \$ işlem hacmiyle Malezya'nın takip ettiği görülmektedir.



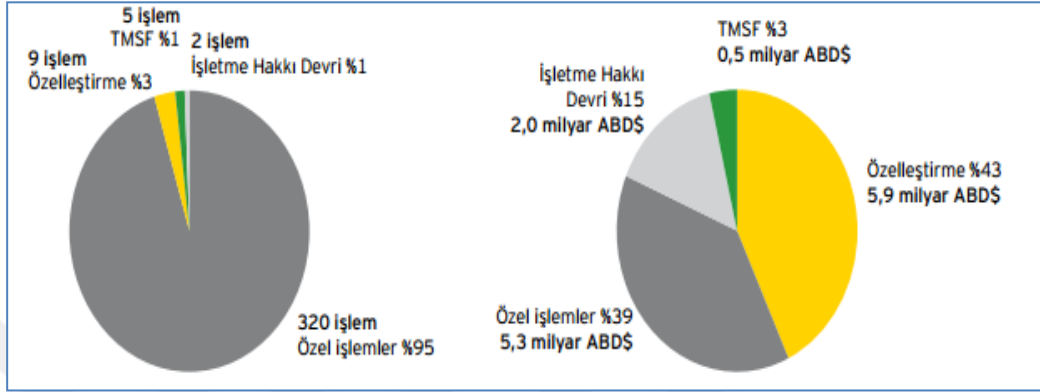
Grafik 15. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Hacmine Göre-2013)
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 12



Grafik 16. Satın Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısına Göre-2013)
Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 12

2013 yılında gerçekleşen şirket birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında birinci olan sektör işlem hacmine ve işlem sayısına göre farklılık göstermektedir. İşlem hacmine göre enerji sektörü ilk sırada yer alırken, işlem sayısına göre bilişim sektörü ilk sıradadır.

Enerji sektörünün işlem hacmi bazında birinci sırada yer almasının temel nedeni doğalgaz ve elektrik sektöründe yer alan şirketlerin özelleştirilmesidir. Bu noktada 2013 yılında gerçekleşen şirket birleşme ve satın almalarında kamu kaynaklı işlemlerin de yoğunluğunun incelenmesi gerekmektedir.



Şekil 9. Kamu Kaynaklı İşlemlerin Sayısı ve Hacmi (2013)

Kaynak: Ernst and Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu, s. 14

2013 yılında kamu kaynaklı işlemlerde işlem hacmi 8,4 milyar \$ tutarında gerçekleşmiştir. Söz konusu işlemler açıklanan işlemlerin %61'ini oluşturmaktadır. 2013 yılında kamu kaynaklı işlemlerde gözlenen bu artışın nedeni yüksek hacimli özelleştirme ve işletme hakkı devri işlemleridir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ HİSSE SENEDİ GETİRİSİNE ETKİSİ

3.1.Araştırmanın Önemi

Bu çalışmada çeşitli kriterlere göre belirlenen şirket birleşme ve satın alma işlemleri incelenmiş, birleşme duyurusunun söz konusu şirketlerin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkileri ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Yaptığımız çalışma şirket birleşme ve satın alma duyurularının söz konusu şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerinde anormal bir fiyat hareketi yaratıp yaratmadığının tespit edilebilmesi, anormal bir hareket yaratması durumunda ise özellikle hangi günlerde ve hangi yönde bir hareket yarattığının belirlenebilmesi noktasında önem taşımaktadır. Ayrıca yapılan analiz sonucunda piyasanın etkinliği konusunda da çıkarım yapılabilecek, piyasanın yarı güçlü formda etkin olup olmadığının ölçülmesi noktasında katkı sağlayacaktır.

3.2.Araştırmanın Amacı

Yarı güçlü formda etkin bir piyasada kamuya açıklanan bilgilerin, ilgili şirketin hisse senedi fiyatlarında anormal bir hareket yaratmaması gerekmektedir. Çünkü "Etkin Piyasalar Hipotezi"ne göre kamuya açıklanan bilgiler hisse senedinin fiyatlarına anında yansımakta, hisse senedinin o anki fiyatı kamuya açıklanan bilgilerin etkisini zaten içermektedir. Dolayısıyla yatırımcıların kamuya açıklanmış bilgiler dolayısıyla anormal bir getiri elde etmesi mümkün değildir.

Bu çalışmanın amacı ise kamuya açıklanan bir bilgi niteliğinde olan şirket birleşmelerinin kamuya duyurulduğu tarih etrafında ilgili şirketin hisse senedi fiyatlarında anormal bir fiyat hareketi yaratıp yaratmadığının analiz edilmesidir.

3.3.Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlamaları

Araştırmamız 2010-2013 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerini içermektedir. Bu kapsamda ilk olarak 2010-2013 yılları arasında SPK izniyle birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunmuş olan firmalar tespit edilmeye çalışılmıştır. 2010, 2011, 2012 ve 2013 yıllarında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemleri işlem değerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanmış, hisse senetleri Borsa İstanbul A.Ş. (BİST)'de işlem gören ilk 10 şirketin taraf olduğu birleşme ve satın alma işlemleri örneklem olarak seçilmiştir. Ayrıca bu noktada çalışmanın satın alan şirketleri kapsadığının belirtilmesi gerekir. Tüm bu bilgiler ışığında araştırmaya dahil edilecek şirket sayısı her yıl 10 adet olmak üzere 40 olarak belirlenmiştir. Şirketlerin duyuru tarihlerinin belirlenmesinde ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'da yayınlanan birleşme duyurularının tarihleri dikkate alınmıştır.

3.4.Araştırmada Kullanılan Veriler

Araştırma kapsamına alınacak firmaların seçiminde E&Y tarafından yıllık bazda yayınlanan Birleşme ve Satın Alma Raporlarından yararlanılmıştır. Her yıl için birleşme ve satın alma faaliyetlerinin ayrıntılı olarak incelendiği söz konusu raporlardan hareketle analiz edilecek şirketler belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında yer alan şirketlerin hisse senetleri kapanış fiyatlarına ve BİST fiyat ve getiri endeksi kapanış değerlerine ait veriler ise BİST'in resmi internet sitesi olan www.borsaistanbul.com adresinden temin edilmiştir. Söz konusu şirketler ve birleşme ve satın alma duyuru tarihleri Tablo 18'de yer almaktadır. Şirketlerin birleşme ve duyuru tarihleri şirketlerin www.kap.gov.tr adresinde yaptığı açıklamalardan elde edilmiştir.

BİST'den elde edilen veriler Excel programına aktarılmış ve 1, 2, 3, 4 ve 5 numaralı formüller kullanılarak hesaplamalar yapılmıştır. Şirketlerin birleşme

duyurusundan önceki ve sonraki anormal getirileri ve kümülatif anormal getirilerini incelemek üzere analizler yapılmıştır.

Tablo 18: Çalışma Kapsamına Alınan Şirketler ve Birleşme Duyuru Tarihleri

2010 Yılı		2011 Yılı		2012 Yılı		2013 Yılı	
Şirket	Duyuru Tarihi	Şirket	Duyuru Tarihi	Şirket	Duyuru Tarihi	Şirket	Duyuru Tarihi
AKFEN	01.09.2010	GOZFN	08.06.2011	NUGYO	27.01.2012	ALTIN	03.06.2013
VKFRS	14.10.2010	AVTUR	02.03.2011	BOYNR	24.02.2012	BIMAS	14.11.2013
CARFA	17.05.2010	NUHCM	25.02.2011	TAVHL	29.08.2012	DOHOL	31.01.2013
ISGYO	08.12.2010	HALKB	04.07.2011	OZKGY	27.08.2012	SAHOL	30.04.2013
ESCOM	07.10.2010	AVGYO	25.01.2011	CIMSA	15.02.2012	ALNTF	18.07.2013
ENKAI	12.08.2010	NETAS	25.08.2011	ECILC	13.11.2012	KCHOL	23.12.2013
PENGD	22.10.2010	KILER	03.02.2011	TRGYO	22.06.2012	BOYNR	22.10.2013
KERVT	30.07.2010	CEMAS	05.04.2011	KLBMO	10.08.2012	GOZDE	04.04.2013
KRDMA	28.09.2010	AYGAZ	18.03.2011	EGCYH	05.04.2012	LOGO	25.07.2013
KOZAL	28.06.2010	ISGSY	29.06.2011	ISGSY	06.12.2012	EGLYO	30.04.2013

3.5.Etkin Piyasalar Hipotezi

İlk defa Fama tarafından tanımlanan “Etkin Piyasalar Hipotezi” menkul kıymet fiyatlarının mevcut bilgileri tam olarak yansıttığını savunmaktadır. Buna göre, piyasa etkinliği piyasaya giren bilginin çeşitliliğine göre üç grupta ele alınmaktadır. Güçlü Formda Etkin Piyasa, Yarı Güçlü Formda Etkin Piyasa ve Zayıf Formda Etkin Piyasa.⁹⁴

Güçlü formda etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının kamuya duyurulmuş ya da duyurulmamış (özel) tüm bilgileri içerdiği varsayılır. Yani kamuya duyurulmuş mevcut bilgilerin yanında, kamuya duyurulmamış özel bilgiler de hisse senedi fiyatlarına anında ve tam olarak yansır.⁹⁵ Dolayısıyla güçlü formda etkin bir piyasada yatırımcılar kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak piyasadaki normalin üzerinde bir getiri elde edemez.⁹⁶

⁹⁴Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, **The Journal of Finance**, Mayıs 1970, ss. 383-417, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x/pdf> (05.11.2014)

⁹⁵Erhan DEMİRELİ, Göktuğ Cenk AKKAYA ve Elif İBAŞ, "Finansal Piyasa Etkinliği: S&P 500 Üzerine Bir Uygulama", **C.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 2 (Kasım 2010), ss. 54-55.

⁹⁶Hafize Meder ÇAKIR ve Zehra GÜLCAN, "Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Mali Çözüm Dergisi**, (Eylül-Ekim 2012), s. 81.

Yarı güçlü formda etkin bir piyasada ise kamuya duyurulan tüm bilgilerin hisse senedi fiyatlarına doğrudan yansıdığı ifade edilmektedir. Geçmiş fiyat bilgilerinin yanı sıra hisse başına gelir, temettü, sermaye artırımları ve muhasebe sistemindeki değişiklikler gibi kamuya duyurulmuş olan tüm bilgiler doğrudan ve hızla hisse senedi fiyatlarına yansımaktadır.⁹⁷

Zayıf formda etkin bir piyasada ise hisse senedinin geçmiş fiyatlarına ilişkin tüm bilgilerin, hisse senedinin bugünkü fiyatına yansıdığı savunulmaktadır. Söz konusu piyasada geçmiş fiyat hareketleri, halka açıklanan diğer bilgiler ve içeriden öğrenilen bilgiler kullanılarak normalin üzerinde bir getiri elde edilmesi mümkündür.⁹⁸

"Etkin Piyasalar Hipotezi"ne göre piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için kamuya açıklanmış bilgiler dolayısıyla yatırımcılar anormal bir getiri elde edemez, çünkü fiyatlar açıklanan bilgilerin yaratacağı değişimleri de içermektedir. Kamuya açıklanan bilgiler fiyata hemen yansır ve yeniden bir denge fiyatı oluşur.

Çalışmamızda kamuya açıklanan bir bilgi niteliğinde olan şirket birleşme duyuruları öncesi ve sonrasında anormal bir getiri sağlanıp sağlanamayacağı analiz edilecektir.

3.6.Literatür İncelemesi

Birleşme ve satın alma faaliyetleri ile ilgili yapılan çalışmaların genel olarak birleşme ve satın alma faaliyetlerinin öncesinde ve sonrasında şirketlerin hisse senedi değerlerinin piyasa getirisinden bağımsız olarak artıp artmadığı, hissedarların anormal bir getiri elde edip etmediği noktasında yoğunlaştığı görülmektedir. Bu çerçevede yapılan çalışmaların birleşme ve satın alma duyurularının öncesindeki ve sonrasındaki dönemi kısa ve uzun vadede ele almakta, hisse senedi performansları uzun ve kısa vadede incelenmektedir.

Türkiye'de olay etüdü yöntemi kullanılarak birçok çalışma yapılmıştır. Tezimizin konusunu oluşturan şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi

⁹⁷DEMİRELİ, AKKAYA ve İBAŞ, a.g.m., ss. 54-55.

⁹⁸a.e., ss. 54-55.

getirisi üzerindeki etkisini incelemeye yönelik olarak çalışmalar incelendiğinde ise genel olarak duyurunun hisse senedi getirisi üzerindeki net etkisinin pozitif olduğu görülmektedir.⁹⁹

Mandacı (2004) 1998-2003 yılları arasında İMKB'de işlem gören 12 şirketin birleşme kararının birleşme öncesindeki ve sonrasındaki 10 gün (± 10) için firma sahiplerine aşırı getiri sağlayıp sağlamadığını incelemiştir. Çalışmada birleşmeden önceki iki gün ve birleşmeden sonraki ilk gün istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca duyuru tarihinden önceki iki gün gerçekleşen anormal getiri içeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığı şeklinde yorumlanmıştır.

Yörük ve Ban (2006) 1997-2004 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerini gıda sektöründe yer alan firmalar bazında incelemiş, ± 6 olay aralığında aşırı getiri elde edildiği sonucuna ulaşamazken, ± 5 aralığında küçük miktarlarda aşırı getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşmıştır. Yine 2006 yılında Çukur ve Eryiğit (2006) tarafından yapılan çalışmada bankacılık sektörü baz alınmış, bankacılık sektöründe birleşme niyetinin kamuya açıklanmasının anlamlı ve pozitif getiriler oluşturduğunu, fakat birleşme işleminin gerçekleşmesinin pozitif fakat anlamsız sonuçlar verdiği görülmüştür. 2006 yılında yapılan diğer bir çalışmada ise İçke (2006) çalışmasını finansal hizmet sektörü üzerinde gerçekleştirmiş, 1998-2005 yıllarında birleşme ve satın alma işlemine konu olmuş 17 firmayı incelemiş ve birleşme işlemlerinin hisse senedi getirileri üzerinde anormal getiriler yarattığı sonucuna ulaşmıştır.

Elmas (2007) çalışmasında 2004-2006 yılları arasında birleşme ve satın alma faaliyetine konu olan 19 adet şirketi ele almış, söz konusu şirketlerden 14'ünün hisse senedi getirilerinin birleşme ve satın alma duyurularından etkilendiği, geriye kalan 5 firmanın ise etkilenmediği sonucuna ulaşmıştır.

Ural ve Balaylar (2008) çalışmalarında 2006-2007 döneminde gerçekleşen 5 büyük banka birleşmesini konu edinmiş, çalışmalarını görüşmeye başlanılması ve

⁹⁹Başak Turan İÇKE, *Şirket Birleşmeleri, Hisse Senedi ve Finans Sektörü*, 1.Baskı, İstanbul: Derin Yayınevi, 2007 Mayıs, s. 108.

anlaşmaya varılarak hisse senedi devir sözleşmesinin imzalanması olmak üzere iki noktada incelemeye tabi tutmuşlardır. Sonuç olarak birleşme ve satın alma faaliyeti duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde anormal bir getiri yarattığı noktasında kanaat oluşturmuşlardır.

Kaderli ve Demir (2009) yılında yaptıkları çalışmada da daha önceki çalışmalarda olduğu gibi, şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde anormal getiri yarattığı sonucuna ulaşmışlardır.¹⁰⁰

3.7.Verilerin Analizi ve Yorumlanması

Bu bölümde şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik olarak sağlanan veriler 'olay etüdü yöntemi (event study)' ile analiz edilecektir. Yapılacak analiz sonucunda elde edilen bulguların hipotezler çerçevesinde anlamlılığı ölçülerek yorumlanacaktır. Söz konusu çalışmalar sonrasında şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde anormal bir hareket oluşturup oluşturmadığı, oluşturması durumunda hareketin hangi günlerde ve hangi yönde yaşandığı konusunda somut veriler elde edilecektir. Analiz ve yorum kısmı aşağıda belirtildiği üzere 5 başlık altında incelenmiştir:

3.7.1.Araştırmada Kullanılan Metodoloji (Olay Etüdü Yöntemi)

Bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu tarih etrafında fazla bir getirinin elde edilip edilemeyeceğinin analizi 'olay etüdü' yöntemi ile gerçekleştirilmektedir.¹⁰¹

Olay etüdü yöntemi çok uzun bir geçmişe sahiptir. Konu ile ilgili bilinen ilk çalışmanın 1933 yılında Dolley tarafından gerçekleştirildiği bilinmektedir. Dolley söz

¹⁰⁰ÇAKIR ve GÜLCAN, a.g.m., ss. 82-85.

¹⁰¹R. Ceyda ÖZTÜRK, "Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi", Haluk SUMER ve Helmutz PERNSTEINE (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde (265-283), Alfa Basım, Ocak 2004, ss. 274-282.

konusu çalışmasında hisse senedi bölünmelerinin fiyata etkilerini incelemiştir. 1930-1960 yılları arasında olay etüdü yöntemi ile çeşitli çalışmalar yapılmış (Myers ve Bukey 1948, Barker 1956, 1957 ve 1958, Ashley 1962, fakat günümüzde kullanılan olay etüdü metodolojisini ortaya koyan çalışma 1969 yılında ise Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından yapılmıştır. 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll Ocak 1927-Aralık 1959 döneminde New York Borsası'nda hisse senedi bölünmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir.¹⁰² Söz konusu zaman aralığında gerçekleşen 940 bölünme incelenmiş ve incelemede beklenen getiri ile gerçekleşen getiri arasındaki fark bölünmeden önce ve sonra 30'ar ay olmak üzere hem aylık ve hem de kümülatif olarak incelenmiştir. İnceleme sonucunda bölünmeden önceki 29. aydan itibaren başlayan fiyat yükselmesi bölünme gerçekleştikten sonra sabit kalmıştır.¹⁰³

Söz konusu çalışmadan sonra, temel metodoloji ile bazı değişiklikler öne süren çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Söz konusu çalışmalar, önceki çalışmalarda baz alınan temel istatistiksel varsayımların göz ardı edilmesinden kaynaklanan sorunlar üzerinde yoğunlaşmıştır.

Etkin piyasalar hipotezini ortaya atmasından yaklaşık 20 yılı aşkın bir süre sonra Fama, tekrar piyasanın bilgi etkinliğini test etmeye çalışmıştır. Diğer araştırmacılar tarafından o zamana kadar yapılan çalışmalar ele alınarak tüm etkinlik kavramları yeniden tanımlanmıştır. Yarı güçlü etkinlik testlerinde olay çalışması tanımlarını kullanmıştır. Günümüzde kullanılan olay etüdü çalışmaları söz konusu çalışmalara dayanmaktadır.

Olay etüdü herhangi bir şirkete ait ve kamuya açıklanmış bir bilginin ilgili şirketin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik olarak günümüzde yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Olay çalışmalarında kamuya açık yeni bir bilginin hisse senedi fiyatına etkisinin olup olmadığı araştırılmaktadır. Yarı güçlü formda etkin piyasalar teorisine için kamuya açıklanmış bilgiler dolayısıyla yatırımcılar anormal bir getiri elde edemez, çünkü fiyatlar açıklanan bilgilerin yaratacağı değişimleri

¹⁰²Yusuf KADERLİ, “Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelemesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama, **Mufad Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36, Ekim 2007, ss. 145-146.

¹⁰³Eugene F.Fama, Lawrence Fischer, Micheal C. Jensen ve Robert Roll, “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, **International Economic Review**, Vol: 10, No: 1, February 1969, ss. 1- 21, <http://www.e-m-h.org/FFJR69.pdf>, (09.12.2014)

de içermektedir. Kamuya açıklanan bilgiler fiyata hemen yansır ve yeniden bir denge fiyatı oluşur. Olay etüdü yöntemi bu noktada yatırımcıların kamuya açıklanan bilgiler dolayısıyla anormal bir getiri elde edip edemeyeceğini, fiyatların açıklanan bilgilerin yarattığı değişimleri içerip içermediğini analiz etmeye çalışmaktadır.¹⁰⁴

Finans yazınında genel olarak şirket birleşme ve satın almaları, temettü dağıtım kararları, hisse senedi bölünmesi gibi kararların hisse senetlerinin fiyatına etkisinin ölçülmesi noktasında kullanılmakla birlikte, deprem, kasırga, terör saldırıları gibi katastrofik olayların firma, sektör ya da genel olarak ekonomi bazında etkilerinin de ölçülmesi noktasında kullanılmaktadır.¹⁰⁵

Kamuya duyurulan olayın hisse senedinin piyasa değerini arttırıp arttırmadığı noktasında sonuçlar üretmekte, açıklanan bilgilere hisse senedi fiyatlarının hangi hızda ve hangi yönde tepki verdiğini ölçmektedir.¹⁰⁶

3.7.2.Duyuru Tarihinin ve Olay Penceresinin Tespiti

Birleşme ve satın alma işlemlerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkilerini belirlemede duyuru tarihi esas alınmakta olup, birleşme duyurusundan önce, birleşme duyurusu esnasında ve birleşme duyurusundan sonra hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişimler incelenmektedir. Bu nedenle şirketlerin birleşme işleminden önce ve sonraki belirlenen dönemlerde anormal getirileri hesaplanmaya çalışılmaktadır.¹⁰⁷

Şirket birleşme ve satın almalarına ilişkin olarak KAP'ta yapılan duyuru tarihi olay tarihi (t) olarak kabul edilmiştir. t gününden önceki iş günleri t-1, t-2, t-3, ... ve t

¹⁰⁴ Eugene F.Fama, "Efficient Capital Markets: II", **The Journal of Finance**, No: 5, December 1991, ss. 1575-1610, http://schwert.ssb.rochester.edu/f533/jf91_fama.pdf (09.12.2014)

¹⁰⁵ Merve ACAR, Hüseyin TEMİZ ve Mehmet Baha KARAN, "Bist Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği", **17. Finans Sempozyumu**, Muğla, 23-26 Ekim 2013, s. 134.

¹⁰⁶ Yusuf KADERLİ ve Sezgin DEMİR, "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 91 (Mart 2009), ss. 47-49.

¹⁰⁷ Levent ÇITAK ve Fatma Kaplan YILDIZ, "Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 22, Sayı: 2 (Ocak 2007), ss. 274-275.

gününden sonraki iş günleri t+1, t+2, t+3, ... şeklinde numaralandırılmış ve her bir iş gününe ait hisse senetlerinin günlük getirileri hesaplanmıştır. Günlük getirilerin hesaplanmasında sadece fiyat değişimleri dikkate alınmıştır.

Anormal getirilerin hesaplanmasında genellikle hisse senetlerinin günlük getirilerinin, olay tarihindeki toplam piyasa endeksinin getirisi ile ilişkilendirildiği görülmektedir.¹⁰⁸ Çalışmamızda piyasa getirisi olarak BİST-100 endeksi baz alınmış, endeks getirisinin hesaplanmasında ise sadece endeks değişimleri dikkate alınmıştır.

Araştırmamızda her şirket ve BİST 100 endeksi için olay tarihinden 5 gün önce ve 5 gün sonrasını kapsayan günlük getiri oranları elde edilmiştir. Sürenin ± 5 gün olarak belirlenmesinin nedeni, getirilerin birleşme ve satın alma duyurularına olan duyarlılığının daha sağlıklı ve doğru bir biçimde ölçülebilmesidir. İncelemeye konu edilen sürenin artması hisse senedi fiyatlarına birleşme ve satın alma duyurusu dışında başka gelişme ve olayların da etki edebilmesine neden olabilmekte ve salt birleşme ve satın alma duyurularının etkisini ortadan kaldırabilmektedir.¹⁰⁹ Bu nedenle olay penceresi olarak ± 5 seçilmiştir.

3.7.3. Anormal Getirilerin Hesaplanması

Olay etüdünün amacı, bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu tarih baz alındığında, söz konusu tarihten belirli bir süre önce ve sonra fazla bir getirinin elde edilip edilemeyeceğinin belirlenebilmesidir. Adı geçen fazla getiri kavramı ise ilgili haberin piyasaya duyurulmadığı varsayımı altında elde edilecek normal getiriden sapmaları ifade etmektedir. Normal getiriden yüksek ya da düşük olarak gerçekleşebilen bu getiriler ise "anormal getiri" olarak adlandırılmaktadır. Anormal getiriler ise 1 numaralı formülle hesaplanmaktadır:¹¹⁰

¹⁰⁸ Halil İbrahim BULUT ve Kemal EYÜBOĞLU, "Türk Ekonomi Dergiciliğinin Hisse Fiyatları Üzerindeki Etkisi", **17. Finans Sempozyumu**, Muğla, 23-26 Ekim 2013, s. 147.

¹⁰⁹ KADERLİ ve DEMİR, a.g.m., s. 51.

¹¹⁰ a.e., ss. 49-50.

$$\begin{array}{ccc}
 & \text{Fiili Getiri (Hisse senedi getirisi)} & \\
 & \nearrow & \\
 AR_{it} = R_{it} - R_{mt} & \longrightarrow & \text{Normal Getiri (Piyasa getirisi)} \\
 \searrow & & \\
 & \text{Anormal Getiri} &
 \end{array} \quad (1)$$

Yukarıda yer alan formülden de görüleceği üzere anormal getiriler fiili getiri ile normal getiri arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. Analiz yapılırken fiili getirinin hesaplanmasında hisse senetlerinin belirlenen tarihlerdeki kapanış fiyatları dikkate alınmıştır. Getirilerin hesaplanmasında sadece fiyat değişimleri dikkate alınmıştır. Anormal getiriler hesaplanırken genellikle hisse senedi getirilerinin olay tarihindeki toplam piyasa endeksinin getirisiyle ilişkilendirildiği görülmektedir.¹¹¹ Çalışmamızda da normal getirinin hesaplanmasında BİST 100 endeksinin belirlenen tarihlerdeki kapanış değerleri dikkate alınmıştır.

Normal getiri piyasada hisse senedi ile ilgili ve hisse senedinin fiyatını etkileyebilecek nitelikte bir haber çıkmaması durumunda gerçekleşmesi gereken getiriyi ifade etmektedir. Etkin piyasalar hipotezine göre yarı güçlü formda etkin bir piyasada söz konusu haberin hisse senedi fiyatlarında bir değişiklik yaratmaması gerekir. Çünkü söz konusu bilgi halihazırda fiyatlanmıştır. Mevcut fiyat haberin etkilerini de içermektedir. Dolayısıyla mevcut fiyat ile normal getiri arasında bir fark var ise bu fark anormal getiri olarak adlandırılmakta ve yatırımcıların sağlayacakları fazla ya da düşük getirileri ifade etmektedir.

Olay etüdü çalışmalarında anormal getiriler hesaplandıktan sonra gerçekleştirilecek diğer aşama ise ortalama anormal getirilerin hesaplanmasıdır. Ortalama anormal getiriler ise her bir hisse senedi için hesaplanan anormal getirilerin (AR_{it}) toplamının, çalışmaya dahil edilen hisse senedi sayısına (N) bölünmesi yolu ile hesaplanmaktadır. Ortalama anormal getirilerin hesaplanması ise 2 numaralı formül yardımıyla gerçekleştirilir.

¹¹¹BULUT ve EYÜBOĞLU, a.g.m., s. 147.

Ortalama Anormal Getiri

$$AAR_{it} = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2)$$

Ortalama anormal getiri hesaplandıktan sonra ortalama kümülatif anormal getiriler ise hesaplanan ortalama anormal getirilerin sırasıyla birbirleriyle toplanmasıyla bulunur. Ortalama kümülatif anormal getiriler ise aşağıda yer alan 3 numaralı formül ile hesaplanır:

Ortalama Kümülatif Anormal Getiri

$$ACAR_{it} = \sum_{i=1}^N AAR_{it} \quad (3)$$

Anormal getirilerin anlamlılığın test edilmesinde ise t değerleri hesaplanmaktadır. t istatistik değerlerinin hesaplanabilmesi için ilk önce standart sapma değerinin hesaplanması gerekmektedir. Standart sapma ise aşağıda yer alan 4 numaralı formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

Standart Sapma

$$S_t = \sqrt{\left[\frac{1}{N-1}\right] \sum_{i=1}^N (AR_{it} - AAR_{it})} \quad (4)$$

Standart sapma hesaplandıktan sonra anormal getirilerin anlamlılığının test edilmesinde kullanılan t değerleri 5 numaralı formül ile hesaplanmaktadır:

t değeri

$$t = \frac{AAR_{it}}{S_t / \sqrt{N}} \quad (5)$$

3.7.4.Hipotezler

Etkin piyasalar hipotezine göre piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için yatırımcıların birleşme ve satın alma duyurusunun yapıldığı tarih etrafında anormal bir getiri elde edememesi gerekmektedir. Söz konusu durumun analiz edilebilmesi için oluşturulacak hipotezler;

H_0 hipotezi = $ACAR = 0$ (Şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi yoktur ve anormal getiri sağlanamaz. Böyle bir durumda piyasa yarı güçlü formda etkindir.)

H_1 hipotezi = $ACAR \neq 0$ (Şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi vardır ve anormal getiri sağlanabilir. Böyle bir durumda piyasa yarı güçlü formda etkin değildir.)

3.7.5.Analiz ve Yorum

Daha önceki bölümlerde konu ile ilgili analiz yapabilmek ve yorumda bulunabilmek amacıyla araştırmada kullanılacak olan olay etüdü yöntemi ayrıntılı bir biçimde açıklanmış, birleşme ve satın alma duyuru tarihinin ve olay penceresinin tespiti yapılmış ve anormal getirilerin hesaplanma aşamaları açıklanmıştır.

Çalışmamızın son kısmını oluşturan bu bölümde ise bu açıklamalardan hareketle anormal getiriler hesaplanmıştır. Oluşturulan hipotezler çerçevesinde şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde etkisinin olup olmadığı ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Yıllar bazında elde edilen AAR_{it} ve $ACAR_{it}$ değerleri Tablo 19 ve Tablo 20'de yer almaktadır.

Tablo 19: Yıllar Bazında Elde Edilen AAR_{it} Değerleri

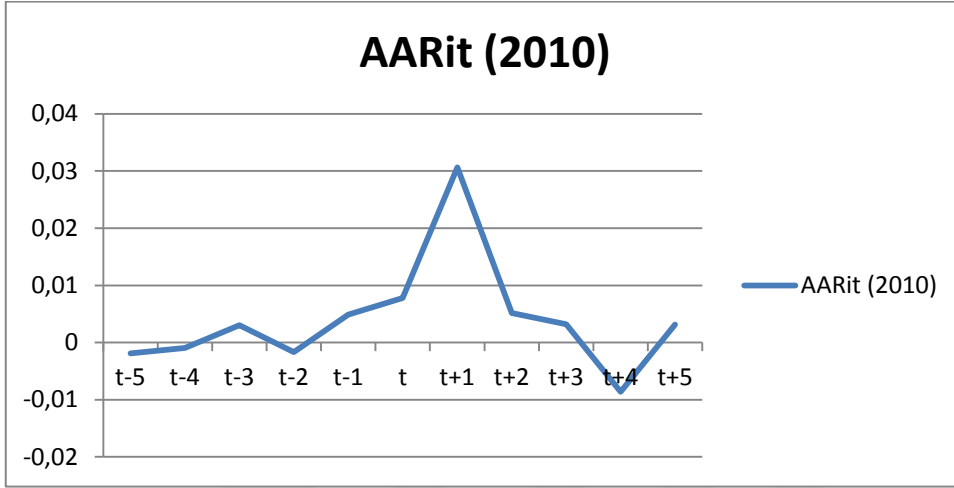
	AAR_{it} (2013)	AAR_{it} (2012)	AAR_{it} (2011)	AAR_{it} (2010)
t-5	-0,00025	-0,00386	-0,00091	-0,00189
t-4	0,00290	-0,00086	-0,00952	-0,00093
t-3	0,00060	-0,00089	-0,00368	0,00301
t-2	0,00514	0,00709	0,01074	-0,00169
t-1	-0,00056	0,00780	-0,00447	0,00487
t	-0,00007	0,00146	-0,00061	0,00777
t+1	0,00947	-0,00456	-0,00528	0,03061
t+2	0,01354	0,00107	0,00160	0,00516
t+3	0,00498	-0,00497	0,00707	0,00322
t+4	-0,00662	-0,00490	0,00705	-0,00860
t+5	0,00107	-0,00142	0,01687	0,00315

Tablo 20: Yıllar Bazında Elde Edilen ACAR_{it} Değerleri

	ACAR_{it} (2013)	ACAR_{it} (2012)	ACAR_{it} (2011)	ACAR_{it} (2010)
t-5	-0,00025	-0,00386	-0,00091	-0,00189
t-4	0,00265	-0,00473	-0,01043	-0,00282
t-3	0,00325	-0,00562	-0,01411	0,00020
t-2	0,00839	0,00147	-0,00337	-0,00150
t-1	0,00783	0,00928	-0,00784	0,00338
t	0,00776	0,01074	-0,00845	0,01115
t+1	0,01724	0,00618	-0,01373	0,04176
t+2	0,03078	0,00725	-0,01212	0,04692
t+3	0,03576	0,00228	-0,00506	0,05014
t+4	0,02914	-0,00262	0,00200	0,04153
t+5	0,03021	-0,00404	0,01886	0,04468

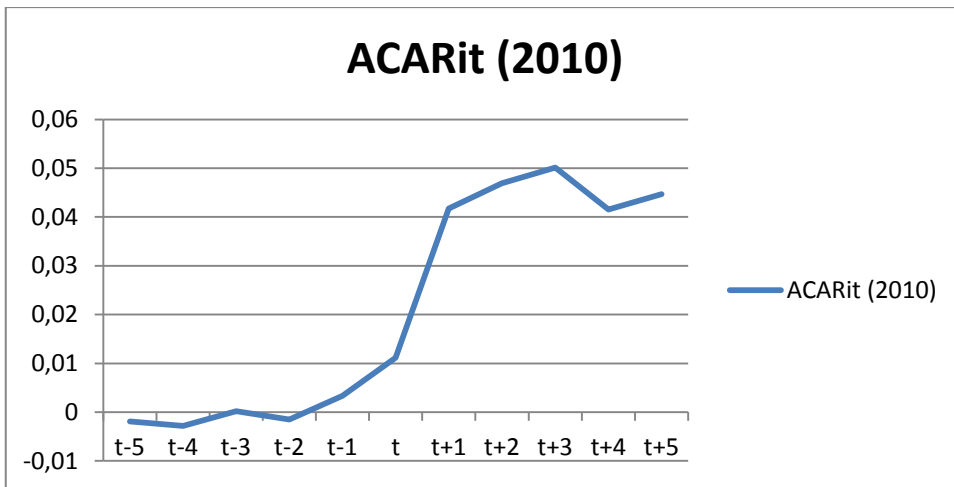
3.7.6.Yıllara Göre ± 5 Aralığında Elde Edilen Bulgular

2010 Yılı: 2010 yılı AAR_{it} ve $ACAR_{it}$ değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan değerlere ilişkin grafiklere aşağıda yer verilmiştir:



Grafik 17. 2010 Yılı AAR_{it} Değerleri

AAR_{it} en yüksek değerine t+1 gününde, en düşük değerine ise t+4 gününde sahiptir. t-5, t-4, t-2 ve t+4 günlerinde eksi değer alan AAR_{it} , diğer günlerde pozitif değerdedir. Grafikten de görüleceği üzere en yüksek değerler t, t+1 ve t+2 günlerinde elde edilmiştir.

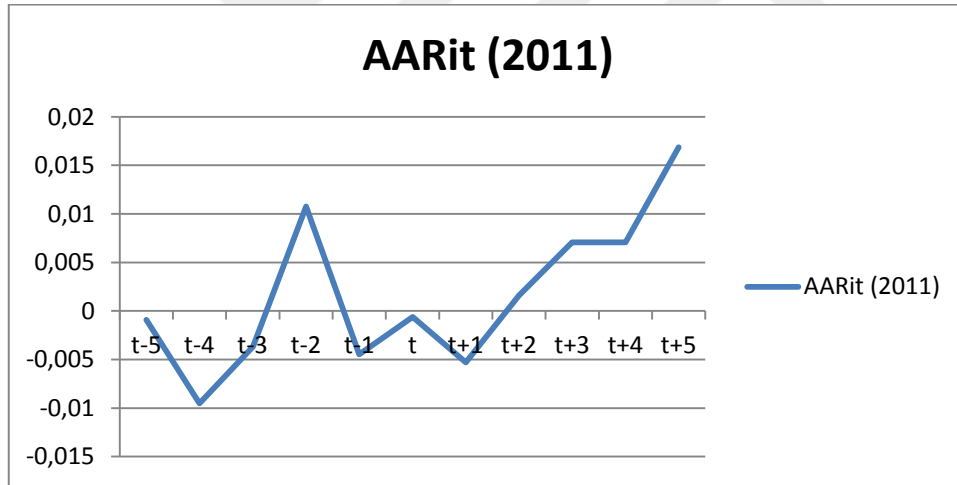


Grafik 18. 2010 Yılı $ACAR_{it}$ Değerleri

$ACAR_{it}$ en yüksek değerine t+3 gününde, en düşük değerine ise t-4 gününde sahiptir. t-5, t-4 ve t-2 günlerinde eksi değer alan $ACAR_{it}$, diğer günlerde pozitif değerdedir. Grafikten de görüleceği üzere hisse senedi getirileri t gününden itibaren yükselmeye başlamış, t+3 tarihinde en yüksek değerine ulaşmıştır.

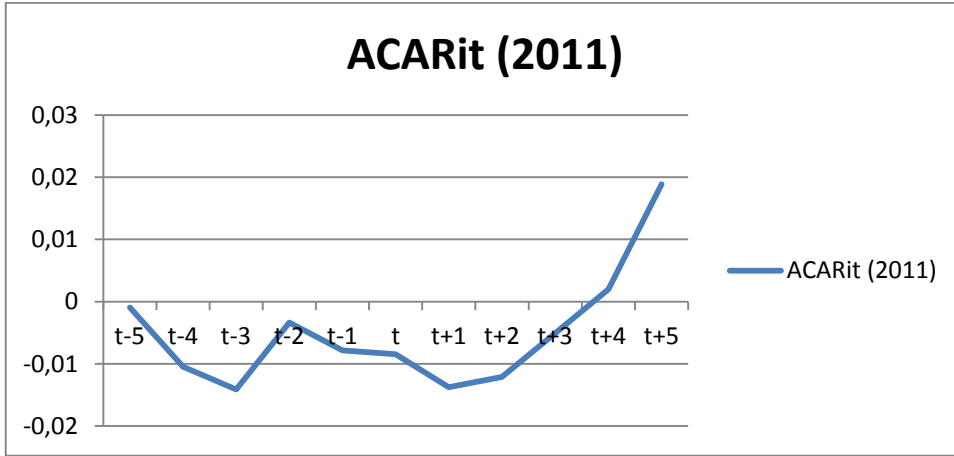
2010 yılında gerçekleşen $ACAR_{it}$ değerleri 0'dan farklı olduğu için H_1 hipotezi kabul edilir, H_0 hipotezi reddedilir. 2010 yılı için şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi vardır ve anormal getiri sağlanabilir.

2011 Yılı: 2011 yılı AAR_{it} ve $ACAR_{it}$ değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan değerlere ilişkin grafiklere aşağıda yer verilmiştir:



Grafik 19. 2011 Yılı AAR_{it} Değerleri

AAR_{it} en yüksek değerine t+5 gününde, en düşük değerine ise t-4 gününde sahiptir. Duyuru tarihi olan t gününden önceki 4 gün boyunca (t-2 günü hariç) eksi getiri elde edilirken, t gününden sonraki 4 gün boyunca (t+1 günü hariç) pozitif getiri elde edilmiştir.

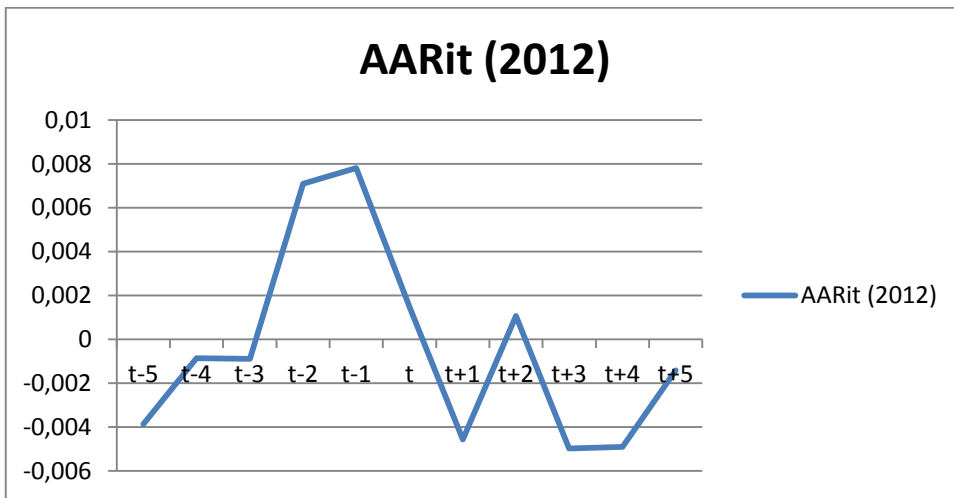


Grafik 20. 2011 Yılı ACAR_{it} Değerleri

ACAR_{it} en yüksek değerine t+5 gününde, en düşük değerine ise t-3 gününde sahiptir. Grafikten de görüldüğü üzere getiriler t+3 gününe kadar eksi değerde gerçekleşmiştir. ACAR_{it} değerleri sadece t+4 ve t+5 tarihlerinde pozitif değerde gerçekleşmiştir.

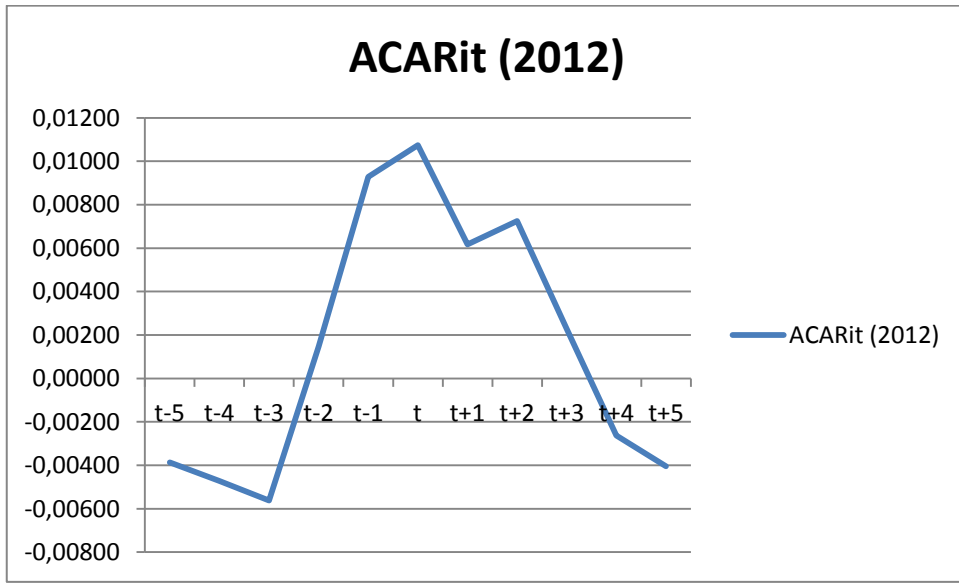
2011 yılında gerçekleşen ACAR_{it} değerleri 0'dan farklı olduğu için H₁ hipotezi kabul edilir, H₀ hipotezi reddedilir. 2011 yılı için şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi vardır ve anormal getiri sağlanabilir.

2012 Yılı: 2012 yılı AAR_{it} ve ACAR_{it} değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan değerlere ilişkin grafiklere aşağıda yer verilmiştir:



Grafik 21. 2012 Yılı AAR_{it} Değerleri

AAR_{it} en yüksek değerine t-1 gününde, en düşük değerine ise t+3 gününde sahiptir. Grafikten de görüleceği üzere 2012 yılında yatırımcı genelde hisse senetlerinden eksi getiri elde etmiştir. Sadece t-2, t-1, t ve t+2 tarihlerinde artı getiri söz konusudur. t-5 gününden t-3 gününe kadar eksi değere sahip olan AAR_{it} , t-2 gününden t gününe kadar pozitif gerçekleşmiş, t+1 gününde tekrar eksiye dönmüş ve t+2 gününde pozitif gerçekleşmiştir. AAR_{it} t+3 ile t+4 günleri arasında ise eksi değere sahiptir.

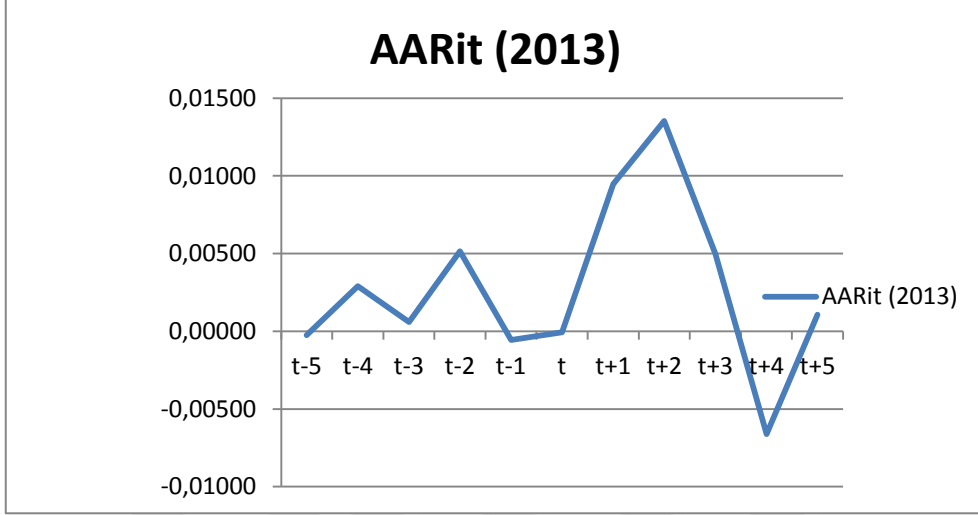


Grafik 22. 2012 Yılı $ACAR_{it}$ Değerleri

$ACAR_{it}$ en yüksek değerine t gününde, en düşük değerine ise t-3 gününde sahiptir. t-5 ile t-3 günleri arasında eksi değere sahip olan $ACAR_{it}$, t-2 ile t+3 günleri arasında pozitif değerler almış, son olarak t+4 ve t+5 günlerinde yeniden eksiye dönmüştür. Grafikten de görüleceği üzere t-2 ve t+4 tarihleri arasında yatırımcı hisse senetlerinden pozitif getiri elde etmiştir. Elde edilen pozitif getirin özellikle t-1 ve t+2 tarihleri arasında yoğunlaştığı görülmektedir.

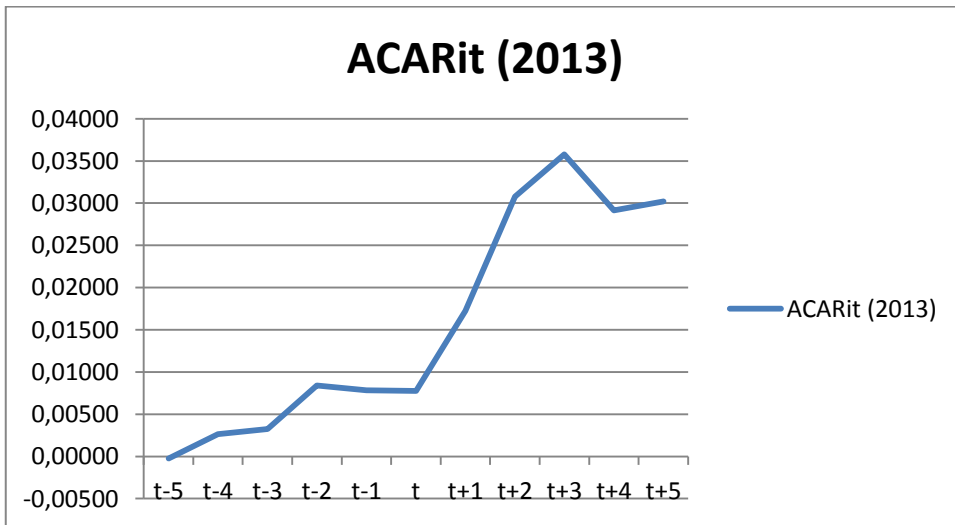
2012 yılında gerçekleşen $ACAR_{it}$ değerleri 0'dan farklı olduğu için H_1 hipotezi kabul edilir, H_0 hipotezi reddedilir. 2012 yılı için şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi vardır ve anormal getiri sağlanabilir.

2013 Yılı: 2013 yılı AAR_{it} ve $ACAR_{it}$ değerleri hesaplanmıştır. Hesaplanan değerlere ilişkin grafiklere aşağıda yer verilmiştir:



Grafik 23. 2013 Yılı AAR_{it} Değerleri

AAR_{it} en yüksek değerine t+2 gününde, en düşük değerine ise t-4 gününde sahiptir. Grafikte de görüleceği üzere t-5 gününden t gününe kadar bir artış, bir azalış gösteren hisse senedi fiyatları birleşme duyurusunun yapıldığı tarih olan t gününden sonra özellikle t+1 ve t+2 günlerinde büyük bir artış göstermiş, t+2 tarihinde maksimum seviyeye ulaşmıştır. t-4 tarihinde eksi gerçekleşen AAR_{it} değeri t+5 gününde tekrar pozitif dönmüştür.



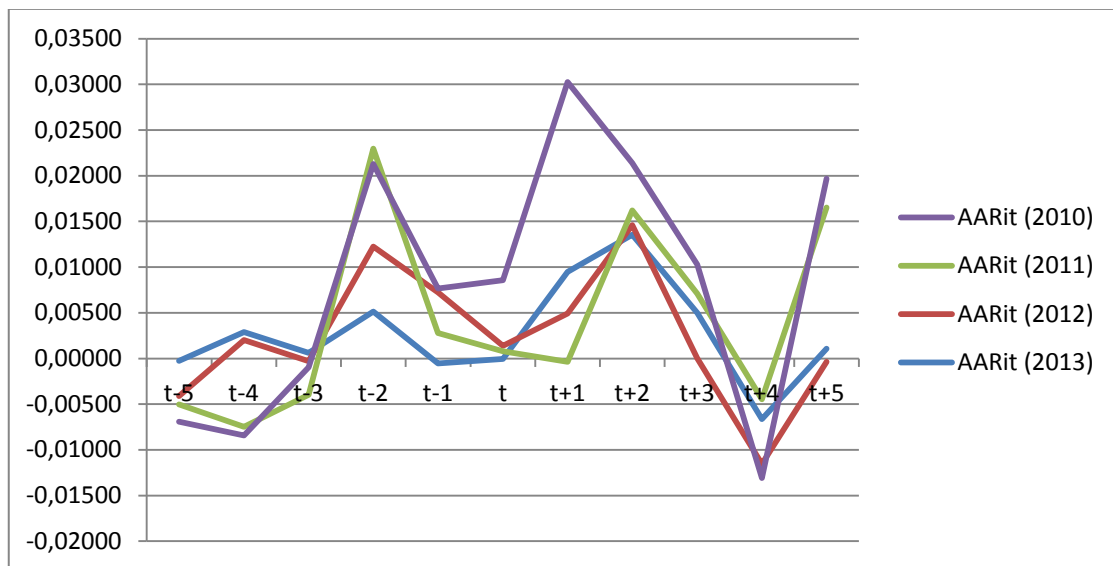
Grafik 24. 2013 Yılı $ACAR_{it}$ Değerleri

$ACAR_{it}$ en yüksek değerine t+3 gününde, en düşük değerine ise t-5 gününde sahiptir. t-5 gününden t-2 gününe kadar sürekli artan $ACAR_{it}$ değeri, t-2 günü ile t günleri arasında azalmış, t gününden t+3 gününe kadar sürekli artmış, t+4 gününde tekrar azalmış ve t+5 gününde tekrar artmıştır. Grafikten de görüleceği üzere en büyük fiyat hareketi t gününden t+3 gününe kadar olan artıştır.

2013 yılında gerçekleşen $ACAR_{it}$ değerleri 0'dan farklı olduğu için H_1 hipotezi kabul edilir, H_0 hipotezi reddedilir. 2013 yılı için şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi vardır ve anormal getiri sağlanabilir.

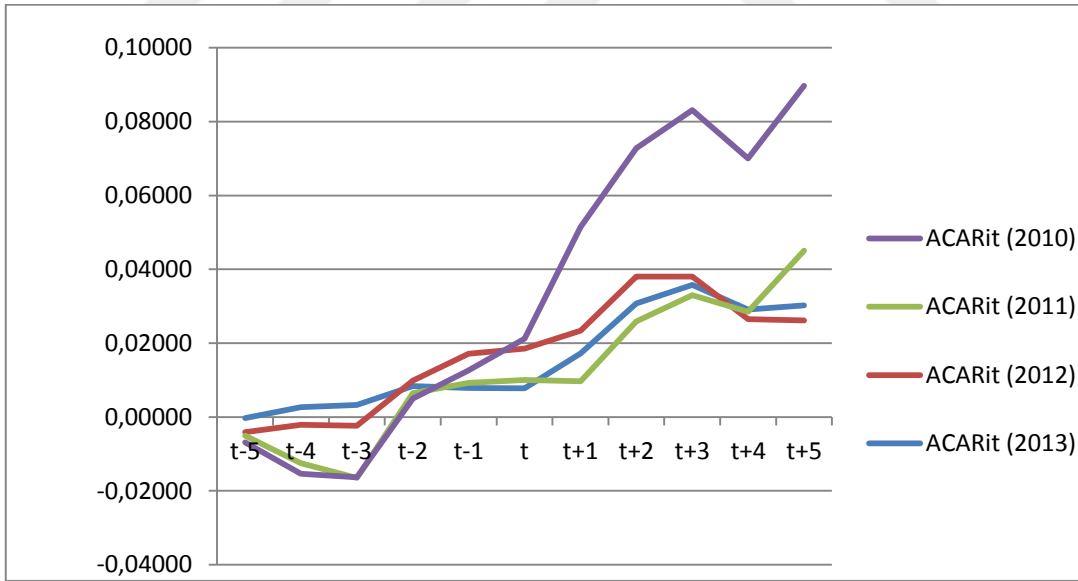
3.7.7.Genel Olarak ± 5 Aralığında Elde Edilen Bulgular

2010-2013 yılları için elde edilen AAR_{it} ve $ACAR_{it}$ değerleri yıllar bazında bir önceki başlıkta incelenmiştir ve yıl bazında oluşan değerler ayrı olarak ele alınmıştır. Her yıl için yapılan çalışmalarda şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi olduğu ve anormal getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Fakat genel bir sonuç çıkartabilmek için 2010-2013 yılları arasında oluşan AAR_{it} ve $ACAR_{it}$ değerlerinin aynı grafik üzerinde incelenmiştir. Bu durum genel etkiyi ortaya koyabilmemize imkan sağlayacaktır. Bu nedenle AAR_{it} ve $ACAR_{it}$ değerleri aynı grafik üzerinde ele alınmış ve yorumlanmıştır.



Grafik 25. AAR_{it} Değerleri (2010-2013)

AAR_{it} değerlerine bakıldığında 4 yılda da değerlerin genel olarak birbirine paralel hareket ettiği görülmektedir. t-5 ve t-3 günleri arasında 2012 ve 2013 yıllarında pozitif değer alan AAR_{it}, t-3 gününde büyük bir artış göstermiştir. t-3 gününde tüm yıllarda oransal olarak büyük bir artış yaşanmış, bu artış t-2 gününe kadar devam etmiş, t-2/t-1 günlerinde tüm yıllarda hisse senedi getirilerinde büyük bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşten sonra AAR_{it} değeri t-1/t günleri boyunca genel olarak paralel devam etmiştir. t+1 gününe gelindiğinde ise özellikle 2010 yılında yaşanan artış dikkat çekicidir. Oransal olarak en büyük artış 2010 yılında yaşanırken, tüm yıllarda t+1 gününde artış yaşanmıştır. t+1 ve t+2 günlerinde yaşanan artıştan sonra büyük bir düşüş yaşanmış, hisse senedi getirilerinde yaşanan bu düşüş t+4 gününe kadar devam etmiştir. t+5 gününde ise tüm hisse senedi getirilerinde önemli derecede artış sağlanmıştır. Grafiği bir bütün olarak yorumlamak gerekirse birleşme duyurusundan önce t-3/t-1 günleri arasında ve birleşme duyurusundan sonra t/t+3 günleri arasında hisse senedi getirilerinde yoğunlaşmanın olduğu ve yatırımcıların anormal getiri sağladığı söylenebilir.



Grafik 26. ACAR_{it} Değerleri (2010-2013)

ACAR_{it} değerlerine bakıldığında 4 yılda da değerlerin genel olarak birbirine paralel hareket ettiği görülmektedir. Hisse senedi getirileri t-2 gününe kadar genel olarak yükselmiş, t-2 günü ile t günü genel olarak sabit bir seyir seyretmiş (2010 yılı

hariç), t+1 gününden t+4 gününe kadar yükselmiş, t+4 gününde yaşanan düşüşten sonra t+5'te tekrar artış yaşanmıştır. Söz konusu grafikten hareketle hisse senedi getirilerinde birleşme duyurusundan sonra anormal bir biçimde artış sağlandığı ve yatırımcıların anormal bir getiri elde ettiği söylenebilir. 2010-2013 yılları arasında birleşme duyurusundan sonraki günlerde yaşanan anomali artarak devam etmiştir.

Ayrıca elde edilen grafik BİST'in etkinliği noktasında da bize bazı çıkarımlar yapma şansı vermektedir. "Etkin Piyasalar Hipotezi"ne göre piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için kamuya açıklanmış bilgiler dolayısıyla yatırımcılar anormal bir getiri elde edemez, çünkü fiyatlar açıklanan bilgilerin yaratacağı değişimleri de içermektedir. Kamuya açıklanan bilgiler fiyata hemen yansır ve yeniden bir denge fiyatı oluşur. Kamuya açıklanan bir bilgi niteliğinde olan şirket birleşme ve satın alma duyuruları sonrasında yaşanan anormal fiyat hareketleri kamuya açıklanan bu bilginin fiyata hemen yansımadağı ve BİST'in yarı güçlü formda etkin olmadığı noktasında görüş oluşturmamızı sağlamıştır.

3.7.8.Elde Edilen Anormal Getirilerin Anamlılıkların Test Edilmesi

Daha önceki başlıklarda anlatıldığı üzere çalışmaya konu olan hisse senetlerinin ve BİST 100 endeksinin getiri oranları, getiri oranlarından hareketle anormal getiri (AR_{it}), ortalama anormal getiri (AAR_{it}), ortalama kümülatif anormal getiri ($ACAR_{it}$) ve anormal getirilerin anlamlılığının test edilmesi noktasında kullanılmak üzere t istatistik değerleri hesaplanmıştır.

Her istatistiksel testin sonucunda hesaplanan t istatistiğine ait bir p (olasılık) değeri hesaplanır. AAR_{it} değerleri için t istatistik değerlerine ait p değerleri hesaplanmış, %10, %5 ve %1 güven aralıklarında anlamlılıkları ölçülmüştür. Her gün için (t-5, t-4, ..., t, ..., t+4, t+5) söz konusu güven aralıklarında anlamlı anormal getiri elde etme sayısı belirlenmiştir.

t istatistik değerleri AAR_{it} değerleri için hesaplanmış, işlem sonuçlarına Tablo 21'de yer verilmiştir.

Tablo 21: Anlamli Anormal Getiri Elde Etme Sayisi

	Anlamli Anormal Getiri				Elde Etme Sayisi (Toplam)	Değer	Ortalama
	Elde Etme Sayisi						
	2013	2012	2011	2010			
t-5	0	7	0	0	7	1	7,00
t-4	2	0	7	0	9	2	4,50
t-3	0	0	4	0	4	1	4,00
t-2	8	10	7	0	25	3	8,33
t-1	0	10	4	3	17	3	5,67
t	0	0	0	8	8	1	8,00
t+1	9	8	4	10	31	4	7,75
t+2	10	0	0	3	13	2	6,50
t+3	8	8	5	0	21	3	7,00
t+4	9	8	5	8	30	4	7,50
t+5	0	0	9	0	9	1	9,00

Tabloda elde etme sayısı(toplam) sütunu 2013, 2012, 2011 ve 2010 yıllarında anlamlı anormal getiri elde etme sayısını, değer kısmı ise her gün için '0' dışında veriye sahip satır sayısını ifade etmektedir. Örneğin t+5 gününde sadece 2011 yılında anlamlı anormal getiri tespit edildiği için (2011 yılında 9 kez anlamlı anormal getiri elde edilmiştir.) değer kısmına 1 yazılmıştır. Ortalama ise toplam elde etme sayısının değere bölünmesiyle elde edilmiştir.

Tablo 21'de görüldüğü üzere t-1 gününde 2013 yılında herhangi bir anormal getiri söz konusu değil iken, 2012 yılında 10, 2011 yılında 4 ve 2010 yılında 3 kez anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir. t-2 gününde 2013 yılında 8, 2012 yılında 10, 2011 yılında 7 kez anlamlı anormal getiri söz konusu iken, 2010 yılında anlamlı anormal getiri söz konu değildir. t-3 gününde ise 2011 yılı haricinde anlamlı anormal getiri elde edilmemiştir. 2011 yılında ise 4 kez anlamlı anormal getiri gerçekleşmiştir. t-4 gününe gelindiğinde ise 2012 ve 2010 yıllarında anlamlı anormal getiri söz konusu değil iken, 2013 yılında 2 kez, 2011 yılında ise 7 kez anlamlı anormal getiri söz

konusudur. t-5 gününde 2012 yılı haricinde anlamlı anormal getiri tespit edilememiştir. 2012 yılında ise 7 kez anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir.

Söz konusu durumda birleşme duyurusundan önceki tarihlerde (t-5, t-4, t-3, t-2 ve t-1 günü) toplamda 62 kez anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir. Birleşme duyurusundan önceki 5 günde, günde 10 adet olmak üzere toplamda her gün için 50 adet hesaplama yapılmış, çalışmamızın kapsadığı 2010, 2011, 2012 ve 2013 yılları için 200 adet hesaplama yapılmıştır. Söz konusu hesaplamalarda 62 kez anlamlı anormal getiri elde edilmiştir. Yani şirket birleşme ve satın alma duyurularının yapıldığı tarihten önceki ilk 5 gün içerisinde %31 oranında anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir.

Birleşme duyurusunun yapıldığı tarih olan t gününde 2013, 2012 ve 2011 yıllarında anormal getiri tespit edilememiştir. 2010 yılında ise 8 kez anlamlı anormal getiri söz konusudur.

Birleşme duyurusundan sonraki tarihlere bakıldığında ise t+5 gününde 2013, 2012 ve 2010 yıllarında herhangi bir anormal getiri söz konusu değil iken, 2011 yılında 9 kez anlamlı anormal getiri elde edildiği tespit edilmiştir. t+4 gününde her yıl anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir. 2013 yılında 9, 2012 ve 2010 yıllarında 8 ve 2011 yılında ise 5 kez anlamlı anormal getiri söz konusudur. t+3 gününde 2010 yılı haricinde her yıl anormal getiri gerçekleşmiştir. 2013 ve 2012 yıllarında 8 kez anlamlı anormal getiri gerçekleşirken, 2011 yılında ise 5 kez anlamlı anormal getiri gerçekleşmiştir. t+2 gününe gelindiğinde ise 2012 ve 2011 yıllarında anormal getiri söz konusu değil iken, 2013 yılında 10 kez, 2010 yılında ise 3 kez anlamlı anormal getiri söz konusudur. t+1 gününde her yıl anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir. 2013 yılında 9, 2012 yılında 8, 2011 yılında 4 ve 2010 yılında 10 kez anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir.

Söz konusu durumda birleşme duyurusundan sonraki tarihlerde (t+5, t+4, t+3, t+2 ve t+1 günü) toplamda 104 kez anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir. Birleşme duyurusundan sonraki 5 gün için 50 adet hesaplama yapılmış, çalışmamızın kapsadığı 2010, 2011, 2012 ve 2013 yılları için 200 adet hesaplama yapılmıştır. Söz konusu hesaplamalarda 104 kez anlamlı anormal getiri elde edilmiştir. Yani şirket birleşme ve satın alma duyurularının yapıldığı tarihten sonraki ilk 5 gün içerisinde %52 oranında anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir.

Birleşme duyurusundan sonraki 5 gün içerisinde elde edilen anormal getiri oranı (%52), birleşme duyurusundan önceki 5 gün içerisinde elde edilen anormal getiri oranına (%31) nispeten daha kuvvetlidir.

Tablo 22: Anlamli Anormal Getirilerin Yoğunlaştığı Günler

	Anlamli Anormal Getiri				Elde Etme Sayısı (Toplam)
	Elde Etme Sayısı				
	2013	2012	2011	2010	
t-5	0	7	0	0	7
t-4	2	0	7	0	9
t-3	0	0	4	0	4
t-2	8	10	7	0	25
t-1	0	10	4	3	17
t	0	0	0	8	8
t+1	9	8	4	10	31
t+2	10	0	0	3	13
t+3	8	8	5	0	21
t+4	9	8	5	8	30
t+5	0	0	9	0	9

Yukarıdaki tabloda her yıl ve her gün için %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde anlamlı anormal getiri elde etme sayıları verilmiştir. Her gün hesaplama yapılan veri sayısı 40 olduğu için, 20 kez ve üzerinde anlamlı anormal getiri elde edilen günler işaretlenmiştir. (%50'nin üzerinde anlamlı anormal getiri elde etme sayısının bulunabilmesi için 20 kez ve üzeri eşik değeri olarak belirlenmiştir.) Buna göre birleşme duyurusundan önceki t-2 gününde, birleşme duyurusundan sonra ise t+1, t+3 ve t+4 günlerinde elde edilen anormal getirilerin kuvvetli bir oranda anlamlı olduğu ve şirket birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi olduğu söylenebilir.

SONUÇ

Temel olarak bir ya da birden fazla şirketin içlerinden birine ya da yeni kurulan bir ortaklığa katılımını ifade eden birleşme kavramı, şirketlerin daha güçlü bir yapıya kavuşmalarını sağlayarak bir sinerji etkisi yaratmakta, böylece şirketler hem rekabetle mücadelede daha güçlü bir yapı, hem de kendini geliştirme noktasında daha fazla ekonomik kaynak sağlamış olmaktadır. Şirketleri birleşme ve satın alma faaliyetlerine yönlendiren asıl neden ekonomik olmakla birlikte, şirketlerin çok çeşitli nedenlerle birleşme ve satın alma faaliyetlerinde buldukları görülmektedir.

Günümüzde küreselleşme ve artan rekabet koşulları şirketleri birleşme faaliyetlerine daha çok yönlendirmiş, bu durum hem dünyada hem de ülkemizde birleşme ve satın alma faaliyetlerinde artış yaratmıştır. Yaşanan bu artış birleşme ve satın alma faaliyetlerinin daha fazla inceleme konusu olmasını, çeşitli yönlerden analizinin yapılmasını sağlamıştır.

Hisse senedi piyasasında yatırım yapan yatırımcılar ilgili şirketlerin kamuya açıklanan her türlü haberini dikkatle takip etmekte, önemli bir haber olması durumunda pozisyonlarını söz konusu habere göre düzenlemektedirler. Örneğin şirketlerin bilançolarında önemli derecede kar etmiş olması, firma değerinde artış yaşanacağı düşüncesi yaratmakta ve alınan pozisyonlar uzun olmaktadır. Zarar etmiş olması da tam tersi şekilde yatırımcılar tarafından şirket değerini olumsuz etkileyeceği şeklinde yorumlanmakta ve alınan pozisyonlar kısa olmaktadır.

Tezimizin konusu da benzer şekilde birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunan bir şirketin değerinin kısa dönemde yatırımcılar tarafından nasıl yorumlandığı ve ne şekilde pozisyon alındığının ortaya konulmasıdır. Çalışmanın ± 5 gün gibi kısa bir dönemi içeriyor olmasının nedeni kısa dönemde etkilerin daha sağlıklı bir biçimde ortaya konulabilmesidir.

Bu noktada 2010-2013 yılları arasında BİST’de işlem gören ve birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunmuş şirketlerden çeşitli kriterlere göre her yıl için 10 adet işlem örnekleme olarak seçilmiş ve olay etüdü yöntemi ile analizi yapılmıştır.

Her yıl için ACAR değerleri hesaplanmış ve söz konusu değerlerin 0'dan farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yani şirket birleşme ve satın alma duyurularının ± 5 olay aralığında hisse senedi getirisi üzerinde etkisi vardır. Yatırımcılar birleşme ve satın alma duyurusundan önce/sonra piyasa getirisinden farklı olarak anormal getiri elde edebilmektedir.

Elde edilen sonuç aynı zamanda BİST'in etkinliği konusunda da yorum yapabilmemize olanak sağlamıştır. 'Etkin Piyasalar Hipotezi'ne göre piyasanın yarı güçlü formda etkin olabilmesi için kamuya açıklanmış bilgiler dolayısıyla yatırımcıların anormal getiri elde edemez, çünkü fiyatlar açıklanan bilgilerin yaratacağı değişimleri de içermektedir.

2010-2013 yılları arasında tespit edilen anormal getiriler ise BİST'in kısa vadede yarı güçlü formda etkin olmadığını, dolayısıyla kısa vadede birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi getirisi üzerinde etkisi olduğu ve yatırımcıların anormal getiri elde edebilecekleri şeklinde yorumlanmıştır.

Elde edilen anormal getirilerin anlamlılıkları test edildiğinde ise birleşme ve satın alma duyurusundan önce %31 oranında anlamlı getiriler elde edildiği görülürken, birleşme ve satın alma duyurusundan sonra ise %52 oranında anlamlı getiriler elde edildiği görülmüştür. Bu noktada birleşme duyurusundan sonra elde edilen anormal getirilerin, birleşme duyurusundan önce elde edilen anormal getirilere oranla daha kuvvetli olduğunu söylemek mümkündür. Yani yatırımcılar birleşme ve satın alma duyurusundan sonra öncesine göre nispeten daha fazla anlamlı anormal getiri elde etmektedir.

Anormal getirilerin anlamlılıkları test edilirken ayrıca anormal getirilerin hangi günlerde yoğunlaştığına dair yorum yapabilmek imkanı elde edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda ise birleşme duyurusundan önce t-2 gününde, birleşme duyurusundan sonra ise t+1, t+3 ve t+4 günlerinde kuvvetli bir oranda anormal getiri elde edildiği tespit edilmiştir.

KAYNAKÇA

ACAR, Merve, Hüseyin TEMİZ ve Mehmet Baha KARAN. Bist Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği, **17. Finans Sempozyumu**, Muğla, 23-26 Ekim 2013.

AKBULAK, Yavuz ve Ahmet Koray TAHTAKILIÇ. Birleşme Eğilimleri, **Finans-Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı 488 (Kasım 2004).

ALPAY, Mustafa Okan. **Birleşme ve Devralmalarda Batan Teşebbüs Savunması**, Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri Serisi, No: 63, Ankara, 2004.

AVCI, Cengiz. "Merger&Acquisitions in Turkey: Announcement Effects On Stock Prices in ISE, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006).

Avrupa Topluluğu'nda Piyasalarda Yoğunlaşmanın Denetimi (Birleşmeler, Devralmalar, Ortak Girişimler – Joint Ventures), İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, No:143, İstanbul, Şubat 1997.

BULUT, Halil İbrahim ve Kemal EYÜBOĞLU. Türk Ekonomi Dergiciliğinin Hisse Fiyatları Üzerindeki Etkisi, **17. Finans Sempozyumu**, Muğla, 23-26 Ekim 2013.

ÇAKIR, Hafize Meder ve Zehra GÜLCAN. Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi, **Mali Çözüm Dergisi**, (Eylül-Ekim 2012).

ÇITAK, Levent ve Fatma Kaplan YILDIZ. Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin

İncelenmesi, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 22, Sayı: 2, Yıl: 2007.

DEMİR, Volkan ve Oğuzhan BAHADIR. **UFRS/TFRS Kapsamında İşletme Birleşmeleri ve Konsolidasyon-Açıklamalar ve Uygulamalar**, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2009.

DEMİRELİ, Erhan, Göktuğ Cenk AKKAYA ve Elif İBAŞ. Finansal Piyasa Etkinliği: S&P 500 Üzerine Bir Uygulama, **C.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 2 (Kasım 2010).

ELMAS, Bekir. İşletme Politikalarından Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi-İMKB Örneği, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, 2007).

ERNST&YOUNG, **Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına Hazır mısınız?**, [http://www.ey.com/publication/vwluassets/tfrsye_hazir_misiniz/\\$file/tfrsyehazirmisiniz.pdf](http://www.ey.com/publication/vwluassets/tfrsye_hazir_misiniz/$file/tfrsyehazirmisiniz.pdf), (07.08.2014).

Ernst and Young, **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu**, Ocak 2011

Ernst and Young, **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu**, Ocak 2012

Ernst and Young, **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu**, Ocak 2013

Ernst and Young, **Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu**, Ocak 2014

EYCEYURT, Tuğba ve Murat SERÇEMELİ. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 27, Sayı: 1, 2013.

FAMA, F. Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, **The Journal of Finance**, Mayıs 1970, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x/pdf> (05.11.2014).

FAMA, F. Eugene. Efficient Capital Markets: II, **The Journal of Finance**, December 1991, http://schwert.ssb.rochester.edu/f533/jf91_fama.pdf (09.12.2014).

FAMA, F. Eugene, Lawrence Fischer, Micheal C. Jensen ve Robert Roll. The Adjustment of Stock Prices to New Information, **International Economic Review**, Vol: 10, No: 1, February 1969, <http://www.e-m-h.org/FFJR69.pdf>, (09.12.2014).

GÜNGÖR, Kazım Umut. Rekabet Hukuku Açısından Birleşme ve Devralmalarla İlgili Rekabet Kurumu Tebliği Hakkında Değerlendirmeler, **Vergi Dünyası Dergisi**, Cilt 24, Sayı 287, Temmuz 2005.

HAMAMCIOĞLU, Mustafa. Birleşme ve Devralmaların Gelir Etkisi ve İMKB'ye İlişkin Ampirik Bir İnceleme, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006).

İÇKE, Başak Turan. **Şirket Birleşmeleri, Hisse Senedi ve Finans Sektörü**, 1.Baskı, İstanbul: Derin Yayınevi, Mayıs 2007.

İSKENDEROĞLU, Ömer. İşletmelerin Büyümesinde Büyüklüğün Etkisi: Türkiye İçin Bir İnceleme, (**Doktora Tezi**, T.C. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2008), <http://library.cu.edu.tr/tezler/6970.pdf> (14.09.2014).

JOHNSON, Hazel. **Mergers and Acquisitions**, 2. Baskı, Financial Times Prentice Hall, 1 Aralık 1999.

KADERLİ, Yusuf. Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelemesi: İstanbul Menkul Kıymetler

Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama, **Mufad Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36 (Ekim 2007).

KADERLİ, Yusuf ve Sezgin DEMİR. Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 91 (Mart 2009).

Kamu Gözetimi-Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, TMS/TFRS 2014 Seti, **TFRS 3 İşletme Birleşmeleri**, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2014/TFRS/TFRS_3.pdf, (18.04.2014).

KANDEMİR, Tuğrul. Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerine Finansal Etkisi ve İMKB'deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma, **(Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2003)**.

KAVAK, Ahmet. **Sermaye Şirketlerinin Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri**, Birinci Baskı, Ankara: Maliye ve Hukuk Yayınları, 2005.

KESKİN, Nurzahit, Türker BAŞ ve Gültekin YILDIZ. Halkbank-Pamukbank Birleşmesini Başarılı Kılan Faktörlerin Belirlenmesine Yönelik Keşfedici Bir Araştırma, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt 24, Sayı 279 (Haziran 2009).

KILIÇ, Yalın. **Rekabet Politikaları Açısından Birleşme ve Devralmalar**, DPT Uzmanlık Tezleri, Yayın No: DPT-2509, Haziran 2000.

KPMG. **Yeni Türk Ticaret Kanunu: Dünya Değişiyor. Ya Siz?**, 2011, https://www.kpmg.com/TR/tr/Issues-And_Insights/ArticlesPublications/Documents/Yeni-TTK-Dunya-Degisiyor-Ya-Siz.pdf, (16.07.2014).

MANDACI, Pınar Evrim. "Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri", **İktisat İşletme ve Finans-Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın**, Sayı: 225 (Aralık 2004).

MÜSLÜMOV, Alövsat. **The Financial Analysis of Mergers**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 141, 2003.

ONAT, Osman Kürşat. Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006).

ÖZTUNALI, Aydın. Birleşmeler ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı, (**Doktora Tezi**, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008).

ÖZTÜRK, R. Ceyda. "Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi", Haluk SUMER ve Helmut PERNSTEINE (Ed.), **Şirket Birleşmeleri** içinde (265-283), Alfa Basım, Ocak 2004.

PASLI, Ali. Anonim Ortaklığın Devralınması, (**Doktora Tezi**, T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009).

SARICA, Sevilay. ABD, AB ve Türkiye'nin Firma Birleşmelerine Yaklaşımı, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 1 (Nisan 2008).

SARIKAMIŞ, Cevat. **Şirket Birleşmeleri**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2003.

SUMER, Haluk ve Helmut PERNSTEINE (Ed.). **Şirket Birleşmeleri**, 1. Baskı, Alfa Basım, Ocak 2004.

ŞAHİN, İbrahim Eren ve Baki YILMAZ, Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri, **Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 13, Sayı 19, 2010, <http://asosindex.com/article-search?command=search&keyword=Kamu+Kurum+Ve+Kurulu%C5%9Flar%C4%B1%2CHizmet+%C4%B0%C3%A7i+E%C4%9Fitim+%2CY%C3%B6ntem%2C+%2C%2C> (11.09.2014).

ULUDAĞ, Berna Kırkulak ve Özlem Demirkaplan GÜLBUDAK. “Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama”, **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi**, Sayı:47 (Mart 2011).

UYSAL, Emrah. Türk Vergi Sistemi Açısından Sermaye Şirketlerinin Birleşmesi, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010).

ÜLKÜ, Meltem. Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla, 2002).

WESTON, J.Fred, Kwang S.CHUNG ve Juan S.SIU. **Takeovers, Restructuring and Corporate Governance**, 2nd Edition, Prentice Hall Finance Series: New Jersey, 1998.

WESTON, J.Fred ve Samuel C.WEAWER. **Mergers and Acquisitions**, The McGraw-Hill Executive MBA Series.

YELKENCİ, Bilge. Ulusal ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çanakkale, 2006).

YILDIZ, Fatma. Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama, (**Yüksek Lisans Tezi**, T.C. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 2006).

YILGÖR, Ayşe Gül. Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makro Ekonomik Etkileri, **Öneri Dergisi**, Cilt 5, Sayı 18, Haziran 2002.

YILMAZ, Metin. Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama, (**Doktora Tezi**, T.C. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010).

www.borsaistanbul.com

www.kap.gov.tr

www.spk.gov.tr

www.ey.com/TR

www.ticaretkanunu.net

www.rekabet.gov.tr