

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**ŞİRKETLERDE YATAY BİRLEŞME VE DEVİRLER:TÜRKİYE ÜZERİNE
BİR UYGULAMA**

Mustafa KÖSE

DOKTORA TEZİ

ADANA/2010

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**ŞİRKETLERDE YATAY BİRLEŞME VE DEVİRLER:TÜRKİYE ÜZERİNE
BİR UYGULAMA**

Mustafa KÖSE

Danışman: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM

DOKTORA TEZİ

ADANA/2010

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne

Bu çalışma jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM
(Danışman)

Üye: Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU

Üye: Prof. Dr. Nejat ERK

Üye: Prof. Dr. Hasan Altan ÇABUK

Üye: Prof. Dr. Mithat Zeki DİNÇER

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım..../..../....

Prof. Dr. Azmi YALÇIN
Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şikil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı'nda YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM
(Danışman)

Üye: Prof. Dr. Mahir FİSUNOĞLU

Üye: Prof. Dr. Nejat ERK

Üye: Prof. Dr. Hasan Altan ÇABUK

Üye: Prof. Dr. Mithat Zeki DİNÇER

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

...../...../2010

Prof. Dr. Azmi YALÇIN
Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ÖZET

ŞİRKETLERDE YATAY BİRLEŞME VE DEVİRLER:TÜRKİYE ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Mustafa KÖSE

Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM
Eylül 2010, 142 sayfa

Tez çalışmamızın amacı Türkiye’de 2004-2006 yılları arasında yaşanan yatay şirket birleşmelerinin, piyasa yapısında yarattığı değişime koşut olarak fiyatlar üzerindeki etkisini dolaylı yoldan saptamak suretiyle, pazar gücü yaratıp yaratmadığı konusu ve tüketici artığında birleşme kaynaklı değişimin yönü üzerinde bir sonuca ulaşmaktır.

Yatay birleşmelerin değerlendirilmesinde odak noktayı oluşturan geleneksel yaklaşım ile verimlilik artışı yaklaşımının öngörülleri çerçevesinde birleşmeye katılmamış rakip firmaların sermaye piyasası verileri ile sektörel yoğunlaşma seviyeleri kullanılarak pazar gücü hipotezi test edilmiş ve çalışmaya dâhil edilen yatay birleşmelerin tekel gücü yarattığı yönünde önemli bulgulara ulaşılmıştır.

Bunun yanında, belirli varsayımlar altında, tüketici artığında olumsuz bir değişim olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, tüketici artığındaki azalmanın boyutları bilinmediğinden yatay birleşmelerin net refah etkisi konusunda değerlendirme yapılmamıştır.

Anahtar Kelimeler: Yatay birleşme, satın alma, pazar gücü, piyasa yapısı, yapı-davranış-performans, yoğunlaşma, normalüstü getiri.

ABSTRACT**HORIZONTAL MERGERS AND ACQUISITIONS OF CORPORATIONS:
AN APPLICATION ON TURKEY****Mustafa KÖSE****Doctoral Dissertation, Department of Economics****Supervizor: Prof. Dr. Erhan YILDIRIM****September 2010, 142 pages**

The purpose of this thesis is to come to conclusions about the issue that horizontal mergers experienced in Turkey between 2004-2006, whether create market power or not, and the direction of the merger-induced change in consumer surplus, determining the effect of horizontal mergers on product price indirectly parallel to the change in the market structure generated by horizontal mergers.

Under the predictions of the traditional and efficiency increase approaches, constituting a focal point on the evaluation of horizontal mergers, market power hypothesis has been tested using capital market data of non-merging rival firms and industrial concentration levels. Significant empirical findings, signing that horizontal mergers included in the study create monopoly power, have been obtained

Additionally, under certain assumptions i have concluded that there could be a negative change in the consumer surplus. Since the amount of the decrease in the consumer surplus is not known, the concern of the net wealth effect of horizontal mergers has not been evaluated.

Keywords: Horizontal merger, acquisition, monopoly power, market structure, structure-conduct-performance, concentration, abnormal return

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	i
ABSTRACT	ii
TABLolar LİSTESİ	vi
GRAFİKLER LİSTESİ	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE DEVİRLER

1.1. Şirketlerde Birleşme ve Devrin Teorik Tanımı ve Türleri	4
1.2. Şirketleri Birleşme ve Devre İten Nedenler	4
1.2.1. Pazarda Tekelci Gücüne Yaklaşmayı Hedefleyen Birleşmeler	5
1.2.2. Verimlilik ve Sinerji Yaratacağı Düşüncesi ile Yapılan Birleşmeler	5
1.2.3 .Çeşitlendirme Yoluyla Büyüme veya İstikrarı Sağlamaya Yönelik Birleşmeler	6
1.2.4. Şirketlerdeki Serbest Nakit Akımlarını (Free Cash Flows) Esas Alan Birleşmeler	6
1.2.5. Vergi Tasarrufu Amacı ile Yapılan Birleşmeler	6
1.2.6. Ekonomik Konjonktür ve Endüstriyel Şoklar Sonucu Şirket Birleşmeleri.	7
1.3. Tarihsel Süreç ile Birleşme ve Devir Dalgaları	7
1.3.1. Dünyada Yaşanan Birleşme ve Devir Dalgaları	8
1.3.1.1. Birinci Birleşme Dalgası (1897-1904)	9
1.3.1.2. İkinci Birleşme Dalgası (1916-1929)	10
1.3.1.3 .Üçüncü Birleşme Dalgası (1965-1969)	10
1.3.1.4. Dördüncü Birleşme Dalgası (1981-1989)	11
1.3.1.5. Beşinci Birleşme Dalgası (1990-...).....	12
1.3.2. Avrupa’da Gerçekleşen Birleşme ve Devirler	15
1.3.3. Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Devirler.....	19
1.3.4. Yatay Birleşmelerle İlgili Rekabet Politikalarında Yaşanan Gelişmeler..	22
1.3.4.1. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Rekabet Politikası	22
1.3.4.2. Avrupa Birliği (AB) Rekabet Politikası	25

1.3.4.3. Türkiye Rekabet Politikası	29
---	----

İKİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE DEVİR HAREKETLERİNE TEORİK YAKLAŞIMLAR VE BUNLARIN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2.1. İktisat Teorisinde Birleşme ve Devir Hareketlerine Yönelik Teorik Yaklaşımla	38
2.1.1. Davranışsal Teoriler	39
2.1.1.1. Yönetimsel İnisiyatifi Esas Alan Teoriler (Managerial Discretio	40
2.1.1.2. Değerleme Farkları ve Aşırı Değerlemeye İlişkin Teoriler	42
2.1.1.3. Şirket Kontrolü için Pazar ve Yönetimsel Disiplin	43
2.1.1.4. Başarısız (Batan) Firma (The Adaptive –Failing– Firm) Hipote	46
2.1.2. Yatay Birleşmelerde Rekabeti Esas Alan Teoriler	47
2.1.2.1. Yatay Birleşmeler, Pazar Gücü ve Teorik Altyapı	49
2.2. Yatay Birleşme Teorilerinin Odaklandığı Noktaların Ekonomik Açıdan Değerlendirilmesi	75
2.3. Yatay Birleşmeler Üzerine Teorik Çerçevede Yapılmış Çalışmalar	77

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE GERÇEKLEŞEN YATAY BİRLEŞMELER ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ÇALIŞMA

3.1. Pazar Gücü Hipotezinin Sermaye Piyasası Çerçevesinde Analizi	86
3.2. Regresyon Modeli	88
3.3. Veriler	90
3.4. Çalışmada İzlenilen Yöntem	94
3.4.1. Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getirilerin Olay Çalışması Çerçevesinde Portföy Yaklaşımı ile Tahmini	97
3.4.2. Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getirilerin Bireysel Firma Seviyesinde Tahmin Edilmesi	106

3.5. Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getiriler ve Yoğunlaşma Seviyesindeki Birleşme Kaynaklı Değişim	111
3.6. Ampirik Bulguların Değerlendirilmesi	118

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	121
--------------------------	------------

KAYNAKÇA.....	125
----------------------	------------

EKLER	137
--------------------	------------

ÖZGEÇMİŞ.....	142
----------------------	------------

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Dünya Çapındaki On Büyük Birleşme Anlaşması	9
Tablo 2: Türkiye’de Gerçekleşen Sınır Ötesi Birleşmelerin Değerleri	21
Tablo 3: Türkiye’de 2002-2007 Yılları Arasında Gerçekleşen Sınır Ötesi Büyük Banka Birleşmelerinin Değerleri	22
Tablo 4: Avrupa’nın Rekabet Politikası Alanında Gelişimi	29
Tablo 5: 1999-2008 yılları arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşmelerin Sektörlere Göre Dağılımı	33
Tablo 6: Rekabet Kurumu İzni ile Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Devirler (Ortak Girişim işlemleri Hariç)	34
Tablo 7: Türkiye Rekabet Politikası Hakkında Hazırlanan İlerleme Raporları.....	35
Tablo 8: Türkiye’de 2004-2006 Yılları Arasında Gerçekleşen Yatay Birleşmelerden Olay Çalışmasına Uygun Olanlara ait Bilgiler	91
Tablo 9: Birleşmelerin Yaşandığı Sektörlerde İMKB’ye Kayıtlı Olarak Faaliyette Bulunan Rakip Firmalar ve Bu Firmalarla Oluşturulan Portföyler	99
Tablo 10: Tahmin Dönemi içinde Portföylere ve İMKB100 Endeksine ait Getiri Serileri Üzerinde Yapılan Birim Kök Test Sonuçları.....	101
Tablo 11: Olay Penceresi içinde Portföylerin Elde Ettikleri Birleşme Kaynaklı Ortalama (γ) ve Kümülatif ($w\gamma$) Normalüstü Getiriler	103
Tablo 12: Tahmin Dönemi içinde Önemli Normalüstü Getiri Elde Eden Rakip Firmaların Getiri Serileri Üzerinde Yapılan Birim Kök Test Sonuçları.....	108
Tablo 13: Belirtilen Olay Pencereleeri içinde Rakip Firmaların Elde Ettikleri Birleşme Kaynaklı Ortalama (γ) ve Kümülatif ($w\gamma$) Normalüstü Getiriler.....	110
Tablo 14: Birleşme ile Ortaya Çıkabilecek Olası Durumlar Karşısında Rakip Firma Değerlerinde Meydana Gelebilecek Değişiklikler.....	111
Tablo 15: Birleşme Yaşanan Sektörlerde Yoğunlaşma Seviyeleri ve Birleşme Kaynaklı Yoğunlaşma Seviyesi Değişimleri.....	113
Tablo 16: Birleşme Kaynaklı Önemli Normalüstü Getiri Elde Eden Rakip Firmaların Faaliyette Bulunduğu Sektörlerdeki Yoğunlaşma Seviyelerindeki Değişim	115

Tablo 17: Birleşme Kaynaklı Yoğunlaşma Seviyesindeki Değişimlerin Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getiriler Üzerindeki Etkisini Gösterir Katsayıların En Küçük Kareler Yöntemi ile Tahminine ait Sonuçlar	117
---	-----

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: ABD’deki Birleşme ve Devir Hareketleri (1887-2007).....	8
Grafik 2: ABD ve Diğer Ülke Menşeli Firmaların Birleşme Değerleri (1980-2000) ...	13
Grafik 3: Dünyada Bir Milyar ABD Dolarını Aşan Sınır Ötesi ve Toplam Birleşme Değerleri (1987-2008/ilk yarı).....	14
Grafik 4: Avrupa Birliği’nde Deregüle Sektörlerin Birleşmeler İçindeki Payı (%).....	15
Grafik 5: Bölgelere Göre Toplam Birleşme ve Devirler (Tamamlanan) “1985-2007/ilk 9 ay”	16
Grafik 6: Bölgelere Göre Tamamlanan Birleşme ve Devirlerin Payı “1985-2007/ilk 9 ay”	17
Grafik 7: AB’de Yerel ve Sınır Ötesi Düzeyde Gerçekleşen Banka Birleşmelerine Ait Sayı ve Değerler (Milyar ABD \$) “1990-2005/ilk yarı”	18
Grafik 8: Birleşmeler ve Ortalama Fiyat Kazanç Oranları.....	39
Grafik 9: Birleşmelerle Karların Seyri	56
Grafik 10: Tam Rekabet Piyasasından Eksik Rekabet/Tekel Piyasasına ve Eksik Rekabet Piyasasından Tekel Piyasasına Geçiş Sırasında Ortaya Çıkabilecek Net Kazançlar	69
Grafik 11: Birleşme Kaynaklı Girişler ve Tepki Fonksiyonları.....	75
Grafik 12: Birleşmelerin Sosyal Fayda Açısından Değerlendirilmesi	76
Grafik 13: Hedef ve Alıcı Firmaların Kümülatif Ortalama Getirilerinin 10 Yıllık Seyri	80
Grafik 14: 1931-1987 Yılları Arasında Satın Alınan 1065 Hedef Firmanın Birleşme Tarihinden 5 Yıl Öncesine Kadar Üç Yöntemle Hesaplanmış Normalüstü Getiri Değişimleri	82
Grafik 15: Olay Penceresi İçindeki Günlerde Portföylerin Birleşme Kaynaklı Günlü Kümülatif Normalüstü Getirileri	105

GİRİŞ

Bilgi ve iletişim teknolojilerinde ortaya çıkan yenilikler ve ülkeler arası ilişkilerin gelişmesi ile birlikte küreselleşen dünya ekonomisindeki firmaların, faaliyet gösterdikleri bölgesel pazarlarda sınırları zorlamaları ve dış piyasalarda hâkim konuma geçme çabaları neticesinde, firmalar arası rekabet önemli bir unsur haline gelmiştir. Dünya ekonomisi ile birlikte küreselleşen bu işletmelerle rekabet etmek durumunda kalan diğer firma ve sektörlerin büyüme stratejilerinde de önemli değişiklikler ortaya çıkmıştır. Nitekim aynı ölçek ve üretim teknolojisi ile faaliyetine devam eden işletmeler, teknolojinin ilerlemesi sebebiyle zamanla rekabet güçlerini kaybettiğinden, ya piyasadan silinme ya da devir alınma ile karşılaşmaktadır. Dolayısıyla, pazar payını korumaya ve bu surette varlığını sürdürmeye çalışan işletmeler ölçek ve alan ekonomilerinin getirdiği avantajlardan faydalanmak adına hızlı bir büyüme yöntemi olarak bilinen birleşme veya firma satın alma yoluna gitmektedir.

Birleşme ve devirler, kaynakların etkin kullanımı, dağılımı ve refah seviyesi üzerinde makro düzeyde etkili olurken, çabuk sonuç doğurduğundan büyüme stratejileri içinde büyük öneme sahip olup, işletmelerin büyüme politikalarını etkilemektedir. İşletmelerin, en azından sahiplerinin, temel amaçlarından biri işletme değerinin ve/veya kârının maksimizasyonudur. Bu amaca ulaşabilmek için oligopolistik piyasada faaliyet gösteren firmanın elindeki araçlardan birisi de büyümedir. Yukarıda sayılan faktörler dikkate alındığında; ekonominin canlanma dönemlerinde, uluslararası rekabetin artışı ve küreselleşme hareketlerinin yoğunluk kazanması ile ekonomi ve finans sektörlerinde sınırların ortadan kalkması neticesinde yeni ve kârlı pazarlara giriş imkânları gibi alternatiflerin ortaya çıkması işletmelerin piyasa değerlerini maksimize edebilmeleri için büyümelerini teşvik etmektedir. Ancak, büyümeyi teşvik eden nedenlerin özelliği, içsel büyüme yerine başka bir şirketle birleşme veya başka bir şirketi satın alma yoluyla büyümeyi daha avantajlı kılmaktadır. Nitekim bu durumlarda, şirket yöneticileri büyük olasılıkla araştırma-geliştirme (ar-ge) yatırımlarını azaltma eğilimine girebilirler.

Satın almalar; yeni piyasaya anında girişi, hâlihazırda işleyen pazarın büyük bir payını veya her ikisini birden sunar. Bu suretle, bunlar, muhtemelen kısa dönemde olmasına rağmen, ar-ge yatırımlarına cazip bir alternatif olabilir. Riskin mevcudiyetine

karşın, satın almanın çıktıları iç gelişmeye ait çıktılarından daha öngörülebilir vaziyettedir (Hitt ve diğerleri 1991). Açıkça, firmalar büyük sermaye yatırımlarını yapmayı gerçekleştirebilmek için kendi ölçek ve hacimlerini artırma girişimlerinde bulunabileceğinden, bu tahsis endüstri çapında bir genişleme bağlamında gerçekleşir. Diğer taraftan, bir endüstrideki birleşmeler, firmaların endüstri varlık tabanını artıran araştırma-geliştirme faaliyetlerini kısıtladığından endüstride daralmaya yol açar. Bunlar, birleşme hareketinin iki farklı temel çeşididir. Bir tarafta büyüme ve diğer tarafta küçülme sağlayan endüstrinin üretkenlik kapasitesi üzerindeki etkiler, birleşme hareketlerinin genişleme ve daralma biçiminde iki farklı temel role ayrılabilceğini gösterir (Andrade, Stafford 2004).

Ancak, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesinde amaçlar farklılık göstermektedir. Yatay birleşmelerdeki esas konu, verimlilik artışları veya pazar gücü ile açıklanabilmektedir. Farklı sektörlerdeki firmaların birleşmesi sonucunda ilgili piyasalardaki yapıda ciddi bir değişiklik yaşanmazken, aynı sektörde yer alan ve hatta birbirlerine rakip olan firmaların birleşmesi, piyasa yapısında büyük değişikliklere yol açmaktadır.

Rekabeti kısıtlayan bir birleşme ile piyasa yapısındaki değişim firmalar arası rekabeti ve dolayısıyla üretim ve fiyatları etkileyecektir. Bunun yanında, sektörel kar oranları da fiyat ve üretime bağlı olarak değişim gösterir. Piyasada faaliyet gösteren birçok firmanın pazar payları birleşme sonrasında piyasa yapısına göre yeniden belirlenir. Bununla birlikte, birleşme ile azalan rekabet piyasadaki firmalar arasında işbirliği olasılığını yükseltecektir.

Keza yatay bir birleşme ile verimlilik kazançları da ortaya çıkabilir. Aynı veya benzer ürünleri üreten firmaların birleşerek üretimlerini fabrikalar arasında yeniden tahsis etmesi ve üretimin rasyonelleştirilmesi sonucunda firmalar birleşme sonrası maliyet avantajına kavuşacaktır. Ortaya çıkan maliyet avantajı, piyasadaki rekabet seviyesi ile ürün fiyatlarına yansiyarak tüketiciye ulaşacaktır.

Tez çalışmamızın amacı Türkiye’de 2004-2006 yılları arasında yaşanan yatay şirket birleşmelerinin, piyasa yapısında yarattığı değişime koşut olarak fiyatlar üzerindeki etkisini dolaylı yoldan saptamak suretiyle, pazar gücü yaratıp yaratmadığı

konusu ve tüketici artığına birleşme kaynaklı değişimin yönü üzerinde bir sonuca ulaşmaktır.

Tez çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde şirket birleşmelerinin türleri ile gerçekleştirilme nedenlerine kısaca değineceğiz ve birleşmelerin yoğun olarak yaşandığı dönemler ile özellikle yatay birleşmeler için uygulanan rekabet politikaları üzerinde duracağız.

İkinci bölümde; birleşmeleri ele alan teorilere değinecek ve rekabeti esas alan birleşme teorileri üzerinde odaklanacağız. Bunun yanında yatay birleşmelerin refah üzerindeki etkileri, ekonomideki ilgili birimler ayrıştırılarak değerlendirme konusu yapılacaktır.

Üçüncü bölümde ise; Türkiye’de 2004-2006 yılları arasında yaşanan birleşmelerden uygun olanlar üzerinde olay çalışmalarından çıkarılan normalüstü getiriler ve yoğunlaşma seviyeleri ele alınarak ekonometrik analiz yapılacak ve ortaya çıkan sonuçlar değerlendirmeye tabi tutulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE DEVİRLER

1.1.Şirketlerde Birleşme ve Devrin Teorik Tanımı ve Türleri

Birleşme (merger) tanım olarak iki ya da daha fazla sayıda şirketin, yasal varlıklarını yitirerek tek bir şirket çatısı altında bir araya gelmeleridir. Eğer çatısı altında toplanılan şirket daha önceden mevcut olmayan, birleşme sonucu kurulan yeni bir şirket ise “bütünleşme” (consolidation) kavramından, eğer bir araya gelen şirketlerden bir tanesi varlığını sürdürür, diğer şirketler yasal varlıklarını yitirerek bu şirket çatısı altına girerlerse “satınalma” (acquisition) veya “devir” (takeover) kavramından bahsedilir. Ancak, iktisat ve finans literatüründe birleşme (merger) terimine daha sık rastlanılmakta ve bütünleşme ve satın almalar da, birleşme (merger) tanımı altında değerlendirilmektedir (Ülkü 2002). Birleşmeye katılan firmalar alıcı (acquirer, bidder), hedef (acquired, target) olarak adlandırılmaktadır. Birleşme ve devirler firmanın faaliyet gösterdiği sektöre göre üç kısımda sınıflandırılabilir. Bunlar:

- Yatay (Horizontal) Birleşme: Bir firmanın faaliyette bulunduğu işkolunda yer alan rakip bir firma ya da firmalarla birleşmesidir.
- Dikey (Vertical) Birleşme: Belli bir malın üretimden satışa kadar birbirini izleyen aşamalarının aynı firmanın bünyesinde toplanmasıdır.
- Karma (Conglomerate) Birleşme: Bir firmanın kendi esas faaliyeti dışındaki bir sektörden bir firma ya da firmalarla birleşmesidir (Alpay 2004).

Bu çalışmada, esas olarak yatay birleşme kavramı üzerinde durulacak ve değerlendirmeler aynı sektörde faaliyette bulunan firmaların birleşmesi sonucu ortaya çıkan veriler ele alınarak yapılacaktır.

1.2.Şirketleri Birleşme ve Devre İten Nedenler

Şirketleri birleşmeye yönelten pek çok iktisadi, finansal ve yönetsel neden bulunmaktadır. Esasen birleşme bir büyüme aracıdır. Bu yüzden şirketlerin büyüme nedenleri ile büyümenin bir yöntemi olan birleşme nedenleri genelde iç içedir. Ancak,

birleşme kendine has özelliklerinden dolayı, zaman zaman büyüme amacından ayrılmaktadır.

1.2.1.Pazarda Tekelci Gücüne Yaklaşmayı Hedefleyen Birleşmeler

Pazar gücü, rekabetin olduğu bir piyasada belirlenmiş olan fiyat düzeyinin üzerinde bir fiyat tespit ederek uygulayabilme ve buna uygun üretimde bulunabilme gücü olarak ifade edilebilir. Pazar gücünü elinde bulunduran firma, marjinal maliyetinin üzerinde ürün fiyatı belirleyebilir (Church, Ware 1999). Aynı endüstri kolunda faaliyet gösteren bir kısım firmaların anlaşması sonucu birleşen firmalar piyasadaki paylarını yükseltme yoluna giderek pazar gücünden faydalanabilmektedir. Piyasaya giriş engellerinin mevcudiyeti halinde yatay birleşmenin boyutuna göre rekabette bir azalma yaşanırken, tekel gücü artış gösterecektir (Röller ve diğerleri 2005).

1.2.2.Verimlilik ve Sinerji Yaratacağı Düşüncesi ile Yapılan Birleşmeler

Sinerji, bir bütünü oluşturan parçaların bir araya geldiğinde, ayrı ayrı faaliyet göstermeleri durumunda oluşturacakları değerlerin toplamından daha büyük bir değer ortaya çıkarmaları şeklinde tanımlanabilir. Şirket birleşmelerine istinaden, ölçek ekonomisi ile birlikte maliyetlerde bir azalma, teknolojinin ve yönetsel etkinliğin yayılımı sonucu üretkenlikte artma ve firma yönetim giderlerinde azalma gerçekleşebilir. Sinerji aşağıdaki görüldüğü üzere üç şekilde sınıflandırılabilir:

- İşletim sinerjisi: Temel kaynaklarından bir tanesi birleşme sonucu maliyette görülen düşmedir. Bu maliyet azalması ölçek ekonomilerinden kaynaklanabilmektedir.
- Finansal Sinerji: Şirket birleşme veya devralmalarının devralan firma veya birleşen firmaların sermaye maliyeti üzerindeki etkisini ifade eder. Birleşme ile birlikte sermaye yapısı güçlenen firma daha güvenilir hale geldiğinden daha uygun koşullarda borçlanabilecektir. Ayrıca birleşme öncesi firmalarda mevcut olan borçların da değerinde bir artış yaşanabilir.
- Yönetimsel Sinerji: Yönetimsel etkinlik seviyeleri farklı olan firmaların birleşmesi ile birlikte oluşan şirketin yönetimsel etkinlik seviyesi, birleşen firmalar arasında bulunan en iyi yönetimsel etkinliğe ulaşacaktır (Trautwein 1990).

1.2.3.Çeşitlendirme Yoluyla Büyüme veya İstikrarı Sağlamaya Yönelik Birleşmeler

Çeşitlendirme, bir şirketin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını artırmasıdır. Çeşitlendirme, gelir ve/veya gider akımlarında istikrarsızlık bulunan firmaların bu nakit akımlarına farklı dönemlerde sahip olan firmalarla birleşmesi ile gerçekleştirilebilir. Çeşitlendirme ile birlikte firma farklı iş kollarına yatırım yaparak risklerini de azaltabilir. Bunun yanında farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalarla yapılacak birleşme ürün ve müşteri portföyünü genişletmek veya daha karlı alanlara girmek amacıyla da gerçekleştirilebilir (Scott 1977).

1.2.4.Şirketlerdeki Serbest Nakit Akımlarını (Free Cash Flows) Esas Alan Birleşmeler

Şirket içinde, yeni yatırımların finansmanı için gerekli olanın dışındaki nakit akımlarına serbest nakit akımları denir. Portföyünde serbest nakit akımı bulunan firmalar, ellerindeki atıl fonu iyi bir yatırıma dönüştürebilmek için başka firmaları satın alma yoluna gidebilmektedir. Ayrıca, serbest nakit akımı olan firmalar, nakde ihtiyacı bulunan firmalar tarafından iyi bir hedef olarak görülmektedir. Dolayısıyla, firma satın alarak ellerindeki serbest nakit akımlarını azaltan işletmeler hedef konumundan uzaklaşmaktadırlar (Jensen 1986).

1.2.5.Vergi Tasarrufu Amacı ile Yapılan Birleşmeler

Yüksek kar elde eden firmanın mali olarak uzun yıllar zarar eden firma ile birleşmesi sonucunda, vergilendirilebilir gelir iki firmanın kar ve zararının toplamından ibaret olacağından, zarar eden bir firma ile gerçekleşen birleşme sonucunda meydana gelen şirket vergisel bir avantaja sahip olacaktır. Mahsup edilebilecek zararları bulunan firmalar, kar eden firmalar için vergi tasarrufu anlamında iyi bir hedef konumuna gelmektedirler. Ayrıca farklı nakit akımlarına ve kar/zarar dönemlerine sahip kurumlar, birleşme ile verginin tahakkuk/ödeme zamanlarında avantajlı duruma gelecektir. Ancak, gelirlerin paralelliğinden dolayı aynı sektör içindeki firmalar arasında gerçekleşen birleşmelerde vergisel avantaja pek rastlanılmamaktadır (Scott 1977).

1.2.6.Ekonomik Konjonktür ve Endüstriyel Şoklar Sonucu Şirket Birleşmeleri

Ekonomik konjonktür ve endüstride yaşanan negatif veya pozitif beklenmeyen şoklar da birleşme ve devir hareketlerinin tetikleyicisi konumundadır. Endüstriyel seviyede yaşanan teknolojik yenilik, deregülasyon ve arz/talep şoklarına, sektörler, yeniden yapılanarak tepki vermektedirler. Yeniden yapılanma ise genelde birleşme aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bu şoklar sırasında sektör ve doğal olarak endüstrideki firmalar; aşırı kapasite, yeni yatırım olanakları, birleşmelerin kolaylaştırılması ve karlılık artışı gibi durumlarla karşılaşarak stratejik alınan kararlar doğrultusunda birleşme veya varlık satın alma yahut satma yoluna giderler. Bu şoklar sırasında varlık değerlemesinde ele alınan kriterlerin değişmesi ise alış-satışı ve birleşmeyi daha olası hale getirir (Gort 1969).

Endüstrinin durgunluk ve genişleme dönemlerinde; firmalar, endüstriye girişlerin olmadığı durumlarda sektör içinde daha iyi konuma gelmek, girişlerin engellenemediği durumlarda ise pazar payını güçlendirmek amacıyla endüstri içinde birleşmek için stratejik güdülere sahiptir. Dolayısıyla, ekonomik ve endüstriyel yapıdaki beklenmedik değişimler birleşme ve devir hareketlerinin temelini oluşturabilmektedir (Bernile ve diğerleri 2007).

Ayrıca, ürün programını geliştirme ve genişletme, hisse senedinin piyasa değerini yükseltme, coğrafi olarak genişleme, teknik bilgi ve uzmanlığın satın alınması, işletmenin güç ve prestijini artırma, patent ve benzeri fikri hakların satın alınması, yetenekli ve uzman yöneticilere sahip olma, işletmenin dağıtım kanallarını ve arz üzerindeki denetimini artırma, ilerde olabilecek bir satın almaya karşı işletmeyi koruma ile yöneticilerden kaynaklanan sebepler ve diğer psikolojik etmenler gibi unsurlar da birleşmelerin sair amaçları arasında sayılabilir.

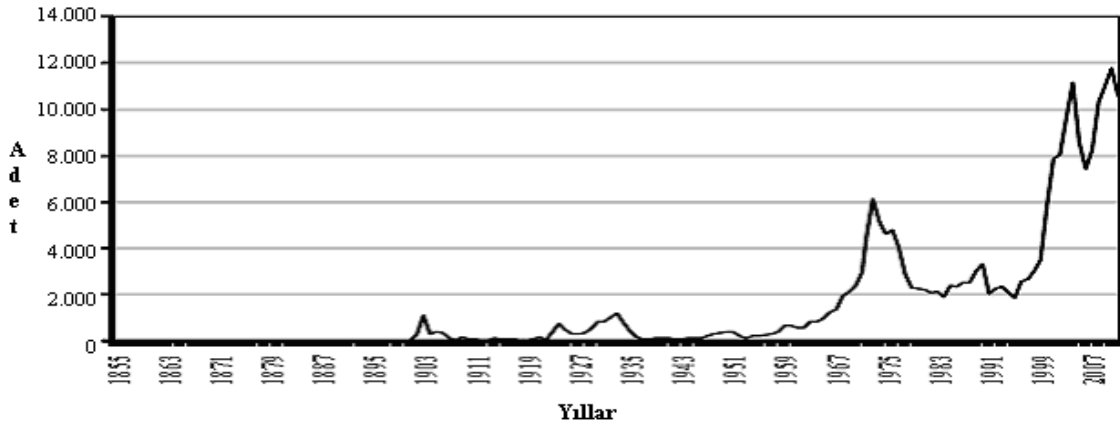
1.3.Tarihsel Süreç ile Birleşme ve Devir Dalgaları

Andrade, Mitchell ve Stafford 2001'deki çalışmasında, birleşmelerin dalgalar halinde meydana geldiğini ve bu stilize gerçeğin de daha önceki çalışmalar ile teyit edildiğini belirtmiştir. Yani birleşme hareketlerinin çok yoğun olduğu kısa dönemler mevcuttur (Town 1992). Tarihsel süreç içinde dünyada beş adet yoğun birleşme dalgası

gerçekleştiği gözlemlenmiştir. Dalgaların periyotları 1897-1904, 1916-1929, 1965-1969, 1981-1989 ve 1990 sonrası dönemdir.

1.3.1.Dünyada Yaşanan Birleşme ve Devir Dalgaları

Birleşme ve devirler dalgalar halinde ortaya çıkmaktadır. Şu ana kadar beş birleşme dalgası meydana gelmiştir. 2002 yılından sonra birleşme ve devir aktivitelerindeki yükseliş ise beşinci dalga'nın devamı şeklinde veya altıncı birleşme dalgası olarak da tanımlanabilmektedir. Birleşme ve devirler son yıllar hariç olmak üzere çok büyük bir oranda ABD'de gerçekleştiğinden dalgaların incelenmesi sırasında ABD'de yaşanan birleşme verilerinden faydalanmak yeterli olmaktadır. Aşağıdaki grafikte, ABD'de gerçekleşen birleşme ve devirler firma sayısı bazında yer almakta olup, birleşme dalgaları dönemler itibariyle açık bir şekilde gözükmektedir.



Kaynak: "Why Merger And Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle From Pressure To Failure" Christopher Kummer, Ulrich Steger

Grafik 1: ABD'deki Birleşme ve Devir Hareketleri (1887-2007)

Birleşme ve devir aktivitelerinin boyutu ve buna bağlı olarak ekonomideki öneminin daha iyi kavranabilmesi açısından aşağıdaki tabloda dünya çapında gerçekleşen birleşme hareketlerinden değer olarak en büyük tutara sahip ilk on anlaşma sıralanmıştır. Tablodan da görüleceği üzere; ilk on sıralamasına giren anlaşmalardan sadece 2000 yılında tamamlananlar 363,6 milyar ABD doları değerine sahip olup, yedi adet birleşme ABD menşeli firmalar tarafından tamamlanmıştır.

Tablo 1: Dünya Çapındaki On Büyük Birleşme Anlaşması

Alıcı Firma		Hedef Firma		Anlaşmanın Tamamlanma	
Unvanı	Menşei	Unvanı	Menşei	Değeri (Milyar \$)	Yılı
Vodafone AirTouch plc	İngiltere	Mannesmann AG	Almanya	172,2	2000
America Online Inc.	ABD	Time Warner, Inc.	ABD	112,1	2001
Pfizer Inc.	ABD	Warner-Lambert Co.	ABD	111,8	2000
AT&T Inc.	ABD	BellSouth Corp.	ABD	101,9	2006
Exxon Corp.	ABD	Mobil Corp.	ABD	85,6	1999
Glaxo Wellcome plc	ABD	SmithKline Beecham plc	İngiltere	79,6	2000
SBC Communications Inc.	ABD	Ameritech Corp.	ABD	76,2	1999
Bell Atlantic Corp.	ABD	GTE Corp.	ABD	74,6	2000
Sanofi-Synthelabo SA	Fransa	Aventis SA	Fransa	71,3	2004
British Petroleum Co. plc	İngiltere	Amoco Corp.	ABD	64,3	1998

Kaynak: "M&A: Still a big deal" UBS Financial Services Inc. ("UBSFS") and UBS AG

1.3.1.1. Birinci Birleşme Dalgası (1897-1904)

Birinci birleşme dalgasında yatay birleşmeler baskındır. Bu dönemde görülen yatay birleşmelerin birçoğu tekeli piyasaya oluşturmalarına neden olmuştur. Bazı iktisatçılar 1890'da yürürlüğe giren ve birleşmelerle tekel gücünü sağlamayı engelleyen Sherman Anti Tröst Yasası'nın (kanunun 1. kısmı: birleşme, ticaretin engellenmesi için gizli anlaşma, sözleşme ... oluşturuyorsa, yapılamaz.) birleşmeleri hızlandırdığını belirtmişlerdir (Gugler ve diğerleri 2006). Linter'e (1971) göre ilk dalga 1893 depresyonu ve ABD'deki Yüksek Mahkeme'nin tröst mekanizması üzerindeki eylemlerinden kaynaklanmaktadır. Bu dalgada birincil güdü tekelleşme iken, rasyonalizasyon, teknolojik değişim ve ölçek ekonomilerinden beklenen ek kazançlar birleşmenin tetikleyici diğer faktörleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu konsolidasyonların piyasa değerlerinin toplamı, birleşme öncesi hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin çok üzerinde gerçekleşmiştir. Nelson, bu dönemdeki birleşme hareketleri ile hisse senedi fiyatları arasındaki sıkı ilişkiye dayanarak, birleşme periyotlarının kaynağını menkul kıymetler piyasasından aldığını belirtmiştir (Linter 1971).

Stigler (1950), bireysel mülkiyet ve ortaklık rejiminde, sermaye ihtiyacının, bir endüstrideki firmaları satın almanın, sınırsız sorumluluğun ise, ortaklıkların oluşması

önündeki önemli bir engel olduğuna dikkat çekerek, tekel için birleşmelerin geç kalmasının ikna edici tek nedeninin, gelişen modern şirketler ve sermaye piyasası olduğunu belirtmiştir. Bu dalga Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla sonlanmıştır (Lipton 2006).

1.3.1.2.İkinci Birleşme Dalgası (1916-1929)

İkinci dönemde (1916-1929), tekeli oluşumları önlemede ilk dalgadan daha katı bir ortam mevcuttur. 1914'de yürürlüğe giren Clayton Yasası (kanunun 7. kısmı: birleşme etkileri rekabeti büyük ölçüde azaltıyor veya tekel yaratma eğiliminde oluyorsa, birleşme yapılamaz.) ile makul bir seviyede birleşme öngörülmüştür. Böylece, tam tekel durumunun önü kesilmiştir. İlk birleşme dalgasıyla ikincisi arasındaki temel fark; birincisinin tekeller ile sonuçlanmasına karşın ikincisinin oligopole neden olması gösterilebilir (Gugler ve diğerleri 2006). Stigler bunu, oligopol yaratma amacına dayalı birleşme dalgası olarak tanımlamıştır (Stigler 1950). İlk dalgada gözlemlenenler kadar olmasa da, 1920'de borsanın patlamasıyla bu dönemde de yatay birleşmeler devam etmiştir. Bu nedenle ikinci birleşme dalgası ilkinde oranla daha az sayıda tekel fakat daha çok sayıda oligopol oluşumuna yol açmış ve çok sayıda dikey birleşme görülmüştür. Ayrıca bu dönemde, birbiriyle bağlantısı olmayan endüstri kollarında pek çok karma şirket birleşmelerine de rastlanmıştır (Gugler ve diğerleri 2006). İkinci dalga ise 1929 buhranı ile son bulmuştur (Lipton 2006).

1.3.1.3.Üçüncü Birleşme Dalgası (1965-1969)

Birleşmelerin arkasındaki itici kuvvetin pazar gücü olduğu düşüncesiyle, birleşme dalgalarına son vermek amacıyla 1950'de Celler-Kefauver Yasası, Clayton Yasasına düzeltme olarak çıkarılmıştır. Buna rağmen, 1960'da borsanın tekrar patlamasıyla birlikte, daha çok, karma birleşme çeşidinin görüldüğü konsolidasyonlar gerçekleşmiştir (Gugler ve diğerleri 2006). Karma birleşmeler dönemi olarak tanımlanabilecek bu dönemde, ilk iki dalganın aksine, hedef seçilen firmalar, devralan firmalardan büyüktürler (Linter 1971). Bu dönemde, aşırı değerlenmiş firmalar, daha az aşırı değerli firmaları hisse senedi kullanarak satın almışlardır. Yüksek değerli teklifçi (bidder) firmaların hissedarları, uzun dönem sermaye alacaklarını artırmak için, yeni hisse senetleri ihraç ederek, çeşitlendirme ve karma birleşme yoluna gitmişlerdir. Aynı endüstrideki hedef firmalar, diğer endüstridekilere göre daha çok değerlendirildiğinden,

algılanan sinerjiler bu endüstride daha çok olsa bile, birleşmeler nispeten diğer endüstrilerdeki firmalar ile gerçekleşmiştir (Shleifer, Vishny 2003). Diğer tüm dalgalarda yaşanan birleşmeler kârlı yeniden tahsis fırsatlarına bir karşılık iken, bu dalga muhtemelen kibirden kaynaklanmaktadır (Jovanovic, Rousseau 2002). 1969-70 yıllarında karma şirketlerin hisse senetlerinin düşmesiyle bu dalga tamamlanmıştır (Lipton 2006).

1.3.1.4.Dördüncü Birleşme Dalgası (1981-1989)

1980'ler dördüncü birleşme dalgasının başlangıcı olarak gözükmektedir. Burada, anti tröst politikaların gevşetilmesi hızlandıran faktör olarak görülebilir. Clinton yönetimi anti tröst politikalarını sıkılaştırdığında da birleşmeler son bulmamıştır¹. 1990'ların başına kadar bir kesintiden sonra, dalga benzeri görülmemiş biçimde yükselmiştir (Gugler ve diğerleri 2006). Bu dalga spekülatif amaçlı, kısa dönemli birleşme (ele geçirme) hareketleri olarak ortaya çıkmıştır. Diğer ana birleşme dalgalarından ziyade, spekülatif amaçlı ve nakit kullanılarak gerçekleşen birleşmeler bu dönemde çok fazladır. 1980'lerin birleşmelerinde ödeme aracı olarak hisse senedi yerine nakit kullanılmıştır. Nakden satın alınan hedef firmaların düşük değerlenmiş olmasını bekleriz. Bunun ötesinde, bu türlü nakit alımlar, hisse senedi takası yoluyla yapılan alımlardan daha spekülatiftir. Bu dönemde aynı zamanda yağmacılar (raider: şirket ele geçirme faaliyetlerinde bulunan kişiler) da türemiştir (Shleifer, Vishny 2003). Bu dönemdeki bir dizi politik ve ekonomik şartlar, ekonomik verimliliğin şirket varlıklarında büyük bir yeniden yapılanma gerektirdiği bir ortam doğurmuştur (Jensen 1988). Dördüncü dönemi diğerlerinden ayıran bir başka fark ise bu dönemde birleşme ve devralma için seçilen hedef firmaların büyüklüğüdür.

Jensen (1993) 1970'lerin ortasından beri yaşanan çoğu birleşme hareketine, birçok endüstride görülen aşırı üretim kapasitesiyle sonuçlanan teknolojik şokların ve arz şoklarının sebep olduğunu açıklamış ve hatalı iç yönetim mekanizmaları firmaları kendilerini küçültmekten koruduğundan, birleşmelerin bu aşırı kapasiteyi gidermede temel yol olduğunu kanıtlamaya çalışmıştır. Mitchell ve Mulherin (1996) 1980'lerdeki

¹ Rekabetteki değişimin saptanması için kısa dönem fiyat değişiklikleri yerine uzun dönem yenilik değişimleri incelenmeye başlanmış, işbirliği etkilerinin yanında tek taraflı etkilerin analizi de kapsam içine alınmıştır. Ayrıca, işbirliğini ihbar edenlerin genel af çerçevesinde dokunulmazlık kazanması da birçok işbirliğinin tespit edilmesine yardımcı olmuştur (Litan, Shapiro 2001).

devir hareketlerinin büyük bir kısmının, kısıtlamaların ortadan kalkışı, yabancı rekabetin artışı, finansal yenilikler ve petrol fiyat şokları gibi, büyük şoklara tepki gösteren endüstriler tarafından açıklanabileceğini belirtmişlerdir. Morock ve diğerleri (1988) nakit kullanılarak yapılan devirleri, endüstri çaplı ters şoklara tepkiler olarak değerlendirmiştir (Andrade, Stafford 2004).

Üçüncü dönemde, iyi yönetilen alıcılar, hedeflere, know-how ve sermaye ekleyerek, çeşitlendirilmiş gruplar oluşturmuş ve karma birleşmeler yaratmıştır. Ancak, karma birleşmeler artık verimli olmadığından, banka borcu ve yüksek riskli tahvillerle (Junk bond) finanse edilen yağmacılar, 1960’larda bir araya getirilen karma birleşmeleri dördüncü dalgada satın alıp ayırmışlardır (Shleifer, Vishny 2003). Tahvil piyasası ile tasarruf ve kredi bankalarının çöküşü nedeniyle bu dalga son bulmuştur (Lipton 2006).

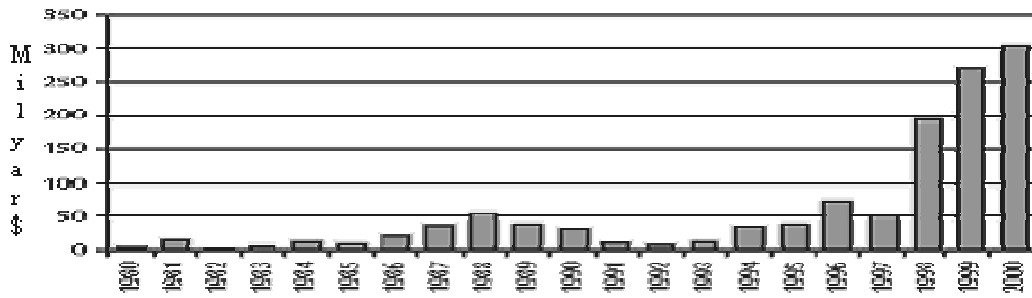
1.3.1.5.Beşinci Birleşme Dalgası (1990-...)

1990’larda başlayan ve dördüncü birleşme dalgasının devamı sayılabilecek bu dalga, 21. yüzyıl başlarında hisse fiyatlarının çöküşü ile sona ermiştir. Her ne kadar dikey birleşmeler bu dönemin öne çıkan türüyse de, yatay birleşmeler de tekrar güncellik kazanmaya başlamıştır. Bu dönemdeki birleşmelerde esas önem verilen değer yaratmaktır. Şirket birleşme ve devralmaları burada stratejik amaçlıdır ve riski yaymak ve maliyetleri azaltmak amacıyla gerçekleştirilmektedir. Değişik zamanlı gelir akımları elde eden firmalar satın alınarak, istikrarlı bir nakit akımı yaratılmaya çalışılmıştır. Böylece farklı sektörlerdeki firmalarla birleşme bu amaca hizmet için en iyi çözüm olmuştur.

1990’larda birleşme anlaşmalarının birçoğunda ödeme aracı olarak hisse senedi kullanılmıştır. Tipik olarak, satın alan firmalar birleşilen firmalarla aynı endüstri dalında faaliyet göstermektedir (Andrade ve diğerleri 2001). 1980’lerdeki birleşmelerde ödeme aracı olarak hisse senedi yerine nakit kullanıldığı ve 1980’lerdeki satın almalar değerlemenin düşük olduğu dönemde gerçekleştiğinden 1990 ve 1960’larda yaşanan dalgalardan ayrılmıştır. 1960’larda ise daha çok farklı endüstrideki firmalarla karma birleşmeler gerçekleştiğinden 1990’ların yatay birleşmelerinden ayrılır (Shleifer, Vishny 2003).

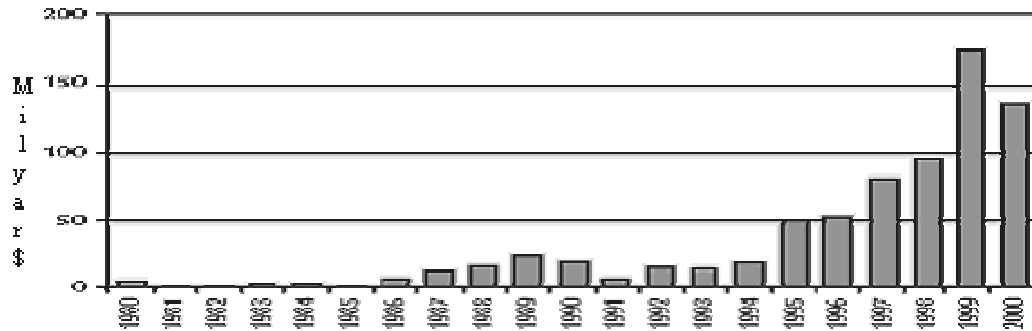
Birleşme ve satın alma işlemleri beşinci dalgadan sonra da devam etmekte ve 1990'lı yılların sonundan itibaren bir artış trendi içine girmektedir. Bazı yazarlar² tarafından altıncı dalga olarak da adlandırılan bu patlamada birleşmeler farklı ülkelerde faaliyet gösteren firmalar arasında gerçekleşmiştir. Bu türlü birleşmeler sınır ötesi (cross-border) birleşme hareketleri olarak literatürde yerini bulmaktadır. Avrupa Birliği'nde yaşanan ekonomik büyümenin etkisiyle ABD'de başlayan beşinci birleşme dalgası sınır ötesi birleşmeler sayesinde Avrupa ve Asya'ya sıçramıştır (Gaughan 2001).

Aşağıdaki iki grafikte ABD şirketlerinin satın aldığı yabancı firmalara ait değerler ile tersi durum gösterilmektedir. Grafikten de anlaşılacağı üzere, ABD birleşme hareketlerinin neredeyse tamamının yaşandığı ülke iken, 1998'den itibaren gerçekleşen sınır ötesi birleşme hareketleri ile şirket devirlerine başta Avrupa Birliği olmak üzere, diğer ülkeler de konu olmaktadır.



ABD Kaynaklı Şirketlerin Yabancı Firma Satın Alımlarına ait Dolar Değerleri

Kaynak: "MERGERS AND ACQUISITIONS: AN OVERVIEW" Patrick A. Gaughan, Ph.D. College of Business, Fairleigh Dickinson University Economatrix Research Associates, Inc.



Yabancı Şirketlerin ABD Menşeli Firma Satın Alımlarına ait Dolar Değerleri

Kaynak: "MERGERS AND ACQUISITIONS: AN OVERVIEW" Patrick A. Gaughan, Ph.D. College of Business, Fairleigh Dickinson University Economatrix Research Associates, Inc.

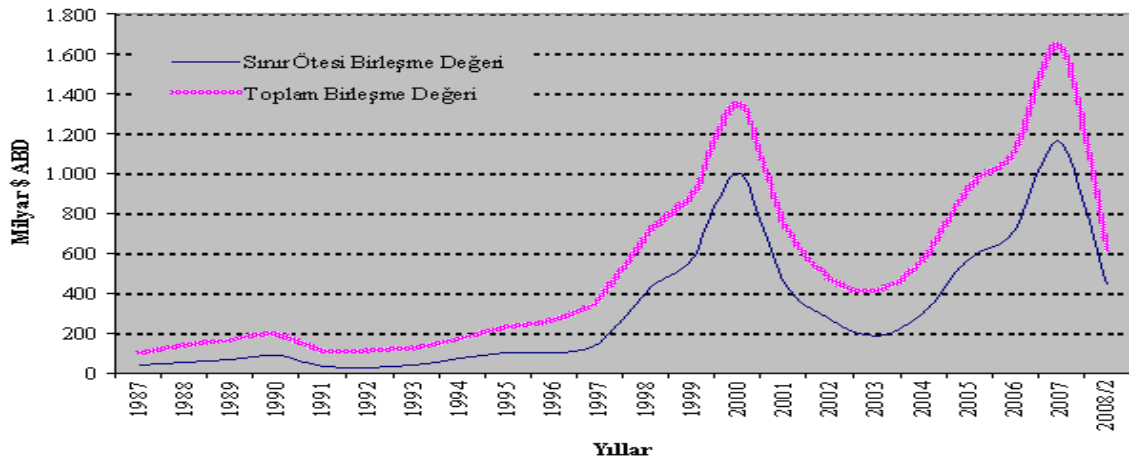
Grafik 2: ABD ve Diğer Ülke Menşeli Firmaların Birleşme Değerleri (1980-2000)

² Kummer, Steger (2008) ve Lipton (2006) kaynaklarına bakılabilir.

Sınır ötesi birleşme hareketlerindeki son zamanlarda yaşanan artış dünyanın birçok bölgesinde gerçekleşen güçlü ekonomik büyüme, yüksek şirket karları ve çok uluslu şirketlerin yabancı firma olarak rekabet gücünü artırması ile şekillenen rekabetçi baskılara dayanmaktadır (World Investment Report 2008).

Nitekim, küreselleşmenin etkisinin bir sonucu olarak, dünya çapındaki sınır ötesi birleşmelerin toplam içindeki payı yaklaşık % 70'lere kadar yükselmiştir. Buna ilaveten, küreselleşme ile artan rekabet, rekabet yoğunluğunu ulusal piyasalara taşıdığından, ülkelerin kendi içinde gerçekleştirdiği birleşmelerin kaynağı durumuna da gelebilmektedir (Kleinert, Klodt 2002).

Cari kriz birçok gelişmiş ülkedeki para ve borç piyasalarında likidite krizine yol açmıştır. Bu likidite krizi 2008 yılı içinde, birleşme ve devir faaliyetini, özellikle de yatırım fonlarını da kapsayan borç ile firma satın alma işlemlerini durgunlaştırmıştır (World Investment Report 2008). Gerçekte son yıllardaki birleşme ve devirlerin ana etkeni olan yatırım fonları ile satın alma faaliyetleri 2008'in yarısında yavaşlamaya başlamıştır. Aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere, 2008 yılının ilk yarısına ait birleşme verileri bir önceki altı aylık verilerle karşılaştırıldığında birleşme değerlerinde % 32 nispetinde bir düşüş yaşandığı saptanmıştır.



Kaynak: "World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge" UNITED NATIONS New York and Geneva, 2008

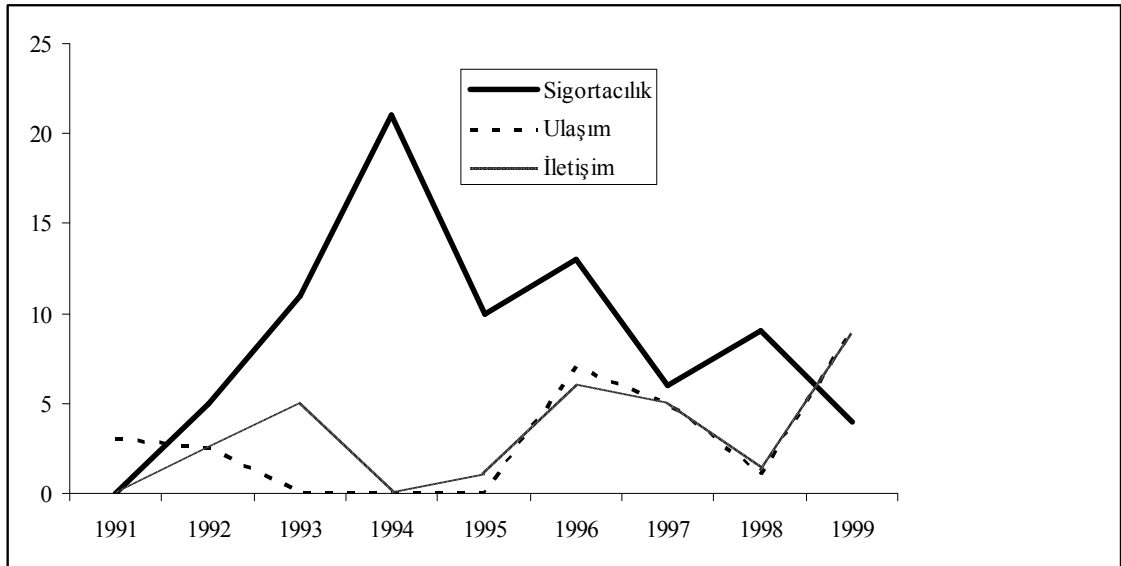
Grafik 3: Dünyada Bir Milyar ABD Dolarını Aşan Sınır Ötesi ve Toplam Birleşme Değerleri (1987-2008/ilk yarı)

1.3.2. Avrupa'da Gerçekleşen Birleşme ve Devirler

Beşinci birleşme dalgasını müteakiben Avrupa'da gerçekleşen birleşme hareketleri daha çok sınır ötesi birleşmeler biçiminde kendisini göstermiştir. Bu sayede artan rekabet ulusal düzeyde birleşmeleri de hızlandırmıştır.

Tek bir Avrupa pazarının oluşturulması sırasında Birliğe üye bir kısım ülkelerin kendi geleneksel düzenleyici politikalarının Avrupa Birliği Komisyonu tarafından yeniden elden geçirilmeye zorlanması, özellikle, iletişim, ulaşım sektörleri ile finansal piyasalarda (sigortacılık sektörü, kredi veren kurumlar v.b.) yoğunlaşan düzensizlik ortamı yaratmıştır. Bu sektörlerdeki birleşme hareketlerinin büyük bir kısmı yabancı ülke menşeli firmalar ile gerçekleştirilmiştir (Kleinert, Klodt 2002).

Aşağıdaki grafikte sigortacılık, iletişim ve ulaşım sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların Birlik'te gerçekleşen birleşme hareketleri içindeki payları gösterilmektedir. Bu payların dönemler itibariyle büyüklüğü dikkate alınırsa bu sektörlerde yaşanan şirket birleşmelerindeki artışların bir sebebi düzenleyici politikalarda gerçekleşen değişime dayandırılabilir.



Kaynak: Kleinert, Klodt. 2002

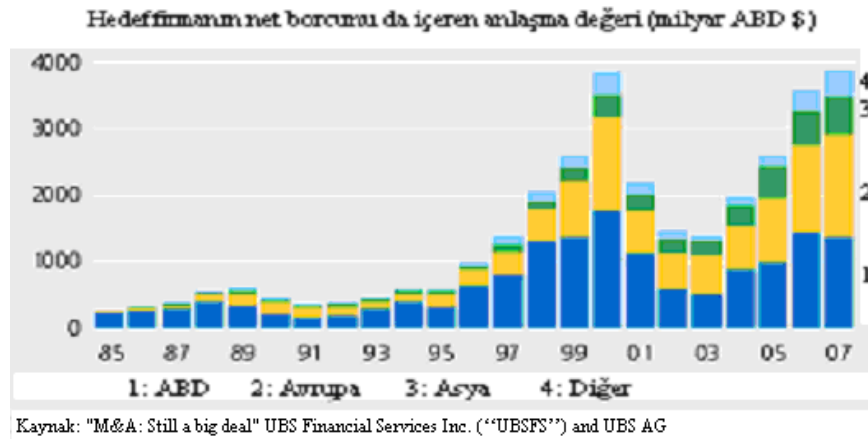
Grafik 4: Avrupa Birliği'nde Deregüle Sektörlerin Birleşmeler İçindeki Payı (%)

Grafik incelendiğinde 1992 yılından itibaren sigorta sektöründe gerçekleşen büyük birleşme aktivitelerinin, Avrupa Birliği Komisyonu'nun 1992 yılında kabul ettiği

üçüncü direktif hükümleri uyarınca³ uluslar arası düzeyde artan mali şeffaflık ile kısmen açıklanabilmekte olduğu ve düzenleyici politikaların küreselleşme hareketine uyarlanması ile paralellik arz ettiği görülmektedir.

1990’larda artan birleşme aktivitelerinin ikinci ana kaynağı olan küreselleşme ile tipik olarak küreselleşen sektörlerin (ilaç, motor, makine) yanında toptan ticaret ve bankacılık gibi belirli hizmet sektörlerinde de birleşmeler artış göstermiştir. Bununla birlikte, devlet tekellerinin özelleştirilmesi, geçmişte yasaklanmış olan uluslar arası birleşme hareketlerinde şahsi firmaların yer almasını sağlamıştır (Kleinert, Klodt 2002).

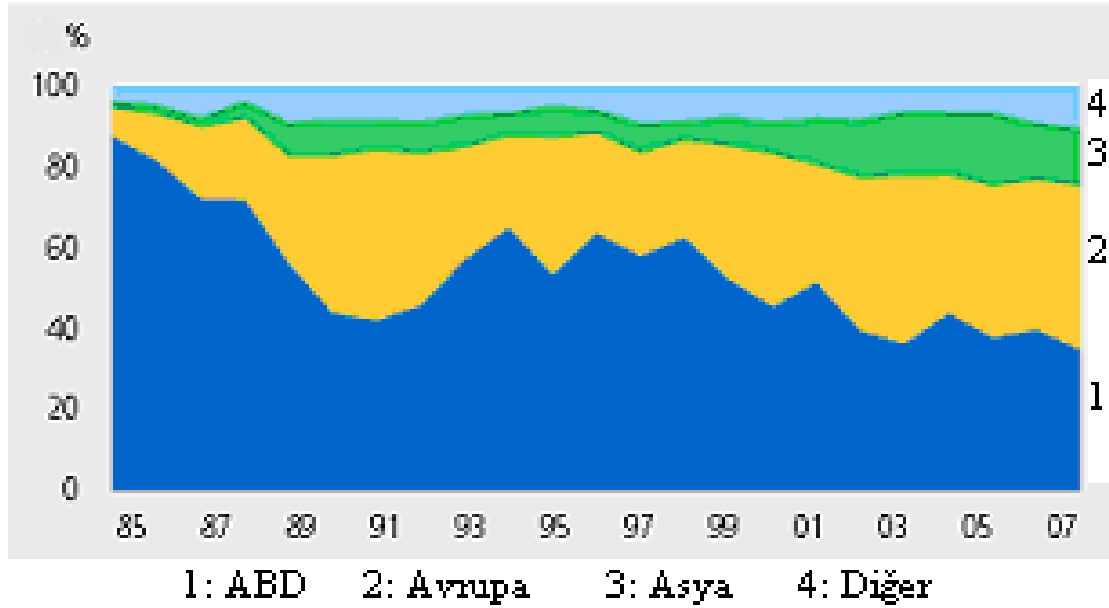
Aşağıdaki grafikte 1985-2007 yılları arasında dünyada gerçekleşen birleşme ve devir hareketlerinin yoğun olarak gerçekleştiği bölgelere göre ayrımı yapılarak dolar cinsinden değerleri gösterilmektedir. Histogramların en alt tabakası ABD’de gerçekleşen birleşmelerin değerini göstermekte olup, yukarıya doğru Avrupa, Asya ve diğer ülkelerin değerleri karşılaştırmalı olarak yer almaktadır. Birleşme hareketleri Avrupa’da 1989 yılından itibaren kayda değer biçimde görülmeye başlamış ve 1999’dan sonra neredeyse ABD değerleri ile eşdeğer biçimde seyretmeye devam etmiştir.



Grafik 5: Bölgelere Göre Toplam Birleşme ve Devirler (Tamamlanan) “1985-2007/ilk 9 Ay”

3 18 Haziran 1992 tarih ve 92/49/EEC sayılı Konsey Direktifi ile yurt dışı menşeli hayat dışı sigorta şirketinin mali denetimi tamamen kaynak üye ülkenin (home Member State) sorumluluğuna bırakılmıştır.

Hizmetlerin serbest dolaşımının önündeki engellerin kaldırılması ile ekonomik ve parasal birliğe geçiş sürecinin 2002 yılında tamamlanmasına yaklaşıldıkça Avrupa’da birleşme ve devir aktiviteleri artmıştır. Aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere, 1998 yılından itibaren Avrupa’da yaşanan birleşme hareketleri hem kendi içinde hem de diğer ülkelere kıyasla artış göstermektedir. Bu durum, parasal birliğin de birleşmeleri hızlandırıcı ortamın yaratılmasında etkisinin bulunduğu göstermektedir.



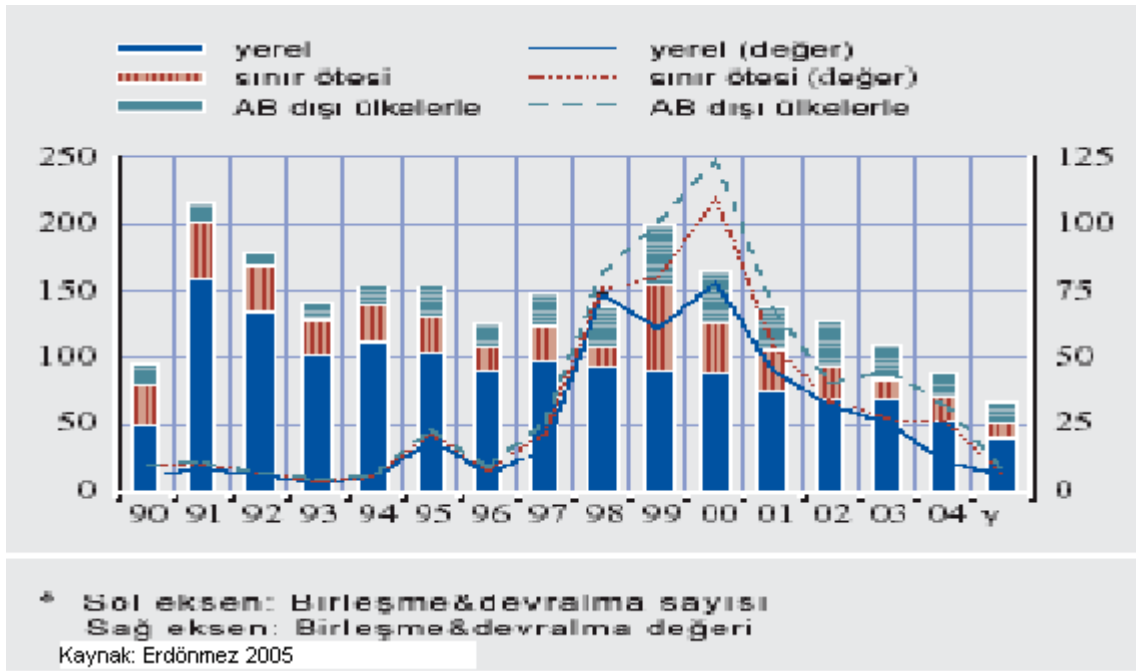
Kaynak: 'M&A: Still a big deal' UBS Financial Services Inc. (''UBSFS'') and UBS AG

Grafik 6: Bölgelere Göre Tamamlanan Birleşme ve Devirlerin Payı “1985-2007/ilk 9 Ay”

Avrupa Birliği’nin 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren kayden ortak paraya geçişiyle birlikte bankacılık sektöründe de yerel ve Birlik içinde birleşmeler artış göstermektedir. Esasen, Tek Mali Pazar ile rekabeti uluslar arası düzeye yayabilecek büyüklükte banka oluşturma amacıyla yerel bankalar arasındaki satın alma ve birleşmeler artış göstermiştir.

Avrupa Birliği’nde küçük ölçekli bankaların sayısı 1998 yılından itibaren düşüşe geçmektedir. Bu sürecin sonucunda rekabet gücü kısıtlı çok sayıda bankanın yerini Tek Pazar’da veya Tek Pazar’ın bir bölümünde rekabet etme gücüne sahip ulusal bankalar almaktadır. Bu konsolidasyon eğiliminde öncelikle ülke sınırları dahilinde bankalar

arasındaki birleşme ve satın alma operasyonlarında artış gözlenmekte, buna paralel olarak finansal holdingleşme hedefine yönelik operasyonlara da rastlanmaktadır. Diğer Üye Ülke bankalarının taraf olduğu operasyonlar ise daha sonraki aşamada ortaya çıkmaktadır. Avrupa bankacılık sektöründe yaşanan çoğu birleşme, sektörün dünyadaki rekabet yoğunluğunun artması ve parasal birliğe geçiş ile açıklanabilmektedir (Erdönmez 2005). Aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere; banka birleşmelerinin yerel ve sınır ötesi bazda seyri yıllar itibariyle paralellik arz etmektedir. Sınır ötesi birleşmelerin yükseldiği dönemlerde yerel anlaşmalar da artış eğilimi içine girmektedir. Bu durum, sınır ötesi birleşmeler ile artan rekabet ortamında yerel bankaların faaliyet gösterebilmesi için mali açıdan daha güçlü bir yapıya sahip olması gerekliliğinden ortaya çıkmaktadır.



Grafik 7: AB’de Yerel ve Sınır Ötesi Düzeyde Gerçekleşen Banka Birleşmelerine Ait Sayı ve Değerler (Milyar ABD \$) “1990-2005/İlk Yarı”

Avrupa menşeli firmalar hem alıcı hem de satıcı tarafta sınır ötesi birleşme aktivitelerinde çok canlı olup, sadece Avrupa içi birleşmelere katılmamışlardır. Bundan dolayı, Avrupa birleşme hareketlerindeki artış net bir biçimde Avrupa Tek Pazarının tamamlanmasının bir sonucu olarak açıklanamamaktadır. Üçüncü ülkelere ait birleşmeler payını artırır iken, 1990’ların başlarına kadar, Avrupa içi birleşmeler durağan kalmıştır (Kleinert, Klodt 2002).

1980'lerin dördüncü birleşme dalgası ABD ile sınırlı kalırken 1990'ların ortalarına doğru dalga Avrupa'ya çoğu sınır ötesi birleşmeler biçiminde yayılmıştır. Avrupa Birliği'nin gelişmesi ve ortak para ile kıtanın tek bir piyasa yapısına kavuşmasıyla ulusal engellerin yok olması sayesinde şirketler kendi pazarlarını tüm Avrupa ve ötesi olarak görmeye başlamıştır (Gaughan 2001).

Birleşme ve devir hareketleri 1990'lı yıllara kadar daha çok ABD içinde gerçekleşmekle birlikte, bu yıllarda Avrupa Birliği'ne sıçramış ve son zamanlarda Asya ülkelerinde de hissedilir biçimde artış göstermeye başlamıştır. Hareketlerin ABD dışında diğer ülkelere yansımadaki temel sebebin yaşanan küreselleşme süreci ile hız kazanan şirket çok uluslaşmaları olduğu tartışılmaktadır. Diğer taraftan, Avrupa ortak parasının yayılımı ile mali ve finansal olmayan bağların kıta üzerinde artışı stratejik şirket anlaşmalarının güçlü bir güdüsü olarak da düşünülmektedir. Ayrıca tek pazarın gerektirdiği mevzuat değişiklikleri ile artan şeffaflık ve mali izlenebilirliğin uluslar arası satın alma hareketlerini cazip hale getirmesi ulusal ve/veya sınır ötesi birleşme aktivitelerinin kaynağı olarak görülebilmektedir.

1.3.3. Türkiye'de Gerçekleşen Birleşme ve Devirler

Yukarıda anlatılan birleşme dalgalarından, dışa açıklığına koşut olarak, Türkiye pek fazla etkilenmemiştir. Ülkemizde 1980 sonrası uygulamaya konulan istikrar tedbirleri serbest pazar ekonomisine geçişi sağlamış ve bunun sonucunda birleşme hareketleri başlamıştır (Gülmez 2006). Türkiye'de, hukuki altyapının yetersiz olması, sermaye piyasasının sığılığı, şirket kültürleri arasındaki farklılıklar, şirketlerin kurumsallaşma düzeyi ile finansal tablolarındaki şeffaflığın yatırımcı için yeterli olmaması birleşme ve devir faaliyetlerinin ortaya çıkmasını geciktirmiş ve/veya artmasını engellemiştir (Ülkü 2002).

Türkiye'de 1990'lı yılların başlarına kadar birleşme ve devir aktiviteleri ile yatırımlara yön vermek veya büyümek için bir yöntem olarak görülmediğinden bu hareketler daha çok 1990'lı yılların sonlarında kendini göstermektedir. Bu yıllarda, Türkiye'de yabancı ortaklıkların yanı sıra bir çok Türk menşeli şirket, güçlerini birleştirmenin yaratacağı avantajlardan yararlanmaya çalışmaktadır (Ülkü 2002).

Diğer taraftan 1990'ların sonlarında holding veya grup şirketlerde karma birleşmeler büyüme yöntemi olarak kendini göstermektedir. Bu tip genişlemeler daha çok gıda, bankacılık, medya ve perakendecilik sektöründe yaşanmıştır (Yıldız 2006).

Türkiye'de, şirket birleşmeleri ile ilgili istatistikî veriler oldukça sınırlı olmakla birlikte, yalnızca yakın geçmişe yönelik sayısal verilere ulaşabilmek mümkündür. Ülkemizde gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin bilinen ilk örneği 1874 yılında gerçekleşen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane'nin birleşmesidir (Ülkü 2002).

Türkiye'de şirket birleşmeleri daha çok 1950'li yıllardan sonra, özellikle bankacılık sektöründe görülmeye başlanmıştır. Birleşme ve devirler genelde zor durumdaki bankalar arasında gerçekleştirilmiş veya zor durumdaki bir banka güçlü olan bir başka bankaya devredilmiştir. Ayrıca, serbest piyasa ekonomisine geçiş ile birlikte diğer sektörlerde de birleşmeler gözlenmiştir (Gülmez 2006). Dolayısıyla, bankacılık sektörü dışında da zor durumda olan şirketler diğer şirketlerle birleşmenin yollarını araştırmaya başlamışlardır (Ülkü 2002). Türkiye'de birleşme hareketlerinin canlanmasından önce, bankacılık sektörü dışında birleşmelerin iflas ve tasfiye için alternatif bir yöntem olarak görülmemekte olduğu anlaşılmaktadır.

Bunun yanında, kamulaştırılan veya devletin elinde bulunan bir kısım işletmeler iktisadi bütünlüğü ile birlikte özelleştirme uygulamaları kapsamında özel sektöre satılmak üzere ihale edilmektedir. Özelleştirme kapsamındaki bu türlü işlemler de bir nevi sahipliğin el değiştirmesi olduğundan birleşmeler kapsamında değerlendirilmektedir. Özellikle enerji, bankacılık, tütün-alkol, madencilik, liman hizmetleri ve çimento sektöründe özelleştirme işlemleri gerçekleştirilmiştir⁴.

Türk menşeli firmaların gerçekleştirdiği birleşmelerden ziyade, küreselleşme ve sonucunda rekabetin tüm dünyaya yayılması ile Türkiye kaçınılmaz bir şekilde sınır ötesi birleşmelere konu olmaya başlamıştır. Özellikle, Türkiye'nin AB'ne tam üyelik başvurusunun yapıldığı Nisan 1987'den sonra sınır ötesi birleşmelerde artış yaşanmıştır (Ülkü 2002). Yabancı ülke kaynaklı bir firmanın, merkezi Türkiye'de bulunan bir

⁴ Bilgiler Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın resmi web sitesinde bulunan yayınlar ve dökümlerin tetkiki neticesinde çıkarılmıştır.

firmayı satın alması veya tersi hareketin meydana gelmesi durumunda sınır ötesi birleşme gerçekleşmektedir.

İhracat yörengeli bir ekonomik aktiviteye sahip Türkiye’de yaşanan sınır ötesi birleşme ve devir hareketlerinin artışında Avrupa’daki daha yüksek talebin katkısı da mevcuttur. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, Türkiye’de gerçekleşen sınır ötesi birleşmelerin boyutu yüksek seviyelere ulaşmaktadır. Batı Asya’da 2009 yılı ilk on büyük sınır ötesi birleşmelerde altı Türkiye menşeli firma⁵ yer almaktadır (World Investment Report 2007, 2008 ve 2009).

Tablo 2: Türkiye’de Gerçekleşen Sınır Ötesi Birleşmelerin Değerleri

Yıllar/Sınır Ötesi Birleşme Değerleri (Milyon \$ ABD)	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009/ilk yarı</u>
Diğer Firmaların Türkiye Menşeli Firmalarla Yaptığı Birleşmeler	12.787	15.340	16.415	11.628	1.332
Türkiye Menşeli Firmaların Diğer Firmalarla Yaptığı Birleşmeler	335	356	767	1.313	-

Kaynak:” World Investment Report 2009: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge” UNITED NATIONS New York and Geneva, 2009

Son zamanlarda yürütölen güvenilir makroekonomik politikalar ve istikrarlı iş çevresi ile birleşen büyük çaplı doğrudan yabancı yatırım bankacılık sektörüne yatırımı cazip hale getirmiş ve yabancı bankaların birleşme ve özelleştirme kapsamında yerel bankaları satın alması ile sonuçlanmıştır (World Investment Report 2008). 2002-2007 yılları arasında bu anlamda Türkiye’de gerçekleşen banka birleşmeleri aşağıdaki gibidir.

⁵ Sınır ötesi birleşmeye konu olan bir kısım işletmeler: Sabiha Gökçen Havalimanı, Pektim A.Ş., Tütün ve Tütün Mamulleri Tuz ve Alkol İşletmeleri, Migros A.Ş., Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş., Ereğli Demir Çelik Fabrikaları T.A.Ş.’dir.

Tablo 3: Türkiye’de 2002-2007 Yılları Arasında Gerçekleşen Sınır Ötesi Büyük Banka Birleşmelerinin Değerleri

Alıcı Firma Adı	Hedef Banka Adı	Alıcı Firma Menşei Ülke	Anlaşma Yılı	Anlaşma Değeri
National Bank of Greece	Finansbank	Yunanistan	2006	5,0 Milyar \$
Citigroup	Akbank	ABD	2007	3,1 Milyar \$
ING Group	Oyakbank	Hollanda	2007	2,7 Milyar \$
Dexia	DenizBank FS	Belçika	2006	2,4 Milyar \$
GE Consumer Finance	T. Garanti Bankası	ABD-Fransa	2005	1,55 Milyar \$
Fortisbank-NV-SA	T. Dış Ticaret Bankası	Lüksemburg-Belçika	2005	0,88 Milyar \$
Uno Credito	Koçbank	İtalya	2002	0,48 Milyar \$
Uno Credito-Koçbank	Yapı ve Kredi Bankası	İtalya-Türkiye	2006	0,32 Milyar \$
BNP Paribas	Türk Ekonomi Bankası	Fransa	2004	0,21 Milyar \$
EFG Eurobank Ergasias	Tekfenbank	Yunanistan	2007	0,18 Milyar \$
Arap Bank BankMed	MNG Bank	Lübnan	2006	0,16 Milyar \$

Kaynak: World Investment Report 2008, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu 2005 ve Yılğör 2007

1.3.4.Yatay Birleşmelerle İlgili Rekabet Politikalarında Yaşanan Gelişmeler

Artan yatay birleşme ve devirler hareketlerinin önüne geçmek adına bu hareketlerin yoğun olarak yaşandığı ABD ve Avrupa’da yürürlüğe giren yasal kısıtlamalar ve bu kısıtlamalara ait sebepleri ortaya koymak amacıyla birleşmelerin yoğun olarak yaşandığı ülkeler ile Türkiye’deki rekabet politikalarının tarihsel gelişimini izlemek yararlı olacaktır. Bu bölümde ABD, Avrupa ve Türkiye’nin tarihsel süreç içinde özellikle yatay birleşme ve devirler üzerine, rekabete ilişkin mevzuatta yaşadığı gelişmeler ele alınmıştır.

1.3.4.1.Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Rekabet Politikası

Amerika’da ticareti ve rekabeti sınırlandırıcı sözleşmeler ya da sözleşmelerde yer alan bu nitelikte hükümler, rekabet hukukuna ilişkin herhangi bir yasal düzenleme yapılmadan daha önceleri mahkeme kararlarına konu olmuştur. Bu dönemlerde rekabet sınırlamalarına ilişkin sorunlara, Amerikan “common law” geleneğine pek de yabancı olmayan içtihat hukuku çerçevesinde çözüm oluşturulmaya çalışılmış, ancak ondokuzuncu yüzyılın ikinci yarısından sonra ortaya çıkan gelişmeler, bu alanda yasal bir düzenleme yapılması gereğini ortaya koymuştur (Aşçıoğlu Öz 2000).

19. yüzyıl ortalarında ABD'deki tröstleşme eğiliminin artış göstermesiyle birlikte, piyasalarda oluşan rekabeti kısıtlayan etkiler sonucunda pazarda rekabetin korunması hakkında düzenleme yapılması gereği tartışılmaya başlanmıştır. Ekonomik sebeplerin ötesinde, siyasi erkin kurumlar arası dağıtıldığı bir düzende ticari hayatın tek elde toplanmasının kabul edilemeyeceği gerekçesiyle (Yurcık, 2009), Senatör Sherman, 1890 yılında kendi adıyla anılan ilk federal rekabet yasasını hazırlayarak Kongre'ye sunmuştur. Kongre'de kabul edilen Sherman Act, yatay ve dikey anlaşmalar yoluyla oluşabilecek tekelleşmenin önünü kesmeye çalışsa da, birleşme ve devirleri tam olarak düzenleyemediği için piyasaların tekelleşmesini önlemede yetersiz kalmıştır.

İşletmeler arası anlaşmalar yoluyla oluşabilecek tröstleşmeyi yasaklayan Sherman Yasası, işletmelerin sektördeki pazar paylarını güçlendirmek için, işletmeleri birleşme veya başka bir şirketi satın alma yoluna yöneltmiştir. Artan birleşme ve devir hareketleri piyasalarda tekelleşmeye işaret ederken, bu hareketleri önleme adına 1914 yılında Clayton Act ve Federal Trade Commission Act, 1950 yılında ise Celler-Kefauver Yasası kabul edilmiştir.

1914 yılında yürürlüğe giren Clayton Yasası ile 1950 yılında bunu takip eden Celler-Kefauver Yasası aslında Amerikan ekonomisindeki yoğunlaşma eğiliminin önüne geçerek küçük teşebbüsleri korumayı hedeflemektedir (Gürkaynak 2003). Bu yasalardaki esas konu piyasa yoğunlaşması ile ilgilidir.

Piyasalardaki rekabetin kısıtlanma ölçüsünü belirlemek amacıyla 1962, 1992 ve 1997 yıllarında ABD Adalet Bakanlığı (USDOJ) ile Federal Ticaret Komisyonu (FTC) tarafından “Yatay Birleşme Rehberleri (Horizontal Merger Guidelines)” hazırlanmıştır. Bu rehberler ile küçük teşebbüslerin sektörlerindeki yoğunlaşmalardan korunması amacından ziyade, rekabetin ciddi anlamda kısıtlanmasının engellenmesi ve birleşme ve devirlerde iktisadi etkinliğin sağlanması amaçları önem kazanmıştır. Rehberin temel amacı, birleşme devralmaların analizinde yetkili makamların takip edecekleri inceleme yöntemini ortaya koymaktır. Bu rehberlerin, mahkemeler üzerinde bağlayıcılığı bulunmasa da son dönemde özellikle alt derece mahkemeler tarafından sıklıkla başvuru kaynakları arasındadır (Selçuk 2003).

Yatay birleşmelerin yaratabileceği olumsuz etkilere Rehber’de tek taraflı etkiler ve işbirliği doğurucu etkiler olmak üzere iki başlık altında yer verilmektedir (Yatay Birleşme Kılavuzları):

Tek Taraflı Etkiler: Birleşme işlemi sonucunda birleşen firmanın başka bir işleme gerek kalmaksızın, tek taraflı olarak fiyatları kontrol edebilmesi durumunda, birleşmenin rekabeti sınırlayıcı etki doğurduğu kabul edilmektedir.

İşbirliği Doğurucu Etkiler: Birleşme işlemi ile birleşik firma ve rakiplerin aynı amaç doğrultusunda işbirliğine girmesi mümkünse, ortaya çıkabilen bu etkiler nedeniyle birleşme işlemi rekabeti sınırlayıcı olarak kabul edilmektedir.

Olumsuz etkileri birbirinden ayıran temel nokta işlem ertesinde birleşen firmaların rakipler ile koordinasyona veya işbirliğine girip girmeyeceği durumudur.

Bildirilen birleşmelerin yasaklanması için yargı yoluna başvurulup başvurulmamasına karar verilirken yetkili makamlar tarafından, yoğunlaşma artışı, birleşmenin olumsuz etkileri, piyasaya girişlerin olumsuz etkileri telafisi, birleşme ile sağlanabilecek etkinliklerin olumsuz etkileri telafisi ile taraflardan birisinin batan firma olup olmadığı değerlendirilerek pazar gücü yaratıp yaratmadığı sonucuna ulaşılmaktadır (Selçuk 2003).

Yetkili kurum tarafından yapılan incelemede; firmanın bulunduğu ilgili pazarın tespiti yapıldıktan sonra, ilgili pazardaki birleşme öncesi ve sonrası firmaların pazar paylarının karelerinin toplamı olarak hesaplanan yoğunlaşma oranları (Herfindahl-Hirschman Endeksi, HHI) ile yoğunlaşma değişimleri karşılaştırılır. A.B.D. Yatay Birleşme Rehberine (Rev. 1997) göre; orta ve yüksek yoğunlaşma seviyelerinde ($1000 < HHI < 1800$ ve $HHI > 1800$) ilgili pazarda yaşanan bir birleşme ile yoğunlaşmadaki değişim belli bir eşiğin (orta seviye için $\Delta HHI > 100$, yüksek seviye için $\Delta HHI > 50$) üzerine çıkmakta ise, bu birleşmenin anti-rekabetçi etkiler doğuracağı kanaati ile inceleme derinleştirilmektedir.

1.3.4.2. Avrupa Birliği (AB) Rekabet Politikası

Kıta Avrupa'sında İkinci Dünya Savaşı'nı takiben, iki savaş arasında ortaya çıkan karteller göz önünde bulundurularak, rekabet ortamının sağlanmasına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. ABD'deki Sherman Act'ın bir önceki bölümde bahsi geçen gerekçeleri Almanya'da oluşan karteller için de geçerliydi. Almanya'da yoğunlaşan kartellerin totaliter rejime yol açabilecek şekilde siyasete yansıdığı ve bu yolla ülkeleri savaşa sürüklediği düşüncesi Avrupa'da bu oluşumların önüne geçilmesi gereğini ortaya çıkarmıştır. İlk olarak, 1958 yılında Almanya'da "Alman Kartel Kanunu" kabul edilmiş ve rekabete ilişkin düzenlemeler diğer Avrupa ülkelerine de yayılmıştır (Gürkaynak 2003).

Avrupa Birliği Rekabet mevzuatı Türk Rekabet mevzuatına büyük ölçüde ışık tuttuğundan, Topluluğun rekabet alanında gerçekleştirdiği gelişmeler üzerinde durulması ve bunların Türkiye'deki yansımalarının görülebilmesi açısından faydalı olacaktır.

Avrupa Birliği'nin amaç ve politikaları hakkındaki Roma Antlaşması'nın 2. maddesi ile Toplulukta rekabetin bozulmadığı bir sistem öngören 3/g bendi ve rekabet hukukuna ilişkin 85-92 nci maddeleri Avrupa Birliği rekabet hukukunun birincil nitelikte kaynaklarıdır. Bunun yanında, rekabeti sınırlayıcı davranışlar için belirtilen mevzuat hükümlerinin uygulanmasından sorumlu Avrupa Birliği Konsey ve Komisyonunun Roma Antlaşması'nda öngörülen yetkileri doğrultusunda yürürlüğe konulan tüzük ve direktifler ikincil nitelikte kaynaklar arasında gelmektedir (Aşçıoğlu Öz 2000).

Avrupa'nın bütünleşme sürecinde Avrupa Ekonomik Topluluğunu kuran Roma Antlaşması'nın 1958 yılında yürürlüğe girmesiyle Avrupa rekabetin sağlanması yolunda Topluluk bazında düzenlemelere kavuşmuştur. Roma Antlaşması'nın 85. maddesi piyasada teşebbüsler arası rekabeti kısıtlayıcı uygulamaları düzenlerken, 86. maddesi sektörde hakim konumda olan firmaların bu durumlarını kötüye kullanmalarını yasaklayan düzenlemeleri içermektedir. Bu maddeler Avrupa Birliği'nde yürürlükte bulunan rekabeti düzenleyici mevzuatın temel taşlarıdır. Bu antlaşmanın bir diğer özelliği ise, üye ülkeleri içeren ortak bir pazar yaratması ve rekabeti sınırlayıcı

uygulamaları önlemeye çalışan uluslar üstü düzeyde bir düzenleme olmasıdır. Rekabet alanındaki sınırlamaları düzenleyen Roma Antlaşmasının ilgili maddeleri 1962 yılında çıkarılan 17 sayılı Konsey Tüzüğü ile uygulama alanı bulmuş ve bu tüzük uzun yıllar yürürlükte kalmıştır.

Ancak, Roma Antlaşması ve 17 sayılı Konsey Tüzüğü firmaların, piyasalardaki hakim durumlarına ve bunların kullanımına ilişkin düzenlemeleri gerçekleştirirken, birleşme ve devralma yoluyla halihazırdaki hakim durumu güçlendirme çabalarını kapsayan düzenlemelerden yoksun bulunmaktadır. Bu nedenle Avrupa Rekabet Hukukunda şirket birleşmeleri ve iktisapları, diğer bir ifadeyle yoğunlaşmalar, başlangıçta hakim durumun kötüye kullanılmasıyla ilgili 86. madde aracılığıyla kontrol edilmeye çalışılmıştır. Roma Antlaşması'nın bu eksikliği 1990 yılında yürürlüğe giren 4064/89 sayılı Birleşme Tüzüğü ile giderilmiştir. Söz konusu tüzükle birlikte şirket birleşmeleri ve devirlerin Topluluk çapında kontrolü açısından yeni bir dönem başlamıştır. 2004 yılında ise 139/2004 sayılı Birleşme Tüzüğü'nün kabul edilmesiyle ilk tüzük yürürlükten kaldırılmıştır.

Tek-taraflı rekabeti engelleyen etkiler kavramına ilk olarak 1992 ABD Birleşme Rehberinde değinilmiştir. Yeni Tüzük'le tek yanlı etkiler kavramı sayesinde işbirliğine dayanmayan, yani eşgüdümlü davranışla sonuçlanmayan oligopoller de kapsama alınabilmiştir. Mevcut birleşme sonucunda hakim durum söz konusu değilse ve zımni veya açık bir koordinasyona da yol açılmıyorsa anti rekabetçi etkilerin nasıl kapsama alınacağı bu sayede sorun olmaktan çıkmıştır. Ayrıca, eski Tüzük'te ABD rekabet mevzuatında bulunduğu şekilde Williamsonian anlamda bir ödüleşimin etkileri yer almamaktadır. Rekabette görülen bir azalma karşılığında etkinlik kazançlarının mevcudiyetini ele alan ödüleşime yeni düzenlemede açık olarak yer verilmiştir.

Avrupa Birliği'nde rekabetin sağlanmasına ilişkin kuralların uygulanması ve düzenlenmesi hususlarında Avrupa Komisyonu yetkilendirilmiştir. Komisyonun görevleri rekabet politikalarını oluşturmak, rekabet soruşturmalarını yürütmek, gerektiğinde yaptırım uygulamak, bu amaçla piyasalara ilişkin iktisadi analizler, pazar araştırmaları, sektör incelemeleri yapmak, üye devlet rekabet örgütleri ile işbirliği ve eşgüdümü sağlamak, tüzük ve direktifler çıkartmak ve tüzük ve direktif çıkarılması konusunda Avrupa Konseyi'ne öneri sunmaktır (Aşçıoğlu Öz 2000). Bu anlamda

Komisyon, Birlik içerisinde gerçekleştirilen birleşme ve devirlerde belirli sınırların aşılması halinde birleşmenin Topluluk boyutuna ulaşması sebebiyle bu işlemlerde izin mercii olarak karşımıza çıkmaktadır.

Avrupa Komisyonu'nun hangi birleşmelere müdahale edileceğinin belirlenmesinde kullanılacak analizi saptayan 2004/C 31/03 sayılı Yatay Birleşme Rehber'inde birleşmeler şeklindeki şirket organizasyonlarının dinamik rekabet gereksinimleriyle uyumlu olabileceği ve endüstrinin rekabet gücünü arttırarak büyümenin artmasına ve Topluluk çapındaki hayat standartlarının yükselmesine neden olabileceği ifade edilmiştir. Bunun yanında, yeni Tüzük ile ABD'de uygulanmakta olan batan firma savunması Avrupa rekabet mevzuatındaki yerini almıştır (Kulaksızoğlu 2004).

Avrupa Birliği'nde gerçekleşen birleşme ve devirler, tüzüklerde yer alan kıstaslarla belirlenen sınırların aşılması halinde Avrupa Komisyonu'nun iznine tabi olurken, sınırların altında kalması durumunda ise ulusal rekabet kurulları tarafından incelemeye tabi tutulmaktadır. Ayrıca, Avrupa Birliği rekabet politikasını uygulamak amacıyla koordinatör Avrupa Komisyonu olmak üzere üye ülke rekabet kurumlarının yer aldığı Avrupa Rekabet Ağı kurulmuştur.

Birleşme Tüzüğüne göre bir yoğunlaşmanın Topluluk boyutunda olabilmesi için (TBB yayınları);

- ilgili bütün şirketlerin dünyadaki cirolarının 5 Milyar Euro'yu geçmesi,
- ilgili şirketlerden en azından ikisinin Topluluk ülkelerindeki cirolarının 250 Milyon Euro'yu geçmesi gerekmektedir. Bu kuralın bir istisnası ilgili şirketlerin her birinin Topluluktaki cirolarının üçte ikisini tek ve aynı üye ülkede yapmalarıdır.

Öte yandan 30 Haziran 1997 tarihinde yapılan 1310/97 sayılı değişiklikle bazı yoğunlaşma operasyonlarının yukarıda belirtilen eşiklerin altında kalması halinde dahi, Birleşme Yönetmeliği kapsamına girmesi esası getirilmiştir. Buna göre;

- a) ilgili bütün şirketlerin dünyadaki toplam kümülatif cirolarının 2.5 Milyar Euro'yu geçmesi,
- b) ilgili şirketlerin en azından üç üye ülkenin her birinde toplam kümülatif cirolarının 100 Milyon Euro'yu geçmesi,
- c) b şıkkında atıfta bulunulan üye ülkelerin en azından üçünde en azından iki şirketin toplam cirosunun 25 Milyon Euro'yu geçmesi,
- d) ilgili şirketlerden en azından ikisinin Topluluk ülkelerindeki kümülatif cirolarının 100 Milyon Euro'yu geçmesi gerekmektedir. Bu kuralın bir istisnası ilgili şirketlerin her birinin Topluluktaki cirolarının üçte ikisini tek ve aynı üye ülkede yapmalarıdır.

Avrupa'da birleşmelere ilişkin yeni düzenlemelerle büyük ölçüde ABD'nin birleşme ve devirlerde esas aldığı düzenlemelere yaklaşılmıştır. Reformun gerçekleşmesine katkıda bulunan esas faktörler, birleşme tüzüğüne yeterince olgunlaşmış olması, ekonomik analiz kullanımının yaygınlaşması ve A.B. üyeliklerinin artışıdır (Kulaksızoğlu 2004).

Bunun yanında, Avrupa Rekabet Hukuku ABD'den farklı birkaç amaç gütmektedir. İlk olarak hem tüketiciler (neredeyse her zaman birleşme ve devirlerden zarar gören) hem de rakiplerin çıkarları ile ilgilenir. İkinci olarak, Avrupa yaklaşımı pazar gücünden ziyade, pazar payına vurgu yapmaktadır. ABD yaklaşımı ise birleşmeden sonra olan önemli ölçüde sayılabilecek fiyat artışlarını gözler. Üçüncü olarak, rakip olmayanlar arasındaki birleşmelere Avrupa'da olumlu bakılmazken, dikey ve karma birleşmeler ABD'de rekabet doğurucu görülme eğilimi içindedir. Dördüncü olarak, uzun yıllardır, Avrupa Komisyonu birleşmeler tarafından yaratılan potansiyel verimlilikleri göz ardı etmektedir. Verimlilikler, birleşme ile oluşan anti-rekabetçi etkileri giderse dahi, dikkate alınmadığı takdirde, bir birleşme yasaklanabilir (Lévêque 2007).

Avrupa'nın rekabet politikası alanında zaman içindeki ilerlemelerine ilişkin periyodik bilgiler aşağıdaki tablo 4'te gösterilmiştir. Türkiye ise 1990'ların sonuna doğru bu düzenlemelere uyum sağlama yolunda ilerlemeler kat etmiş bulunmaktadır.

Tablo 4: Avrupa'nın Rekabet Politikası Alanında Gelişimi

Durum/Dönem	1960'lar	1970'ler	1980'ler	1990'lar	2000 +
Anti Tröst: Yatay Anlaşmalar	17 numaralı Tüzük	İlkelerin geliştirilmesi	İlk cezalar	Uygulama yoğunlaştı	Kartellerle daha etkili mücadele; modernizasyon
Anti Tröst: Hakim Durumun Kötüye Kullanılması	Faal Değil	İlk davalar	İlkelerin geliştirilmesi ve ilk cezalar	Kollektif hakim durum fikri	İlımlı uygulama; modernizasyon
Birleşmelerin Denetimi	Antlaşma'da hüküm bulunmamaktadır	Sorunun farkına varıldı, ancak yasal bir düzenleme yok	1989'da ilk Tüzük	Uygulamanın başlangıcı	Yoğunlaştı ve yeniden yapılandırıldı

Kaynak: Emek 2006

1.3.4.3. Türkiye Rekabet Politikası

Dünyada rekabet hukukunun tarihi, yüzyılı aşkın bir süreyi geçmesine karşılık, Türkiye'de rekabet hukuku hem kavramsal olarak ve hem de yasal düzenleme olarak oldukça yenidir. 1970'li yıllardan bu yana, bu konuda çalışmalar yapılmış ve bu çalışmalara paralel olarak, rekabetin korunması alanında çeşitli kanun tasarıları hazırlanmış olmakla beraber, bu tasarılarından hiçbirisi 1994 yılına kadar yasalaşmamıştır. Türkiye 13.12.1994 tarihli 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun yürürlüğe girene kadar OECD ülkeleri arasında rekabet hukuku alanında yasal düzenlemesi olmayan tek ülkedir (Aşçıoğlu Öz 2000).

Türkiye, 12 Eylül 1963 tarihinde, Avrupa Ekonomik Topluluğu'yla ortaklık ilişkisi oluşturan bir Ortaklık Anlaşması imzalamıştır. Ankara Anlaşması olarak bilinen anlaşma 1 Aralık 1964 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Ankara Anlaşması, aşamalı bir Gümrük Birliği tesisini öngörmüştür. Türkiye, Topluluk'la öngörülen Gümrük Birliği'ni tamamlamak istediğinde, görüşmeler 1994 yılında başlamış ve Birliğin en üst düzey organı olan Ortaklık Konseyi'nde 6 Mart 1995 tarihinde son şeklini almıştır. Ortaklık Konseyi, Türkiye ve AB arasında 31 Aralık 1995 tarihine kadar Gümrük Birliği'nin

tamamlanması hakkındaki 1/95 sayılı Kararını kabul etmiştir. 1/95 sayılı Gümrük Birliği Kararı rekabet konusunda bir kısım içermektedir. Bu Kısım'daki 39. maddede yer alan düzenlemeye göre, Türkiye, rekabet kuralları alanındaki mevzuatının Avrupa Topluluğu'nunki ile bağdaşır hale getirilmesini ve etkili biçimde uygulanmasını sağlayacaktır. Ayrıca bahsi geçen madde, Gümrük Birliği'nin yürürlüğe girmesinden önce, Türkiye'nin;

- AT Antlaşması'nın 85 ve 86. maddelerinde ortaya konulan koşullar çerçevesinde teşebbüslerin davranışlarını yasaklayacak bir kanun kabul etmesini,
- Bu kurallar ve ilkeleri etkili şekilde uygulayacak bir rekabet otoritesi kurmasını,
- Gümrük Birliği'nin yürürlüğe girmesinden sonraki bir yıl içerisinde, Toplulukta yürürlükte olan grup muafiyeti Tüzüklerinde olduğu kadar, AT otoritelerinin oluşturduğu içtihat da yer alan ilkelerin Türkiye'de uygulanmasını sağlamasını, gerektirmektedir.

Türkiye, 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'u Gümrük Birliği yürürlüğe girmeden önce 1994 yılında yasalaştırmıştır. Bununla birlikte, Kurum ve karar alma organı Rekabet Kurulu, 1997 yılına kadar işler hale gelememiştir. Bu nedenle, grup muafiyeti Tüzüklerinde ve AT otoriteleri tarafından oluşturulan içtihat da yer alan ilkeler hakkındaki yükümlülükler, sadece, Kurum ve Kurul faaliyete geçmeye hazır hale geldikten sonra dikkate alınabilmektedir⁶.

Türkiye'de rekabeti sınırlayıcı etkilerin piyasalardan giderilmesi amacıyla yürürlüğe giren kanunu uygulamak üzere 1997 yılında Rekabet Kurumu oluşturulmuştur. Rekabet Kurumu 4054 Sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun tarafından kendisine verilen görevleri yerine getirmenin yanı sıra düzenlediği bilimsel etkinliklerle ve yayımladığı eserlerle toplumda rekabet kültürünün yaygınlaştırılmasını da hedeflemektedir⁷. Rekabet Kurumu organik ve işlevsel bağımsızlığa sahiptir ve kanunu uygulamaktan tek başına sorumludur.

⁶ Rekabet Kurumu'nun resmi internet sitesindeki bilgilerden faydalanılmıştır.

⁷ Rekabet Kurumu'nun resmi internet sitesindeki bilgilerden faydalanılmıştır.

Türkiye’de rekabet uygulamalarının yaklaşık 10 yıllık bir geçmişi bulunmaktadır. ABD ve AB uygulamaları ile karşılaştırıldığında 10 yıl kısa bir süre gibi görünse de, Türkiye’nin bu konuda azımsanmayacak ölçüde tecrübe birikimi oluşmuştur. 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un temel maddeleri olan 4. ve 5. maddelerinin AB rekabet kuralları olan Roma Anlaşması’nın 85. ve 86. maddelerinin neredeyse doğrudan çevirisidir. Kanunun lafzındaki bu paralellik, uygulama paralelliğini de beraberinde getirmektedir. Yapılan incelemelerde, yürütülen soruşturmalarda Rekabet Kurumu özellikle ilk yıllarda büyük ölçüde AB içtihatlarından yararlanmıştır. Dolayısıyla zaman içerisinde ortaya çıkan bilgi ve tecrübe birikimi de temel prensipler açısından AB içtihatlarına koşuttur. Bu nedenle, AB’de rekabet hukuku alanında gündemde olan tartışmaların Türkiye’de de takip edilmesi kaçınılmazdır (Hançer, İçöz 2007). Ayrıca, rekabet politikası Türkiye’nin Avrupa Birliği üyeliği yolunda önemli bir politika alanını oluşturmaktadır.

Türk Rekabet Mevzuatında birleşme ve devralmalar konusunda madde hükümleri ile bunları uygulamaya yönelik çıkarılan alt mevzuat düzenlemeleri şu şekildedir.

4054 sayılı Kanunun 3. maddesinde hakim durum; “Belirli bir piyasadaki bir veya birden fazla teşebbüsün rakipleri ve müşterilerinden bağımsız hareket ederek fiyat, arz, üretim ve dağıtım miktarı gibi ekonomik parametreleri belirleyebilme gücü” şeklinde tanımlanmaktadır.

4054 sayılı Kanunun 7. maddesi; “Bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisini veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır.” şeklinde düzenleme getirmiştir.

4054 sayılı Kanunun kaynağını oluşturan AT rekabet hukukunda da; “Bir hakim durum yaratan veya hakim durumu güçlendiren ve bunun sonucunda Ortak Pazarda veya onun önemli bir bölümünde etkin rekabeti önemli ölçüde engelleyen yoğunlaşmanın Ortak Pazarla bağdaşmaz olduğu”nun ilan edileceği hüküm altına alınmıştır.

4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un 7. maddesi, hakim durum yaratmaya veya mevcut bir hâkim durumu güçlendirmeye yönelik, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak nitelikte olan birleşme veya devralma işlemlerini yasaklamaktadır. Aynı maddenin; “Hangi tür birleşme ve devralmaların hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Kurula bildirilerek izin alınması gerektiğini Kurul, çıkaracağı tebliğlerle ilan eder.” hükmünü içeren ikinci fıkrası uyarınca 1997/1 sayılı “Rekabet Kurulu’ndan izin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ”i çıkarılarak, belirli nitelikteki işlemlerin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için önceden Rekabet Kurulu’na bildirilmesi ve Kurul’dan izin alınması öngörülmüştür. Bir başka ifadeyle, belli nitelikteki birleşme veya devralma işlemleri Rekabet Kurulu’nun ex-ante denetimine tabi kılınmıştır (Tartışma metni 2007).

1997/1 sayılı Tebliğ’de yoğunlaşma sayılan haller belirlenmiş ve izne tabi birleşme ve devralmalar için ciro ve pazar payı eşikleri belirtilmiştir. 1998/2 sayılı Tebliğ ile değişik 4’üncü maddenin 1’nci fıkrasına göre; birleşme veya devralmayı gerçekleştiren teşebbüslerin ilgili ürün piyasasında, toplam pazar paylarının, piyasanın % 25’ini veya toplam cirolarının yirmi beş trilyon TL’yi aşması halinde Rekabet Kurulu’ndan izin almaları zorunlu tutulmuştur (Güngördü 2002).

Rekabet Kurumu’nun 1997 yılında resmen faaliyete başlaması ile piyasalarda rekabeti engelleyici davranışlar izleme ve inceleme altına alınmıştır. Rekabet Kurumu’na yapılan başvurular sonucunda 1999-2008 yılları arasında Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve devralma işlemlerinin sektörlere göre dağılımı ve Kurum izni ile gerçekleşen birleşme işlemleri aşağıdaki gibidir (Rekabet Kurumu bu süre içinde üç adet işlemi reddetmiş, seksen sekiz adet işleme ise koşullu izin vermiştir.).

Tablo 5: 1999-2008 yılları arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşmelerin Sektörlere Göre Dağılımı

SEKTÖRLER/BİRLEŞME SAYILARI	1999	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cam ve Cam Ürünleri	2	1	-	1	-	-	-	1	-
Demir-Çelik	2	3	3	2	5	7	6	9	7
Demir Dışı Metaller	-	2	1	2	-	1	-	2	3
Elektrik-Gaz-Su	13	21	2	3	10	5	10	21	15
İnşaat, Çimento ve Diğer İnşaat Malzemeleri	14	4	5	6	2	12	8	18	17
Kimya ve Kimyasal Ürünler, Petrokimya, Petrol Ürünleri, Gübre	19	20	17	26	30	24	31	29	33
Maden ve Madencilik	2	-	-	3	6	1	5	7	6
Plastik ve Kauçuk Ürünler	-	1	1	2	1	-	2	3	3
Pişmiş Kil ve Seramik	3	-	-	0	-	-	2	2	-
Basın ve Yayın, Plak, Kaset ve bu gibi kayıtlı medyanın çoğaltılması	11	3	1	2	6	10	12	9	11
Büro Makineleri ve Bilgisayar	3	7	5	4	1	5	6	6	5
Elektrik-Elektronik	-	2	6	4	5	5	4	8	9
Kağıt Hamuru, Kağıt ve Kağıt Ürünleri	2	1	2	9	2	3	2	5	4
Telekomünikasyon	1	2	4	7	-	4	8	2	7
Tıbbi Aletler, Hassas ve Optik Aletler	2	-	-	1	-	2	3	16	9
Beyaz Eşya, Mobilya, Oyuncak, Spor Malzemeleri, Müzik Aletleri, Kuyumculuk	3	-	3	1	1	3	4	2	5
Gıda Ürünleri ve İçecekler	21	13	16	12	11	14	15	13	30
Makine ve Teçhizat İmalatı	8	3	2	8	8	5	4	10	13

Tablo 6: (Devam)

Tarım ve Hayvancılık, Orman Ürünleri, Su Ürünleri	1	2	1	1	-	2	-	2	8
Tekstil ve Hazır Giyim, Deri ve Deri Ürünleri	7	3	1	1	7	10	4	6	9
Tütün Ürünleri	1	-	-	1	-	1	1	2	1
Turizm	4	-	1	1	-	7	4	2	2
Finansal Hizmetler (bankacılık, sigortacılık ve diğer mali kuruluşlar)	14	3	13	3	6	10	18	19	17
Kara, Hava, Deniz ve Demiryolu Taşıtları ile Ulaştırma	8	7	14	2	11	26	15	22	22
Sağlık, Eğitim, Spor, Diğer Hizmetler ve Serbest Meslek Faaliyetleri	2	1	3	1	1	6	12	7	8
Diğer	-	2	1	4	9	7	10	9	11
TOPLAM	143	101	102	107	122	170	186	232	255

Kaynak: <http://www.rekabet.gov.tr>

Tablo 7: Rekabet Kurumu İzni ile Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Devirler (Ortak Girişim işlemleri Hariç)

Yıllar	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Birleşme	5	13	6	14	7	7	5	4	6
Devralma	56	70	73	83	76	88	122	138	193
Özelleştirme	2	6	-	-	14	19	35	21	11
TOPLAM	63	89	79	97	97	114	162	163	210

Kaynak: <http://www.rekabet.gov.tr/istatistik/turkce/index.htm>

Avrupa Birliği’ne üyelik yolunda önemli bir husus olan rekabet politikası uyum süreci içinde Türkiye’nin kısa sayılabilecek bir zaman diliminde rekabet alanında kat ettiği mesafe her yıl AB Komisyonu tarafından hazırlanan ilerleme raporlarında yer almaktadır. Bu raporların anti-tröst uygulamaları ile birleşme ve devirlere ilişkin kısımları aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir.

Tablo 7: Türkiye Rekabet Politikası Hakkında Hazırlanan İlerleme Raporları

Yıllar	İlerleme Raporlarında Belirtilen Değerlendirmeler
1998	Topluluk rekabet hukukuna uyum sağlamak için Türkiye büyük çabalar göstermiştir.
1999	Son düzenli rapordan bu yana önemli bir değişme olmamıştır. Anti-tröst kurallarının uygulanmasıyla ilgili olarak, durum tatminkâr olmaya devam etmektedir.
2000	Türkiye, önceki Düzenli Rapor'dan bu yana, anti-tröst politikası alanındaki mevzuat çerçevesini, Topluluk müktesebatına ve Gümrük Birliği anlaşması yükümlülüklerine uygunluk sağlamak için daha da uyumlaştırmıştır.
2001	Rekabet kurallarının uygulanması tatmin edici durumdadır. Bununla birlikte, bu alanda müktesebata daha fazla uyum gerekmektedir.
2002	Türkiye, son İlerleme Raporundan bu yana, özellikle rekabet kurallarının etkili uygulanması konusunda ilerleme kaydetmiştir. Türkiye yatay anlaşmalarla ilgili uygulama mevzuatı da bulunmamaktadır. Bu alanda Türk rekabet hukukunun AT müktesebatı ile uyumlaştırılması konusunda daha fazla çaba gösterilmesi gerekmektedir.
2003	"Dikey Anlaşmalara İlişkin Grup Muafiyeti Tebliğinin Açıklanmasına Dair Kılavuz"u yayımlamıştır.
2004	Dikey kısıtlamalar ve yatay işbirliği anlaşmalarına ilişkin politikaları konusunda daha fazla uyuma ihtiyaç vardır. Enerji Piyasaları Düzenleme Kurumu, Telekomünikasyon Kurumu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu gibi sektör düzenleyici kurumlar, her birinin kendi düzenlenmiş pazarlarındaki rekabet bozulmalarını engellemek için Rekabet Kurumuyla
2005	etkin işbirliğini ve danışma mekanizmalarının kullanılmasını henüz sağlamamışlardır. Anti-tröst kurallarının uygulanma düzeyi ve şirket birleşmelerinin Rekabet Kurumunca kontrolü tatmin edici olmaya devam etmektedir.
2006	Türkiye, düzenleyici etki analizi hakkındaki kılavuz ilkeleri kabul ederek bütün idari makamlara tüm kanun tasarılarının rekabet üzerindeki etkilerini -Rekabet Kurumuna danışmak suretiyle- analiz etme yükümlülüğü getirmiştir. Rekabetin Korunması Hakkında Kanun ve birleşme-devralmalar konusundaki düzenlemeler, Topluluk kurallarının ana ilkelerini yansıtmaktadır.

Tablo 7: (Devam)

2007	Türkiye, anti-tröst alanında daha da ilerleme kaydetmiştir. Birleşmeler dahil olmak üzere anti-tröst alanında ilerleme kaydedildiği bildirilebilir. Pazar paylarını hesaplamaya yönelik yöntemleri tanımlamıştır. Rekabet Kurumu rekabet kurallarının ihlali için verilebilecek para cezalarının seviyesinde ayarlamalar yapmıştır. Türkiye, düzenleyici etki analizi hakkındaki kılavuz ilkeleri kabul ederek bütün idari makamlara tüm kanun tasarılarının rekabet üzerindeki etkilerini -Rekabet Kurumuna danışmak suretiyle- analiz etme yükümlülüğü getirmiştir.
2008	Birleşmeler de dahil olmak üzere antitröst alanında yüksek bir uyum seviyesine ulaşılmıştır. Rekabet ihlalleri için uygulanan para cezalarını düzenleyen hükümlerde daha fazla açıklık ve hukuki kesinlik sağlayacak biçimde değiştirilmiştir

Kaynak: <http://www.rekabet.gov.tr/AB.html>

İlerleme raporlarından görüldüğü üzere, Türk Rekabet Hukuku Avrupa Birliği'nde bu alandaki uygulamalarla zaman içerisinde paralellik kazanmaya başlamıştır.

Ancak, Türkiye'de birleşme ve devirlerin, rekabet üzerindeki etkilerinin kontrolü, düzenlenmesi ve bunlara verilecek izin Rekabet Kurumu'nun yetkisindeyken, bankacılık sektöründe bu konu ile ilgili farklı bir düzenlemeye gidilmiştir. 4389 Sayılı Bankalar Kanunu'nun 1, 8, 14 ve 18'nci maddelerinde birleşme ve devirlere ilişkin düzenlemeler yer almaktadır. Bankaların bir veya birkaç banka ile birleşmesi veya bunları devralması, Bankalar Kanunu'na göre birleşen bankaların toplam aktiflerinin sektör içindeki paylarının % 20'yi geçmemesi şartıyla Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) iznine tabidir.

Bu tür birleşme ve devirlerde, işlemler sektörde yoğunlaşma doğursa dahi Rekabet Kurumu ve 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun'un işlerliği yoktur. BDDK, banka birleşme ve devirlerinde yürütülecek uygulamaları düzenlemek adına "Bankaların Birleşme ve Devirleri Hakkında Yönetmelik"i çıkarmıştır.

Bankalar Kanunu'nun 8. ve 14. maddelerinde yer alan düzenlemelerden BDDK'nın iznine tabi olan ve kontrolün el değiştirmesi sonucunu doğurabilecek dört durum vardır (Güngördü 2002):

- a) Bir kişinin, doğrudan veya dolaylı olarak banka sermayesinin % 10'unu ve daha fazlasını temsil eden payları edinmesi veya bir ortağa ait payların banka sermayesinin % 10, % 20, % 33 veya % 50'sini aşması sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait payların yukarıdaki oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirleri,
- b) Oy hakkı edinilmesi ile hisselerin rehin edilmesinde, yönetim veya denetim kurullarına ye belirleme imtiyazı veren veya intifa hakkı tanınan hisse senetlerinin, (a) bendinde belirtilen oransal sınırlara bakılmaksızın devri,
- c) Banka sermayesinin % 10 veya daha fazlasına sahip olan tüzel kişilerin sermayesinin doğrudan veya dolaylı olarak (a) bendinde belirtilen oranlar veya esaslar dahilinde el değiştirmesi,
- d) Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu tarafından kurulacak bankanın kuruluşunda ve Fonca yapılan devir ve birleşme işlemleri.

İKİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE DEVİR HAREKETLERİNE TEORİK YAKLAŞIMLAR VE BUNLARIN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

2.1.İktisat Teorisinde Birleşme ve Devir Hareketlerine Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Birleşme hareketlerinin altında yatan sebepleri ve bunların belirleyicileri ile birleşmeleri yaratan güdülerini açıklamak adına iktisat alanında birçok hipotez ortaya atılmıştır. Bu hipotezler biraz önce anlatılan birleşme dalgalarının seyri ve verilerine göre çeşitlilik göstermekte ve daha çok dalgaların altında yatan güdülerini ortaya koymaya çalışmaktadır.

Literatürde yer alan birleşme ve devir teorileri “Davranışsal” ve “Rekabeti Esas Alan” teoriler biçiminde sınıflandırılarak iki ana başlık altında toplanabilir. Bunlardan ilki olan davranışsal teoriler, kısaca; spekülatif güdülere, birleşen/devralan firma yöneticileri ile hissedarları ve/veya tahvil sahipleri arasındaki çıkar çatışmasına, alıcı ve satıcı firmaların varlıkları değerlemesinde karışıklıktan (hızlı teknolojik değişim, tahvil fiyatlarındaki hareketler, yönetsel keyfiyet v.b.) dolayı ortaya çıkan farklılıklara, yöneticilerin şirketlerini büyütme isteklerine, finansal kaynak maliyetini düşürme amaçlarına veya yöneticilerde bulunabilen diğer psikolojik etmenlere (kibir, gurur, aşırı iyimserlik) dayanarak varlıklara gerçek değerinden farklı değer biçildiğini ve bu sayede birleşme/devirlerin gerçekleştiğini ima eder.

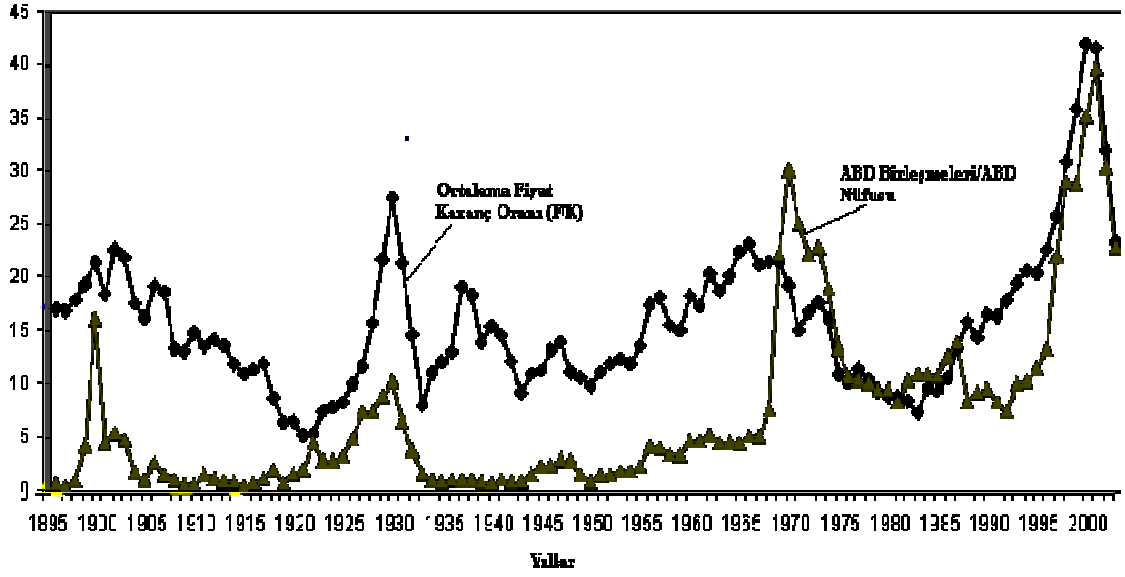
İkinci ana başlıkta toplanan, rekabeti esas alan yaklaşımlar ise; birleşme ve devirlerin, birleşen veya devralan firmaların faaliyet gösterdiği pazardaki paylarının artarak piyasa gücünün yükselmesine ve üretimin azalarak piyasa fiyatının yükselmesine sebep olacağı veya ölçek ve alan ekonomileri sayesinde, büyüyen firmanın optimuma yaklaşan ölçeğine istinaden verimlilik artışı yaşayacağı düşüncesine dayanmaktadır. Bu teorilerin altında yöneticilerin çalıştıkları firmalar için kâr veya şirketin hissedarları için refah maksimizasyonu amacı güttüğü ile birleşme öncesi ve sonrasında sermaye piyasasında etkinliğin sağlandığı varsayımları yatmaktadır.

2.1.1.Davranışsal Teoriler

Dünya ekonomisinde 1920, 1960 ve 1980’lerde yaşanan birleşme ve devir dalgalarının, hisse senedi fiyatlarının ve fiyat/kazanç oranlarının yüksek olduğu dönemlerde gerçekleştiğine ilişkin bulgular, yöneticilerin kâr maksimizasyonu güdüsüne sahip olduğuna dair teorilerde sorun doğurmuştur. Piyasa fiyatı değerlemesi üzerine Martingale varsayımları uyarınca; borsanın yüksek seviyesi, beklenen gelecek kârları içermesi veya düşük faiz yahut planlanan risk değerlendirmesi sonucu gerçekleşmektedir (Lintner 1971). Her ne kadar bu varsayımlar mevcutsa da, Jensen ve Ruback (1983) çalışmalarında, birleşme sonrası negatif normalüstü getiri saptadıklarından satın alma esnasında hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin birleşmelerden sağlanacak kazançlara ait gelecek verimliliklerin aşırı tahminini ima ettiğini açıklamışlardır.

Nitekim etkin sermaye piyasası hipotezi altında, her firmanın hisse fiyatı, gelecek kazançlarının bugüne indirgenmiş değerinin tahminini temsil eder. Sermaye piyasası etkinse, yüksek bir toplam fiyat/kazanç oranı ekonominin gelecekte hızlı büyümesine işaret etmelidir. Menkul kıymet piyasası yükselişi sırasında, hisse fiyatları gelecek kazançlarda oluşan büyüme ile belirlenmiş değildir. Aslında, menkul kıymet piyasası ile birlikte çeşitli reel ve fiziksel faktörler tarafından meydana gelen bu olayın aşırı iyimser bir değerlendirmesidir. Bu durumda, fiyat/kazanç oranı piyasanın aşırı iyimser indeksinin bir parçasıdır. Potansiyel alıcı firmaların yöneticileri bu aşırı iyimserliğe kapılmışlar ve kendi amaçlarını sürdüreceklerine dair keyfiyeti sergiliyorlarsa, yatırım kararlarında kar/refah maksimizasyonu amacı gütmeyeceklerdir (Gugler ve diğerleri 2006).

Aşağıdaki grafikte hisse senedi fiyatları ile birleşmeler arasındaki ilişki gösterilmektedir. Birleşme dalgaları ile fiyat/kazanç oranlarının seyri paralellik arz etmektedir. Bu paralellik, yüksek değerlenen borsanın birleşmelere kaynak mı olduğu, yoksa sadece birleşmelerin sonucu mu olduğu tartışmasını doğurmaktadır.



Kaynak: "The Determinants Of Mergers Waves" Mueller Dennis C ; Gugler Klaus, Yostoych E. Bercis, Utrecht School of Economics Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion Paper Series CS-15 (2006)

Grafik 8: Birleşmeler ve Ortalama Fiyat Kazanç Oranları

Ayrıca, bireysel olarak motive edilmiş vekillerin (yöneticilerin) yatırım kararları üzerindeki şüphe götürmez rolü 1970’lerde tartışılmaya başlanılmıştır. 1970’lerin başında işletme finans teorisi, bireysel ajanları ya iyi eğitilmiş birer makine olarak varsayarak veya “ceteris paribus” varsayımlarla ajanların hareketlerini paralyze etmekteydi. Bu durumda, yöneticilerin davranışları göz ardı edilmektedir. Artık, ekonomik analizde, bu davranışlar tanınarak yeni teoriler ortaya atılmaktadır (Brennan 1995).

Şirket birleşmeleri ve devirlerine ilişkin davranışsal olarak nitelenebilecek teoriler; “Yönetimsel İnisiatifi Esas Alan Teoriler”, “Değerleme Farkları ve Aşırı Değerlemeye İlişkin Teoriler”, “Şirket Kontrolü için Pazar ve Yönetimsel Disiplin” ve “Başarısız (Batan) Firma Hipotezi” başlıkları altında incelenecektir.

2.1.1.1.Yönetimsel İnisiatifi Esas Alan Teoriler (Managerial Discretion)

Günümüzde, girişimcilik ve sermaye farklı kişilerde kendini bulabilmektedir. Bu durumda iki farklı kişinin düşünceleri de birbirinden ayrılacaktır. Şirket kontrolünün sahiplikten ayrılması şirket yönetimi ve hissedarlar arasındaki potansiyel çıkar çatışmasını artıracaktır. Hissedarların çıkarına, firmanın değerinin maksimize edilmesiyle ulaşılır. Ancak, yöneticilerin çıkarı hissedarlarıinki ile uyuşmayacaktır. Bu,

firmadaki klasik asil-vekil sorunudur. Temsil sorunları esasen, kararları hem kendi hem de diğerlerinin refahını etkileyen vekilin her olası eylemi için eksiksiz sözleşme yapabilme imkânsızlığından doğar (Brennan 1995). Ayrıca, çoğu alacaklının halka açık şirketlerin karar sürecinde hiç rolü olmaması ve çıkarlarının yöneticilerle uyuşmaması, alacaklılar ile yöneticiler arasında da vekil problemi olduğuna işaret eder (Jensen, Fama 1985). Hedef hissedarlar devirlerden fayda sağladıklarından, teklif edilen fiyattan bağımsız olarak devri engellemek için yapılan açık yönetsel hareketler hissedarların çıkarı pahasına, yöneticilerin kendi çıkarlarını izlemelerine örnek olarak gösterilebilir. Diğer taraftan, daha fazla prim alabilmek için bir devre yapılan yönetsel itiraz ise, hissedarlar için devrin faydalarını artırabilir (Jensen, Ruback 1983).

Ekonomideki en büyük firmaların en düşük iç getiri oranına sahip olmaları normaldir. Büyük firmalar büyümeyi sağlayabilmek için dış yatırım fırsatlarına en çok başvurmak zorunda olan firmalardır. Birleşmeler sadece ölçek ekonomileri fırsatlarından faydalanmak için yapılıyorsa, büyük firmalardan ziyade, küçük veya orta ölçekli firmaların birleşmeye gitmelerinin yaygın olması veya satın alımlarla sağlanan firma büyüme stratejisi ile işletme büyüklüğünün (minimum ölçeğin altı hariç) bağımsız olması beklenir. Ekonomideki bütün firma yöneticileri büyümeyi arzuluyorsa, bunlar en büyük firmalar olacaktır. Küçük ve orta ölçekli firmalar ise, hisse senedi fiyatlarını yüksek tutarak bir satıştan kaçınmak için, hissedarların refah maksimizasyonu davranışını sürdüreceklerdir. Bu açıklamalarla, büyük firmalarda kâr maksimizasyonu yerine, yöneticinin; büyüme maksimizasyonu politikası izlediği sonucuna varırız (Mueller 1969).

Her pazarlık durumunda, verilen nesnenin değerini bilinmeyen bir sebeple aşırı değerleyen bir grup, rakiplerinden daha yüksek teklif vermeye meyillidir ve bu yüzden, onu kazanmaya yakındır. Bu durum literatürde “Kazananın Laneti” adı ile anılmaktadır. Kazananın laneti, kazanan teklifçinin teklif primi ile devrin beklenen kazançlarından sermaye piyasasının tahmin ettiği maksimum teklif edilebilir prim arasındaki fark olarak tanımlanabilir (Varaiya 1988). Kibir hipotezi, şirket devirlerine bir açıklama olarak geliştirilmiştir. Teklifçi firmadaki karar alıcı bireylerin bir kısmındaki kibir, cari piyasa fiyatı üzerinde bir değerlendirme, pozitif bir değerlendirme hatasını işaret ettiğinde bile tekliflerin neden yapıldığını açıklayabilir. Teklif eden firma, basitçe kendi hedefi için çok fazla ödemek suretiyle kibirle yozlaşmıştır. Dolayısıyla bu güdü ile oluşan yüksek

teklif ve kazananın laneti hipotezi uyarınca birleşme gerçekleşecektir. Bulguların, vergiler, sinerji ve hedefin verimsiz yönetimi gibi açıklamaları desteklediği kadar kibri de desteklediği gösterilmiştir (Roll 1986). Roll (1986) çalışmasında, piyasaları etkin varsayarken, yöneticilerin yanlış değerlendirme yaptıklarından yola çıkmıştır (Shleifer, Vishny 2003).

2.1.1.2. Değerleme Farkları ve Aşırı Değerlemeye İlişkin Teoriler

Ekonomik karışıklık nedeniyle değerlemede ortaya çıkan farklılıklardan dolayı birleşmelerin yaşandığına ilişkin görüşe göre; gelir üreten varlıkların değerlendirme farkları; gelecek gelir akımlarında oluşan beklentilerdeki farklılıklar ve beklenen gelirle ilişkili risklerdeki farklılıklardan doğar. Sahip olmayanın bir varlığın değerine ait tahmini o varlığın sahibinin değer tahmininden daha yüksekse ve alıcının yatırımcı fazlası, yani, varlığın piyasa değeri ile yatırımcının biçtiği değer arasındaki fark, bütçe kısıtı içinde, diğer her varlığa ait yatırımcı fazlasından büyükse, alış ve satış işlemleri gerçekleşir. Esasen, satın alan firmanın yöneticisi ve satılan firmanın o anki sahibinin değerlemesi ile birlikte bu iki şart sağlandığında işlem gerçekleşecektir. Ekonomik karışıklık birleşmeye iki yolla sebep olur. İlk olarak, karışıklık, bireylerin beklentilerini, değer skalası üzerinde, sahip olmayanların mevcut sahiplerin sağına hareket etmesi ile sonuçlanarak, tesadüfi olarak değiştirir. İkinci olarak, ekonomik karışıklık, değerlendirme sapmayı artırarak, geleceği daha az tahmin edilebilir kılar. Yani, karışıklıkla birlikte, geçmişle ilgili bilgiler geleceği tahmin etmede artık daha az etkindir. Bu türlü beklentileri tahrip eden ekonomik şoklar çeşitlilik göstermekle birlikte, en yaygın olanları teknolojiye hızlı değişim ve tahvil fiyatlarındaki hareketlerdir. Teknoloji değişimi yeni ürün veya yeni süreç doğurabilir. Bunlar, fiyatlar, maliyetler ve çıktıların geçmiş verilerle bağlantısını koparır. Ayrıca, yüksek menkul kıymet fiyatı dönemlerinde satın alma sıklığı artış göstermektedir. Aslında, düşük değerli hisse senedi karşısında, yönetici ve firma hissedarları firmalarının düşük değerlendirildiğini düşüneceklerdir. Diğer firma hissedarlarının, açık piyasada bireysel olarak alınabilen hisse senetlerinin fiyatının çok üstünde olan satış fiyatına direnç göstermeleri beklenebilir. Menkul kıymet fiyatlarının hem pozitif hem de negatif hareketleri değerlendirme farklılığı artırır ve birleşme sıklıklarını ters yönde etkilerler. Sonuç olarak yatırımcıların değerlemelerindeki farklılık birleşmelerin sıklığını artırır (Gort 1969).

Shleifer ve Vishny 2003'teki çalışmalarında, etkin olmayan bir piyasada rasyonel yöneticilerin var olduğu varsayımına dayanarak birleşmelerin menkul kıymetler borsaları tarafından yönlendirildiğini belirtmişlerdir. Finansal piyasalar etkin değilse, bazı firmalar yanlış değerlendirilmiş durumdadır. Bunun yanında, tamamen rasyonel yöneticiler, piyasanın etkinsizliğini anlayarak, bir kısmı birleşme olmak üzere, bunun avantajlarından faydalanmaktadırlar. Yöneticiler, hem kendi firmasının hem de birleşeceği firmanın kısa dönem değerinin etkinlikten nasıl saptığını, algılanan sinerjileri ve uzun dönem değerlemenin nasıl olacağını tam olarak bilmektedirler. Böylece, kendi kişisel refahlarını maksimize ederler. Bu durumda, borsanın yüksek değerlendirildiği dönemlerde, değeri çok yükselen firmanın, az yükselen firmayı, ödeme aracı hisse senedi olmak üzere, satın alması her iki firmanın hissedarlarına fayda sağlayacaktır (Shleifer, Vishny 2003).

Veriler, borsa hareketlerine ait dönemlerin piyasa değerlemesiyle ilişkili olduğunu göstermektedir. Aşırı değerleyen girişimcinin ödeme aracı olarak hisse senedi kullanma isteğine ilişkin açıklama, hedef firma hissedarlarının hisse senedi kabul etmeye hevesli olmamaları yüzünden eksiktir (Rhodes-Kropf, Viswanathan 2004). Ancak, Shleifer ve Vishny'ye (2003) göre, hedef firmanın hissedarları; emeklilik isteği, likit olmayan stok sahipliği ve aşırı değerli hisselerden kurtulma amacıyla hisse senedi ile yapılan ödemeyi kabul etmek durumunda kalabilmektedirler.

2.1.1.3.Şirket Kontrolü için Pazar ve Yönetimsel Disiplin

Bir firmanın yatırım kararı verebilmesi için; alternatif durumların olasılıkları, yatırımın alternatif yönlerinin piyasa değeri üzerine sonuçları ve yatırımın olası yönlerinin yapılabilir kümesi üzerinde araştırma yapması gerekmektedir. Bunlar, yöneticilerin tipik hissedardan daha çok bilgi sahibi olduğu durumları içerir. Sonuç olarak, yöneticinin doğru kararı verip vermediğinin hissedarlar tarafından değerlendirilmesi zor olacaktır. Başarısız bir projenin varlığı halinde; idarecinin olasılıkları doğru değerlendirdiği, ancak kötü şansının olduğu, yöneticinin proje çıktısının dağılımını değerlendirmede yetersiz kaldığı, yöneticinin yapılabilir projeler seti içinde en iyisini seçtiği, ancak kümedeki her projenin düşük getiriye sahip olduğu veya yöneticinin değer maksimizasyonundan farklı bir amaç (örneğin büyüme) güttüğü hususlarından birisi söylenebilir (Stiglitz 1972).

Piyasalarda, şirketlerin devir veya satın alınabileceğine ilişkin bilgi, yönetici kararlarının hissedarlar tarafından kontrolü için otomatik bir mekanizma sağlayacak konumdadır. Bu piyasa yöneticilerin iki ana güdüsünden kaynaklanmaktadır. İlk olarak yöneticiler, firmalarının satın alınma endişesi içinde piyasada faaliyet göstermektedirler. Bu endişe, yöneticileri, şahsi çıkarları ile ters düşebileceği motivasyona doğru yönleltecektir. Diğer taraftan, firmalarını büyütme ve kontrolleri altındaki kaynakları genişletme güdüsüne sahip yöneticiler de firmalarının daha büyük kaynağa sahip olması ve bu suretle faaliyetin idamesi ve hatta diğer bir firma tarafından satın alınmamak için, piyasada satın alınacak kaynak kollayacaktır. Bu iki davranış biçimi, firma hissedarlarına şirketlerinin kontrolünü ele almada kolaylık sağlar.

İç kontrol mekanizmasını elinde bulunduran hissedarların, idari kararların çıkarları doğrultusunda veya aksi yönde alındığına dair yargıya varması çok zor olmaktadır. Bunun bir telafisi, şirketlerinde alınması gereken kararları idarecilere bırakan hissedarların elindeki iç kontrol mekanizmasından daha iyi işleyebilecek bir şirket yönetim mekanizması piyasadaki birleşme ve devir hareketleri ile kendiliğinden doğmaktadır. Keza, piyasada şirketlerini iyi yöneten idari kadrolar mevcuttur ve bu grup zayıf yönetilen veya hisselerinin piyasa değeri düşük olan firmaları satın almayı gözlerler. Şirket yönetimi için piyasanın altında yatan temel neden, yönetsel etkinlik ile o firmanın hissesinin piyasa değeri arasında yüksek bir pozitif ilişki olduğudur. Yönetim etkinse, firma hissesinin piyasa değeri yüksektir. Yönetim zayıf ise hissesinin fiyatı sektör ve pazardaki diğer firmaların hisselerine nazaran düşer (Manne 1965).

Manne (1965) şirket kontrolü için aktif bir piyasanın kapitalist ekonomilerin etkin işleminde gerekli olduğunu göstermiştir. Bu, tecrübeli yöneticilerin, kısa bir zaman biriminde, büyük miktarda kaynağın kontrolünü kazanmasına izin verir. Verimli olmayan yöneticiler gönderilir ve yerine işi yapacak daha yetenekli kişiler getirilir. Şirket kontrolü için piyasa, yöneticileri disipline etme aracı işlevini de sağlar. Bir firma hissedarların refahını maksimize etmeyen politikalar izliyorsa, satın alınır ve yönetici kadrosu değiştirilir (Allen, Gale 2001).

Yönetici ise iş kaybetme korkusu ile davranışlarını ve güdülerini şekillendirir. Yöneticinin işini kaybetmesi, işletmenin kendi finansal başarısızlığı veya bir diğer firmanın başarılı bir satın alma işlemidir. Böylece idareciler, kendi organizasyonlarının

büyümesini, egoyu belirleyen psikolojik eğilimlerle güçlendirilen davranışlardan hırs ve kişisel ihtiyaçları sağlayan en iyi yöntem olarak görür. İlk bakışta, bu yüzden, rasyonel idareciler yapabileceği en hızlı büyüme politikasını, diğer bir deyişle, bir tarafta sermaye piyasası diğer yanda kendi mal piyasası tarafından izin verilen büyüme oranını seçmelidirler. Yöneticilerin maaş, güç ve statüyü, firmanın ise, toplam kâr, ciro, sermaye, pazar payı ve halk imajını değerlediğini varsayalım. Tüm bunlar, belki halk imajı hariç, işletme büyüklüğünün neredeyse her ölçümü ile ilişkilidir. İdarenin üstün amacı, firmanın değerinin maksimizasyonundan bağımsız bir büyüme maksimizasyonudur. Ancak, firmalarının satın alınma endişesi yöneticilerin davranışlarını değer maksimizasyonuna yöneltir. Yönetici artık büyüme arzusu yanında, firmasının değerini artırma, diğer bir deyişle iş güvencesi güdüsü ile donanmıştır (Marris 1963).

Hissedarların yetkili idarecilerle bağı bulunmamaktadır. Hissedarlar sadece, iyi işleyen şirket kontrolü için piyasada kendilerine sunulan piyasa fiyatı ile satışı da içeren en yüksek değerli teklifi seçerler. Bu açıdan bakıldığında, kaynakların yönetimine ait haklar için idari kadrolar arasındaki rekabet, hissedarın refah maksimizasyonundan ayrılan yöneticiyi sınırlar ve yeniden organizasyondan veya birleşmeden ve şirket kaynaklarını yönetmeden ortaya çıkan ölçek ekonomileri veya diğer sinerjilerin gerçekleşmesi yoluyla oluşan mekanizmayı sağlar (Jensen, Ruback 1983). Ayrıca, birleşmelerin disipline edici tehdidi esas olarak rekabet eden firmalardan kaynaklanıyorsa, verimlilik kazançları ve anti rekabetçi etkiler arasında gerçek bir ödünleşim olacaktır (Röller ve diğerleri 2005). Martin ve McConnell'in (1991) aksine, Franks ve Mayer'in (1996) çalışması şirket kontrolü için piyasanın zayıf işleyen firmalar için disipline edici bir araç olarak işlemediğini göstermektedir.

A. Agrawal ve C. R. Knoeber 1998'deki çalışmasında satın alınma tehdidinin birbirinin tersi yönde işleyen iki etkisi olduğunu ima etmişlerdir. İlk olarak, satın alınmanın tehdidi yüksekse, rekabet etkisinden dolayı yönetici getirisini düşürecektir. Ayrıca, yöneticilerin beşeri sermayeleri, artan satın alınma tehdidiyle birlikte daha çok riske maruz kalacağından, bu risk etkisiyle beraber yöneticiler ek bir ücrete gereksinim duyacaklardır.

Diğer taraftan, anti tröst-birleşme yasaları yöneticilerin, devir girişimlerini azaltarak işlerini daha güvenli hale getirdikleri bir çevre oluşturabilir. Firma yönetiminde ahlaki çöküntünün olduğu bu durumda, işçi ücretleri yükselebilir, kârlılık ve üretkenlik düşüş gösterebilir. Devir alınma tehdidi, büyük hissedar gruplar veya etkili bir şirket yönetim kurulundan daha güçlü bir şirket yönetim mekanizması haline gelerek oluşan ahlaki çöküntü durumunu azaltabilir.

2.1.1.4.Başarısız (Batan) Firma (The Adaptive –Failing– Firm) Hipotezi

Piyasada başarısız bir şekilde faaliyet gösteren veya kötü finansal yapıya sahip olan firmaların satışa konu olacağını öngören Dewey ve Stiglitz, iflas olasılığının ve finansal yapının birleşmelere kaynak olabileceğini ele almıştır. Buna göre; satın alınma olasılığı, firmanın tahvillerine ödemek zorunda olduğu faiz oranını muhtemelen artırır. Tahvil sahipleri bir firmaya borç verdiklerinde, sadece o anki yönetim altında firmanın farklı durumlardaki getirilerinin değil, alternatif kararlar seti bulunan yeni yönetimi sağlayan bir satın alınma olasılığı durumunun da farkındadırlar. Böylece, tahvil sahiplerinin talebi olan getiri, sadece o anki yönetim altındaki iflas olasılığına değil, alternatif yönetimler altında iflas olasılıklarına ve bu alternatif yönetimlerin ortaya çıkma ihtimaline dayanır. Teoriye göre, verilen her piyasa toplam değerlemesi için, borç/özsermaye oranı ne kadar büyükse, satın alınma olasılığı o kadar fazladır. Firmanın kontrolünü ele almak için, bireyin sadece, varlıklar içindeki çoğunluk payı almada kullanacağı yeterli sermayeyi artırması gerekir. Böylece, yüksek borç/özsermaye oranı varsa, veri piyasa değerindeki bir firma için satın alınma daha kolaydır (Stiglitz 1972).

Piyasa yoğunlaşması ve verimliliğe ilişkin ilerleyen bölümde yapılacak açıklamaların aksine bir görüş olarak, çoğu birleşmenin, gerçekten, hem pazar gücü hem de ölçek ekonomilerinin oluşumunda yapabileceği hiçbir şeyi yoktur. Bunlar sadece iflaslara toplumsal bir alternatif veya batan firmalardan yükselen firmalara doğru yapılan varlık transferleri olan gönüllü tasfiyeden ibarettir. Bir idareciden diğerine yapılan sermaye transferinin bir yöntemi olarak, birleşme, her bozulmanın doğasında olan kayıptan kaçındığından, iflas ve gönüllü tasfiye için üstün bir yöntemdir (Dewey 1961). Keza, birleşme sonucu oluşmuş büyük bir firmanın iflas etmesi durumunda karşılaşılabilecek iflas maliyetleri, birleşme öncesi varolan iki firmanın iflası halinde oluşacak maliyete nazaran daha düşüktür. Ayrıca iflasın mümkün olduğu durumlarda,

borcunu ödeyemeyen firmanın birleşme yoluna gitmesi, borcun değerinde bir artış yaratacaktır (Scott 1977).

İflas, kredi verenlere olan sabit yükümlülüğün karşılanamaması durumunda ortaya çıkar (Haugen, Senbet 1978). Firmanın gelir akımlarının yükümlülüklerinden az olması halinde bile daha fazla borç alarak firma iflas etmekten kurtulabilir. Bir firmanın hisse senetlerinin değeri sıfır ise batmıştır. Aynı şekilde, firmanın iflas etmeyeceği varsayımı altında elde edeceği gelecek gelir akımlarının değeri var olan borcundan küçükse, firma iflas etmiştir. İflas, firmanın finansal kararlarında üç açıdan önem arz eder. İflasın olmaması, firmanın tahvillerine ödemek zorunda olduğu nominal faiz oranının borç/özsermaye oranından bağımsız olduğunu gösterir. İflas olasılığı varsa, firmanın tahvilleri riskli varlıklar haline gelecek, nominal faiz oranı firma daha çok borçlandıkça yükselecektir. İflasın olmaması durumunda, bireyin tüketim fırsatları seti borç/özsermaye oranından etkilenmez iken, tersi durumda etkilenecektir. Bir firmanın hisse senedini alan bir birey ile tahvillerini alan birey iflas olmadığı durumda aynı getiriye sahip olacaktır. Aksi halde, firma riskli bir menkul kıymet ihraç ettiğinden, hisse senedine yaptığı ödeme sonunda sıfır getiri elde edecek, ancak tahvile yaptığı ödeme için getirisi negatif olacaktır. Ayrıca, iflasla ilgili işlem ve enformasyon maliyetleri firmanın piyasa değerini iflas olasılığına bağlı hale getirecektir (Stiglitz 1972).

Yüksek maliyetli küçük firmalar birleşmelerle ortadan kalkmayacak; ancak, bunlar halen, iflas ve gönüllü tasfiyeyle kaybolacaktır. Sıkı bir birleşme politikasıyla yüklenilen yegâne hasar, azalan maliyetli endüstrilerde mevcut bulunan çok yüksek yoğunlaşmadır (Dewey 1961).

2.1.2.Yatay Birleşmelerde Rekabeti Esas Alan Teoriler

Buraya kadar anlatılan davranışsal teoriler birleşme çeşitlerinin tamamı için geçerli olmakla birlikte, şirketlerdeki yatay birleşmeleri özel olarak ele almamışlardır. Yatay birleşmelerdeki esas konu, birleşen firmaların faaliyette bulundukları ilgili piyasanın yapısında değişiklik yaratıp yaratmadıklarıdır. Piyasa yapısı, teorik olarak tam rekabet iken, gerçekleşen birleşme veya birleşmeler ile eksik rekabet yapısına dönüşebilmektedir. Piyasanın eksik rekabet koşullarında birden fazla firma ile işlediği

durumda ise yaşanan birleşmeler sonucunda piyasa tekелci bir yapıya bürünebilmektedir. Bu durumda, rakip firmaların, tüketicilerin ve dolayısıyla ekonominin olumsuz olarak etkilendiği istenmeyen durumlar ortaya çıkabilmektedir. Diğer taraftan, ölçek ekonomileri veyahut sinerjiler sayesinde, bir birleşme ile piyasadaki firmanın verimliliğini artırabildiği ve dolayısıyla ürün fiyatını düşürebildiği sosyal olarak istenebilir durumlar da gerçekleşebilmektedir. Dolayısıyla, rekabet otoriteleri tarafından yatay birleşmelerin değerlendirilmesindeki temel konu, birleşmenin pazar gücü ile sonuçlanıp sonuçlanmayacağıdır.

Yatay birleşmelerin rekabetçi etkileri; birleşme öncesi ve sonrası piyasa fiyatlarının karşılaştırması, esneklik ölçümü ve olay çalışmaları (Sonraki bölümde detaylı şekilde yer verildiğinden burada ayrıca açıklanmamıştır.) yaklaşımları ile üç farklı yöntem kullanılarak değerlendirme konusu yapılmıştır (Weinberg 2007).

Bain 1951'deki çalışmasında, yüksek yoğunlaşma seviyesindeki endüstrilere ait kar oranlarının diğerlerine nazaran ortalamada daha büyük olduğunu ortaya koymuştur (Bain 1951). Bu çalışma ile birlikte iktisatçılar yapısal değişkenleri kullanarak fiyat-maliyet aralığı veya kar oranı ile değerlendirilen performansı ölçmeye ve açıklamaya çalışmışlardır. Bu çalışmalarla fiyat-maliyet aralığının yoğunlaşmış endüstrilerde yüksek olduğu bulgularına ulaşılmıştır (Fingleton 2000).

Bu türlü çalışmalarda 2 tip hata oluşabilmektedir. I. tip hata (piyasada pazar gücü yok iken var olduğuna dair bulgulara ulaşmak) yapısal değişkenlerin dışsallığı varsayımından ortaya çıkabilmektedir (yoğunlaşma ve yüksek kar marjı piyasadaki giriş engellerinden kaynaklanabilir). II. tip hata (piyasada pazar gücü var iken, yok olduğuna dair bulgulara ulaşmak) ise üretim etkinsizliği, ölçülen maliyetin rekabetçi maliyet seviyesini aşması anlamına geldiğinde ortaya çıkabilmektedir. Nitekim piyasada birkaç rakibi olan tekелci yerine tekел gibi çalışmayan büyük firmalar faaliyet gösteriyor olabilir (Fingleton 2000).

Rekabetin göstergesi olan pazar gücü talebin esnekliği ile de ölçülebilmektedir. Talebin ekonometrik tahmininde çoğunlukla firma seviyesinde miktar ve fiyat verileri kullanılarak yazılacak talep denkleminde yararlanılmaktadır. Tekелci, talebin esnek olduğu bölgede faaliyet göstermektedir. Esneklik ise pazar gücü veya yüksek ikame

edilebilirliği ima etmektedir. Süreç, bir firmanın esnek olmayan talep eğrisi ile karşı karşıya olup olmadığını araştırmakla başlar. Eğer firma esnek olmayan bir talep eğrisi ile karşı karşıya değilse ürünün en yakın ikamesi inelastik talep eğrisine ulaşıncaya kadar eklenir (Fingleton 2000).

A.B.D. Yatay Birleşme Rehberi'nde de uygulama alanı bulan bu yöntemde, birleşen firmaların bir tekel gibi davrandıkları farz edilerek, fiyatı kalıcı olarak artırıp artıramayacakları incelenmektedir. Fiyatın artırılamayacağı sonucuna ulaşırsa, en yakın ikame ürün eklenerek pazar genişletilmekte ve aynı işlem tekrarlanmaktadır. Sonunda, belirlenen ürünleri üreten firmaların birlikte hareket ettiklerinde fiyatı artırabilecekleri bulunmakta, bu ise firmaların pazar gücüne sahip olduklarını, dolayısıyla ilgili pazarı ortaya çıkarmaktadır (Şenyücel 2003). Birleşmelerin analizinde kullanılan simülasyon yöntemi, ilgili pazarın tespitinde çok fazla belirleyici bir rol oynamasından ziyade, rakiplerin birbirlerine yaptıkları fiyat baskısının incelenmesini temel alan bir yöntem olarak önerilmektedir (Kalkan 2004).

Yatay birleşmelerin rekabetçi etkilerinin değişik yöntemlerle değerlendirilmesi ile birleşen firmaların ve rakip firmaların pazar güçlerinde ve piyasanın yapısında gözlenen değişimler pazar payı, piyasa yoğunlaşması ve karlılık kavramları ile rekabet politikalarını büyük ölçüde etkileyen tartışmalara neden olmuş ve yatay birleşmelerin teorik alt yapısını oluşturmuştur. Yatay birleşmelerin pazar gücü ve verimlilik yönünden değerlendirilmesi sonucu oluşan yaklaşımlar ile bu kavramlara ait bilgilere ilerleyen bölümlerde başlıklar altında yer verilecektir.

2.1.2.1. Yatay Birleşmeler, Pazar Gücü ve Teorik Altyapı

ABD'deki Yatay Birleşmeler Kılavuzu'na göre pazar gücü, bir firmanın, fiyatlarını rekabetçi bir seviyenin üstünde önemli bir zaman dilimi içerisinde kârlı olacak şekilde sürdürebilme yeteneğidir (USDOJ Kılavuzların Gerekçesi 0.1. kısım). Kısaca, pazar gücü fiyatı kârlı bir şekilde marjinal maliyetin üstüne yükseltebilme kabiliyetidir. Negatif eğimli talep eğrisine sahip her firma aynı zamanda pazar gücüne de sahiptir. Ancak her pazar gücü anti rekabetçi bir yapının garantisi değildir. Pazar gücü önemli ve dayanıklı ise bu yapı gerçekleşir. Önemlilik, fiyatların sadece marjinal maliyeti değil uzun dönem ortalama maliyeti de aşarak firmanın ekonomik karlar elde

etmesi anlamına gelir. Dayanıklılık ise, firmanın ekonomik karlarını uzun dönemde de sürdürebilmesi anlamına gelir (Church, Ware 1999).

Pazar gücü, teorik tam rekabet piyasasında önem arz etmediğinden, oligopolistik piyasaların odak noktası olmuştur. Pazar gücü çeşitli şekillerde hesaplanabilmekle birlikte, bunun kesin ve net bir ölçüsü bulunmamaktadır. Sadece firmanın fiyatları etkileyebilme yeteneği konusunda otoritelere yön vermektedir. Pazar gücü ölçümlerinde en sık kullanılan yöntem Abba Lerner tarafından 1934 yılında ortaya atılan ve kendi adıyla anılan Lerner Endeksi'dir (LI). Bu endeksin ortaya çıkarılışı kısa bir biçimde aşağıda gösterilmiştir.

$$R = p(q)q \Rightarrow MR = p + p'q$$

$$MR = MC \Rightarrow p \left(1 - \frac{1}{|\varepsilon|} \right) = MC$$

$$LI = \frac{p - MC}{p} = \frac{1}{|\varepsilon|}$$

R, toplam geliri, $p(q)$ ters talep fonksiyonu ve fiyatı, ε talep esnekliğini, MR ve MC ise sırasıyla marjinal gelir ve marjinal maliyeti temsil etmektedir. Lerner endeksine göre, fiyat ile marjinal maliyet arasındaki nispi fark talep esnekliğinin tersine eşittir. Yani firmanın karşı karşıya olduğu piyasa talep esnekliği ne kadar yüksekse pazar gücü o ölçüde düşüktür.

LI basitçe firmanın fiyatı ile marjinal maliyeti arasındaki kar marjını vermektedir. İfade, fiyat ve marjinal maliyet arasında fiyat bozulmasına göre artış gösterdiğinden pazar gücünün bir ölçüsüdür. Ayrıca, LI, marjinal maliyetin marjinal gelire eşit olduğu durumda, firmanın pazar gücünün talep esnekliğine bağlı olduğunu göstermektedir. Firmanın talep esnekliği kısa ve uzun dönemde tüketici tepkisi, uzun dönemde yeni girişler ve yeni teknoloji gelişimi sayesinde büyük olma eğilimi gösterebilmektedir. Yüksek talep esnekliği ise düşük fiyat değişimine yol açmaktadır, çünkü yüksek esneklik seviyesinde yapılan fiyat artışı, talep edilen miktarda nispeten daha büyük bir düşüşe sebep olmaktadır (Church, Ware 1999). Bu durum ise, firmanın fiyatı marjinal maliyetinin üzerinde belirleme gücünü kısıtlamaktadır.

Piyasanın yoğunlaşmasını gösteren Herfindahl-Hirschman Endeksi (HHI) de pazar gücünün ölçülmesinde en çok üzerinde durulan ve tartışılan bir yöntemdir. Bu endeks aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

n adet firmanın bulunduğu bir piyasada $i = (1, 2, \dots, n)$,

$q \rightarrow$ firmaların çıktı seviyesi, $Q \rightarrow$ piyasadaki toplam çıktı seviyesi ise

$s_i = \left(\frac{q_i}{Q}\right)$ = piyasadaki i . firmanın pazar payıdır. Bu durumda,

$$HHI = \sum_{i=1}^n (s_i)^2 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{q_i}{Q}\right)^2$$

piyasadaki firmaların pazar payları eşitse; $HHI = \frac{1}{n}$ halini alır.

1 ve 2 alt indisleri ile temsil edilen piyasadaki iki firmanın birleşmesi ile piyasa yoğunlaşması değişimi (diğer firmaların pazar paylarının değişmediği varsayımı altında) şu şekilde hesaplanabilir:

$$HHI^n = s_1^2 + s_2^2 + \sum_{i \neq 1,2}^n (s_i)^2 \rightarrow \text{birleşme öncesi HHI ve 1. ve 2. firmanın pazar payları}$$

sırasıyla s_1 ve s_2 iken, bu iki firmanın birleştiğini düşünürsek;

$$HHI^{n-1} = (s_1 + s_2)^2 + \sum_{i \neq 1,2}^n (s_i)^2 \rightarrow \text{birleşme sonrası HHI}$$

$$\Delta HHI = HHI^{n-1} - HHI^n = (s_1 + s_2)^2 + \sum_{i \neq 1,2}^n (s_i)^2 - \left[s_1^2 + s_2^2 + \sum_{i \neq 1,2}^n (s_i)^2 \right]$$

$$\Delta HHI = 2s_1s_2 \rightarrow \text{birleşme ile yaşanan HHI değişimidir.}$$

HHI basitçe piyasadaki firmaların pazar paylarının karelerinin toplamı anlamına gelmektedir. Bu endeks piyasa yoğunlaşmasının bir göstergesidir. HHI sıfır ile bir arasında değer almaktadır. Piyasada tek firma bulunuyorsa formülün sonucu bir olarak bulunur. Firma sayısı arttıkça ve firmaların piyasa payları birbirine yaklaştıkça HHI sıfıra yaklaşır.

HHI değişimi birleşen firmaların pazar paylarına göre hesaplanmaktadır. Katılan firmalar için karlı olan birleşmelerde, tüm firmalar birleşme öncesi çıktı seviyelerini sonrasında da korurlarsa, birleşme, fiyatları olumsuz yönde etkilemeyeceğinden, sosyal

olarak istenebilecektir. Ancak büyük olasılıkla, birleşmeye tepki olarak firmaların çıktı seviyeleri değişirse HHI değişim formülü yanlış olacaktır (Farrell ve Shapiro 1990). Bu durumda, üretimin firmalar arasında yeniden dağılımı, piyasaya girişler ve piyasadan çıkışların da olabileceği göz önünde bulundurularak birleşme öncesi ve birleşme sonrası gerçekleşen yoğunlaşma değerleri üzerinden değişim hesabı yapmak daha doğru olacaktır.

Firmaların piyasa paylarının toplamı olarak açıklanabilen ve yatay birleşmelerin analizinde büyük öneme sahip olan, pazar payı ve HHI'nın yukarıda tanımı yapılan Lerner Endeksi ve karlılık ile ilişkisi ise Cowling ve Waterson'un 1976'daki çalışması esas alınarak şu şekilde açıklanabilir:

(π) kar fonksiyonunu, (p) ters talep fonksiyonu ve fiyatı, (c) maliyet fonksiyonunu, (F) sabit maliyeti, (q) firmaların ürettiği çıktı seviyesini, (Q) toplam çıktı seviyesini, (H) Herfindahl-Hirschman endeksini gösteren değişkenlerdir. N adet firmanın bulunduğu bir Cournot oligopoli piyasasında;

$$\begin{aligned}\pi &= pq_i - c(q_i) - F_i \\ p &= p(q_1 + q_2 \dots + q_n) = p(Q) \\ \frac{\partial \pi}{\partial q_i} &= p + \frac{\partial p}{\partial Q} \frac{\partial Q}{\partial q_i} q_i - c'(q_i) = 0 \rightarrow F.O.C. \\ \frac{\partial Q}{\partial q_i} &= 1 + \frac{d \sum_{j \neq i} q_j}{dq_i} = 1 + \lambda_i\end{aligned}$$

Piyasada faaliyet gösteren bireysel firmaya ait pazar payının, firmanın LI değerinin bir ölçüsü olduğu birinci derece koşul (F.O.C.) ele alınarak aşağıdaki gibi gösterilebilir⁸;

⁸ Firmanın Lerner İndeksi ile pazar payı ilişkisi Cowling and Waterson'un 1976'daki çalışması üzerinde yapılan hesaplamalar ile gösterilmeye çalışılmıştır.

$p - c'(q_i) = -q_i \frac{\partial p}{\partial Q} (1 + \lambda_i)$ ifadesinin sağ tarafını Q ile çarpıp bölersek,

$p - c'(q_i) = -\frac{q_i}{Q} \frac{\partial p}{\partial Q} Q (1 + \lambda_i)$ her iki tarafı p ile bölersek,

$\eta = \frac{\partial Q}{\partial p} \frac{p}{Q} \rightarrow$ Talebin piyasa fiyat esnekliği, $s_i = \frac{q_i}{Q} \rightarrow$ i. firmanın pazar payı ise;

$$LI = \frac{p - c'(q_i)}{p} = -\frac{q_i}{Q} \frac{\partial p}{\partial Q} \frac{Q}{p} (1 + \lambda_i) = -\frac{s_i}{\eta} (1 + \lambda_i)$$

Buna göre, bir firmaya ait Lerner indeksi firmanın piyasa içindeki payı ile pozitif ilişkilidir. Dolayısıyla, ölçek ekonomileri sayesinde büyük çaplı firmaların küçük firmalara nazaran marjinal maliyetlerinin düşük olduğu anlamı çıkmaktadır. Diğer bir deyişle, piyasadaki büyük firmalar nispeten daha yüksek kar elde etmektedirler.

Piyasadaki firmalar özdeş ve marjinal maliyetler sabit ise, birinci derece koşulu N adet firma için toplarsak piyasanın LI değeri ile piyasa yoğunlaşması (H) arasındaki ilişkiyi şu şekilde buluruz;

$$Np + \sum_{i=1}^N q_i \frac{\partial p}{\partial Q} (1 + \lambda_i) - Nc'(q_i) = 0$$

$$N + \sum_{i=1}^N \frac{q_i}{p} \frac{\partial p}{\partial Q} (1 + \lambda_i) - \frac{Nc'(q_i)}{p} = 0$$

$$\lambda = \frac{\sum q_i \lambda_i}{\sum q_i} \text{ ise;}$$

$$N + \frac{(1 + \lambda)}{\eta} - \frac{Nc'(q_i)}{p} = 0$$

$$LI = \frac{p - MC}{p} = -\frac{(1 + \lambda)}{N\eta} = -\frac{H}{\eta} (1 + \lambda)$$

Piyasadaki firmaların hacimleri farklılık gösteriyorsa, marjinal maliyet fonksiyonları da farklılık gösterecektir. Fiyatın marjinal maliyetten farklılaşmasını bu yapıdaki bir piyasa için aşağıdaki şekilde çözebiliriz:

$$\frac{\partial \pi}{\partial q_i} = p + \frac{\partial p}{\partial Q} \frac{\partial Q}{\partial q_i} q_i - c'(q_i) = 0 \rightarrow F.O.C.$$

q_i ile çarpıp piyasadaki N firma için toplarsak;

$$\sum p q_i + \sum q_i^2 \frac{\partial p}{\partial Q} (1 + \lambda_i) - \sum c'(q_i) q_i = 0$$

Firmaların sabit marjinal maliyete sahip olduğu varsayımıyla;

Orta ifadeyi Q^2 ile çarpıp böler ve $\mu = \frac{\sum q_i^2 \lambda_i}{\sum q_i^2}$ dersek;

$$\frac{\sum p q_i - \sum c'(q_i) q_i}{p Q} = - \sum \left(\frac{q_i}{Q} \right)^2 \frac{\partial p}{\partial Q} \frac{Q}{p} (1 + \mu)$$

$$\frac{\pi + F}{R} = - \frac{H}{\eta} (1 + \mu) \rightarrow \tilde{\pi} = \frac{\pi + F}{R} \text{ dersek gecikmeleri de dikkate alarak zaman içinde;}$$

$$\frac{\tilde{\pi}_t}{\tilde{\pi}_{t-1}} = \left[\frac{H_{t-\theta}}{H_{t-\theta-1}} \right]^\beta \rightarrow \text{alt indisler zamanı, } \beta \text{ ise uyarlama katsayısını ifade etmektedir.}$$

Buna göre, piyasadaki mevcut firmaların kar oranları HHI ile doğru, piyasa talep esnekliği ile ters ilişki içindedir. Pazar gücünün bir göstergesi olarak ele alınan HHI'deki (piyasa yoğunlaşmasındaki) bir değişim piyasadaki firmaların karlarını da aynı yönde değiştirmektedir. Yani, piyasa yoğunlaşmasındaki bir artışın piyasadaki firmaların fiyatı marjinal maliyetin üzerinde belirleyebilme gücünü artırmakta ve firma karlarını yükseltmekte olduğu gösterilmiştir.

Ancak, eşit pazar paylarına sahip firmaların bulunduğu piyasada firma sayısı ile birebir ilişkili HHI'nin piyasa ve firma karları ile aynı yönde hareket ettiğine dair bulguların aksine kanıtlar da mevcuttur. Salant, Switzer ve Reynolds'un (1983) Cournot oligopol piyasasında birleşmelere yönelik yaptığı çalışma sonuçlarına göre piyasada mevcut firma sayısının % 80'ine ulaşmayan birleşmeler karsızdır. Birleşme belli şartlar altında birleşen firmalara kayıplar getirebilecektir. Oligopol modellerinin Cournot çözümünde, diğer firmaların çıktıları veri alınarak kâr maksimizasyonunu veren çıktı seviyesi seçilmektedir. Birleşen firmalar her zaman birleşme öncesinde ürettiklerinin aynısını üretme seçeneğine sahip olduklarından, Cournot durumunda yatay birleşmelerden kaynaklanan kayıplar şaşırtıcı olabilir. Diğer firmaların değişmeyen çıktıları veri alındığı vakit, birleşen firmanın üretimini değiştirmek (yani düşürmek) için bir güdüye sahip olduğu görülür. Birleşen firmanın ortaklık kârları, birleşme öncesinde

elde edilen kârların toplamından düşük olabilir. Burada, birleşen firmalar içeridekiler (insiders), bağımsız olarak hareket eden firmalar ise dışarıdakiler (outsiders) olarak adlandırılmıştır. Anlaşmaya gitmemiş dışarıdakilerin, birleşen firmanın çıktı seviyesi ile bu firmalar birleşmemiş olsalardı üreteceği çıktı seviyesine verecekleri tepkiler arasında fark yoktur. Ancak, içeridekiler (yani birleşen firmalar), dışarıdakilerin çıktı seviyesini göz önünde bulundurarak üretim yapmaktadırlar. İçeridekilerin, dışarıdakilerin üretim seviyesine tepkisi gereği, üretimini kısıması gerekmektedir. Bunun karşılığında ise dışarıdakiler üretimlerini genişleterek tepki vereceklerdir. Bu durumda, birleşen firmalarca elde edilen kârlar, birleşme öncesi kârlar toplamından küçük olacaktır. Birleşen firmaların dışarıdakileri kapsadığı ölçüde kârlılığı artacaktır (Salant ve diğerleri 1983). Bu çalışmada, endüstrideki firma sayısının (n) olduğu, içeridekilerin $0 < m < n-1$ olmak üzere (m+1) firma içerdiği durumda, birleşme öncesi ve sonrası karların statik karşılaştırması şu şekilde yapılmaktadır:

$$\pi^{nc}(n, m) = (m+1)\pi(n) \rightarrow \text{birleşme öncesi içerideki firmaların karı}$$

$$\pi^c(n, m) = \pi(n-m) \rightarrow \text{birleşme sonrası içerideki firmaların karı}$$

$$g(n, m) = \pi^c(n, m) - \pi^{nc}(n, m) \rightarrow n \text{ firmanın } (m+1) \text{ adedi anlaşırsa oluşan kar farkı}$$

$$\alpha \rightarrow \text{sabit marjial maliyet}$$

$$p = \beta - \sum_{i=1}^n Q_i \rightarrow \text{doğrusal ters talep fonksiyonu ise;}$$

Cournot dengede, j. firma, karını maksimize etmek için Q_j 'nin seviyesine karar verecektir.

$$\pi(n) = Q(p - \alpha) \text{ ise j. firma}$$

$$\max_{Q_j \geq 0} Q_j \left[\beta - Q_j - \sum_{i \neq j}^n Q_i - \alpha \right] \text{ ise birinci derece koşul;}$$

$$\left[\beta - 2Q_j - \sum_{i \neq j}^n Q_i - \alpha \right] = 0$$

Simetrik bir Nash Dengesinde piyasadaki her firmaya ait çıktılar özdeş olacağından;

$$Q = \frac{\beta - \alpha}{n+1} \text{ halini alır. Bunu kar fonksiyonunda yerine koyarsak;}$$

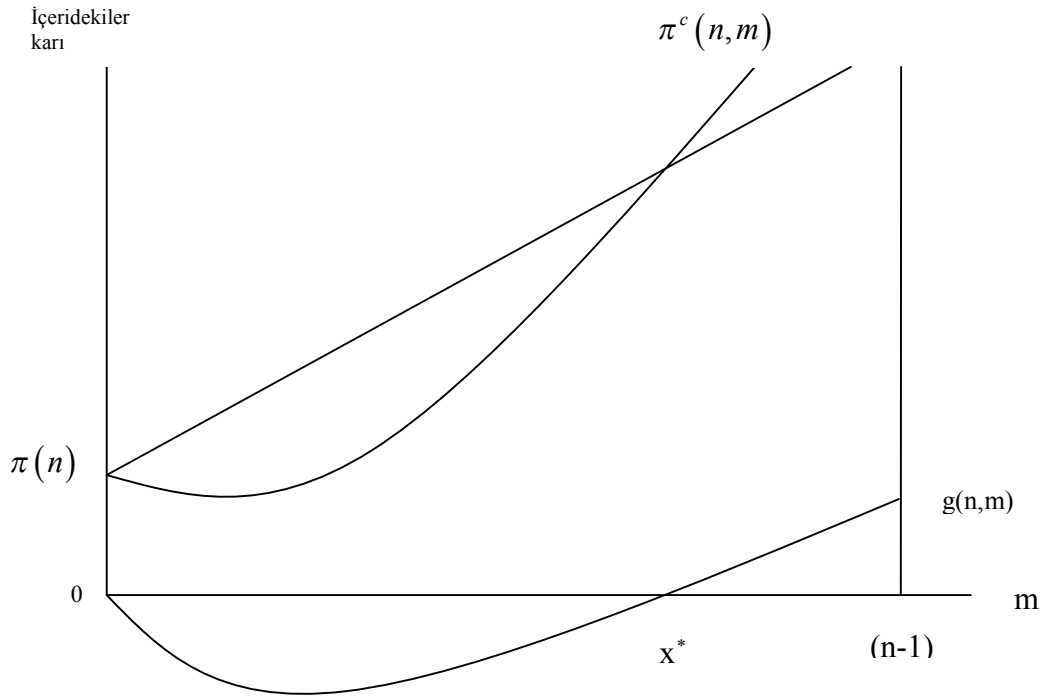
$$\pi(n) = \left(\frac{\beta - \alpha}{n+1} \right)^2 \text{ aynı şekilde, } \pi(n-m) = \left(\frac{\beta - \alpha}{n-m+1} \right)^2 \text{ olur.}$$

$$g(n, m) = \left(\frac{\beta - \alpha}{n - m + 1} \right)^2 - (m + 1) \left(\frac{\beta - \alpha}{n + 1} \right)^2$$

$$\Rightarrow (\beta - \alpha)^2 \left[\left(\frac{1}{n - m + 1} \right)^2 - (m + 1) \left(\frac{1}{n + 1} \right)^2 \right]$$

$$g(n, 0) = 0; \quad \frac{\partial g(n, 0)}{\partial m} < 0; \quad \frac{\partial^2 g(n, m)}{\partial m^2} > 0$$

Bu fonksiyonun özelliklerinden dolayı, $g(n, m)$ kesin dışbükeydir. Bu durumda, $g(n, m)$; $m=0$ 'da orijinden başlar, azalır ve dışbükey olduğundan artışa geçer. Dolayısıyla $g(n, m)$ fonksiyonunun (m) eksenini kestiği $x^* > 0$ gibi en az bir kökü vardır. Fonksiyonda $0 < m < x^*$ şartını sağlayan her (m) değeri için $g(n, m) < 0$; $m > x^*$ durumundaki her (m) değeri için ise $g(n, m) > 0$ 'dır. Grafikten de görüldüğü üzere tek el için birleşme her zaman karlıdır.



Grafik 9: Birleşmelerle Karların Seyri

$x^*(n)+1 \rightarrow$ ne kazanç ne de zarara sebep olan koalisyondaki firma sayısı,

$a = \frac{m+1}{n} \rightarrow$ içerideki firmaların piyasadaki tüm firmalara oranı ise;

$\hat{a} = \frac{x^*(n)+1}{n} \rightarrow$ birleşen firma ağırlığının başabaş noktasıdır.

$$g(n, an-1) = (\beta - \alpha)^2 \left[\frac{(n+1)^2 - an(2+n-an)^2}{(2+n-an)^2 (n+1)^2} \right]$$

Bu ifadenin sıfır olabilmesi için; $(n+1)^2 - an(2+n-an)^2 = 0$ sağlanmalıdır.

a kübik bir ifadedir ve üç kökü vardır. Yukarıdaki eşitlik çözüldüğünde;

$$a_1 = \frac{1}{n}; a_2 = \frac{2n+3-\sqrt{4n+5}}{2n}; a_3 = \frac{2n+3+\sqrt{4n+5}}{2n}$$

a_1 , $m=0$ durumunu gösterdiğinden, a_3 'te biri aştığından dolayı anlamsız olduğundan, sadece a_2 'nin (n) 'e göre birinci ve ikinci derece koşulları dikkate alınarak;

$n = -1$ yerel maksimum, $n = 5$ ise yerel minimum değerler olarak bulunur. Buradan;

$n = 5$ için $a_2 = \hat{a} = 0,8$ halini alır.

Yapılan analizin sonucunda, piyasadaki mevcut firma sayısının beş ve yukarısı olduğu durumda, tüm firmaların % 80'ini kapsamayan birleşmeler içeridekiler için karsızdır. Piyasadaki firma sayısı beşin altına düştüğünde ise tekel hariç tüm birleşmeler önceki duruma göre kar getirmeyecektir. Modele göre tekel için birleşmelerin tamamı karlıdır. Aslında, $(1/n)$ ile açıklanabilen piyasa yoğunlaşması, bu modelde, birleşmeler ile artış gösterirken, birleşen firmaların (içeridekiler) karlarında belirli bir birleşme seviyesine kadar azalış yaşandığı sonucuna götürmektedir. Birleşme ile beraber, firma bazında karlılık artmakla birlikte, sektörün toplam karlarında düşüş yaşandığı ortaya konmuştur. Buna göre, piyasadaki özdeş firmaların sayısındaki azalış, sektörün toplam karlarını da düşürmektedir. Ayrıca, birleşme ile gelen piyasa toplam çıktısındaki azalışın da toplumsal kayba (dead-weight loss) yol açtığı göz önüne alınırsa, piyasa yoğunlaşmasının refah üzerinde, toplamda negatif etkisinin mevcut olduğunu destekler nitelikte sonuçlar ortaya konulmuştur.

Buna paralel olarak, Stigler (1964), yayımlanan makalesinde, endüstrideki firmaların, birlikte bir tekeli gibi davranması durumunda birleşik kârlarının maksimum olacağını ve bu yüzden, oligopolist firmaların kârlarını maksimize etmek için diğer firmalarla anlaşma (gizli) veya birleşme yoluna gitmek isteğinde olduğunu belirtilmiştir. Buna göre piyasa yapısı tekele yaklaştıkça, birleşik karlar maksimuma ulaşacaktır.

Rekabet politikaları, yukarıdaki modelde de açıklandığı üzere, piyasa yoğunlaşması ile piyasa karlılığı ve refah arasında ters ilişki varsaymaktadır. Aslında tüm politika yaklaşımları bir birleşme gibi HHI'nin denge değerini artıran ve sistematik olarak refah denge değerini düşüren yapısal bir değişimi varsayarlar. Rekabet otoriteleri tarafından yapılan yatay birleşmelerin analizinde, piyasa yoğunlaşmasının refah ile ters ilişki içinde bulunduğu düşünülmekte ve birleşme onayları bu husus göz önünde bulundurularak karara bağlanmaktadır. N adet özdeş ve sabit birim maliyetli firmanın Cournot oyuncusu gibi hareket ettiği bir durumda, yoğunlaşma (HHI) ve refah arasında (W) sıkı bir ters ilişki görülebilirken, rekabet içindeki firmaların verimliliği aynı değilse veya ölçek ekonomileri varsa bu değişkenler arasında negatif bir ilişki beklemek yanlış olabilir (Farrell ve Shapiro 1990). Böyle bir piyasada HHI'nin refah ile ilişkisini incelememiz, yatay birleşmelerin değerlendirilmesi ve bu yönde politikalar oluşturulması açısından önem arz etmektedir. Farrell ve Shapiro (1990), çalışmasında, refah ve piyasa yoğunlaşması arasındaki ilişkiyi şu şekilde açıklamıştır: Cournot oyuncuların bulunduğu (n) firmalı bir piyasada;

i: firma ($i=1,2,\dots,n$), q_i : i. firmanın çıktı seviyesi, Q: toplam çıktı, $c_q^i(q_i)$: i. firmada üretimin marjinal maliyeti, H: HHI ve $p=P(Q)$ iken, çıktının marjinal brüt faydası, çıktındaki bir birimlik değişimin piyasa fiyatıdır. Bu durumda çıktının marjinal net faydası, piyasa fiyatı ile marjinal maliyet arasındaki farktır.

$$dW = \sum_{i=1}^n (p - c_q^i) dq_i \rightarrow \text{refah değişimini temsil etmektedir.}$$

$$(p - c_q^i) = -p'(Q) q_i \rightarrow \text{Cournot dengede i. firmanın birinci derece koşuludur.}$$

$$dW = -p'(Q) \sum_{i=1}^n q_i dq_i \text{ olarak düzenlenir.}$$

$$\sum_{i=1}^n q_i dq_i = \frac{1}{2} d \left[\sum_{i=1}^n q_i^2 \right] = \frac{1}{2} d [Q^2 H]$$

$$= QHdQ + \frac{1}{2} Q^2 dH \text{ halini alır. Refah değişimi fonksiyonunu buna göre düzenlersek;}$$

$$dW = -Q^2 H p'(Q) \left[\frac{dQ}{Q} + \frac{1}{2} \frac{dH}{H} \right] \text{ iken } p'(Q) < 0 \text{ olduğundan; refah değişiminin işareti;}$$

$$\frac{dQ}{Q} + \frac{1}{2} \frac{dH}{H} \text{ tarafından belirlenir.}$$

Buna göre refah ile çıktı düzeyi ve HHI pozitif ilişkilidir. Büyük pazar payına sahip bir firma çıktısını artırırsa, piyasa yoğunlaşması, piyasa çıktısı ve refahın tamamı artacaktır. $dQ < 0$, $dH > 0$ ve $dW > 0$ olasılığı bile mevcuttur. Cournot dengede büyük firmaların düşük marjinal maliyetleri vardır. Q gibi sabit bir toplam çıktının üretimi, bir birleşme ile daha küçük ve verimsiz firmalardan büyük firmalara kayduğunda (Bu değişimin piyasa yoğunluğunu yükselteceği tabidir.) refah artacaktır.

Piyasa yoğunlaşması ile sonuçlanan yatay bir birleşme, gerekli şartlar sağlandığında çıktıyı sınırladığı ve fiyatı yükselttiğinden firmaların karlarını yükseltmektedir. Ancak, bu kazançlarla ilgili esas konu, kazançların, maliyet yönlü etkiden mi (verimlilik artışı) yoksa gelir yönlü etkiden mi (pazar gücü) kaynaklandığıdır (Eckbo 1982). Piyasa yoğunlaşması ve pazar gücünün firma karları, refah ve rekabet üzerindeki etkileri ile bu konularda yapılan ampirik çalışma sonuçları, rekabet ve yatay birleşmelerle ilgili farklı görüşlerin doğmasına sebebiyet vermiştir. Bu görüşler; Marx ve ardılları ile Harvard Okulu (structure-conduct-performance), Chicago Okulu ve Post Chicago Okulu'nda kendini bulmuştur.

2.1.2.1.1.Marx ve Tekelci Kapitalizm Teorileri

Oligopolistik piyasada faaliyet gösteren firmalarda, rakipleri ve rekabetin yoğunluğunu etkileyen firmalar arası bağımlılık vardır. İlk olarak, mutlak ve nispi yoğunlaşmadan bahsetmek gerekir. Mutlak yoğunlaşma ilgili piyasadaki girişimlerin sayısı küçük veya azalıyorsa geçerlidir. Piyasadaki girişimlerin sayısı ilgili piyasada eşit olmayan biçimde dağılmışsa nispi yoğunlaşmadan söz edilir. Nispi yoğunlaşmayı ifade eden sermayenin merkezileşmesi kavramına ise ilk olarak Karl Marx değinmiştir. Marx'a göre sermayenin merkezileşmesindeki önemli bir faktör, büyük ölçekli üretimin artan önemi ve kitle üretimi ile mümkün hale gelen daha düşük fiyatlarla sonuçlanan teknolojik değişimdir. Marx firmaların büyüyen hacmine ve dolayısıyla zayıflayan rekabet ile tekel gücünün artmasına dikkat çekmiştir. Büyük hacimli ve daha düşük maliyetli firmaların rekabetinin küçük firmaları yok ederek tekel gücünün büyümesiyle sonuçlanacağını öngörmüştür. Kapitalizmin, büyük firmaların ekonomide başat konuma gelmesine yol açan, yoğunlaşma ve merkezileşme ile rekabetçi kapitalizmden ayrılacağını ima etmiştir. Tekel unsurlarının ürün piyasasına girmesi, bazı karların tekel

gücünün sömürgesinden ortaya çıkabileceği ve böylece karların üretim sürecinin yanı sıra değişim sürecinden de kaynaklanabileceği anlamına gelmektedir (Sawyer 1988).

Marx'a göre rekabet, diğer her şey değişmezken meta fiyatlarının ucuzlatılması ile gerçekleşmektedir. Meta fiyatlarındaki bir düşüş ise üretim ölçeğinin artışından kaynaklanan emeğin üretkenliğindeki bir yükselişten ortaya çıkmaktadır. Bu durumda büyük sermaye, küçük sermayeye üstün gelecektir. Kapitalizmin kendi içindeki mekanizmaları sayesinde, emekçinin mülksüzleştirilmesinin yanında, sermayenin merkezileşmesi sürecinde kapitalistin mülksüzleştirilmesi olgusunun gerçekleşeceğini ortaya koymuştur. “Zevkten perhiz” olarak yorumlanan yeniden yatırıma dönüştürülen artı değer parçasının büyüklüğü ise sadece kapitalistin kendisi tarafından belirleneceğinden, üretime dönüştürülen sermayeler arasında farklılıklar meydana gelecektir. Marx kapitalistin başka bir kapitalist tarafından mülksüzleştirilmesi durumunu; aileler arasında gerçekleşen mülk bölüşümü ve artı değerın kapitalist seviyesinde üretime dönüşen kısmında meydana gelen farklılıklar nedeniyle oluşan birçok küçük sermayenin birkaç büyük sermaye haline dönüştürülmesi süreci olarak ele almakta ve küçük sermayelerin tek bir kapitalistin elinde toplanmasını sermayenin merkezileştirilmesinin son sınırı olarak tanımlamaktadır.

Bunun yanında, Marx, rekabetin, birbirine düşman sermayelerin sayısı ile doğru, büyüklüğü ile ters orantılı olduğu görüşündedir (Marx 1867). Marx analizinde hiç birleşme hareketlerine değinmemiş olsa da, tartışmasının genel hatları birleşme hareketleri ile tamamen tutarlıdır (Curry, George 1983). Ayrıca, Marx, yoğunlaşma ve merkezileşme artışı ile birlikte oluşan tekel fiyatı ile gerçekleşen aşırı karın ücretlilerin veya diğer kapitalistlerin gelirlerinden sağlanan azalış ile karşılanacağını ileri sürmüştür (Marx 1894).

Marksist analizi detaylandıran Downie'ye göre; rekabet sürecinde iki mekanizma işlemektedir. Transfer mekanizması, verimli firmaların kendi pazar paylarını verimsiz firmalarınki pahasına genişletmeleridir. En verimsiz firmalar yok olacağından, verimlilik farkları transfer mekanizmasının zayıflaması sayesinde küçülecektir. Daha oligopolistik yapılara doğru giden hareketin, işbirliği davranışındaki artışla başarılması, transfer mekanizmasındaki küçülme eğilimini güçlendirir. Dolayısıyla, transfer mekanizması, bir piyasayı, başlangıçta hızlı, akabinde daha yavaş

bir biçimde yoğunlaşmanın yüksek seviyelerine doğru itecektir. Verimsiz firmaların transfer mekanizması ile baskı altında olmaları, yenilik mekanizmasının işlemesi için kaynak olmaktadır. Daha verimli firmalar transfer mekanizmasının tehdidi altında olmadıklarından, yeni teknoloji arayışlarındaki titizlikten yoksundurlar. Piyasaya hâkim bir grup firma büyüklük avantajlarının tamamından yararlanırken, daha küçük yenilikçi firmalar avantajları ortaya çıkarmakta zorlanırlar. Büyüme güdüsü, yoğunlaşmış piyasalardaki firmaların, bu piyasada mekanizmaların zayıflamasıyla, daha düşük yoğunlaşmaya sahip endüstriler içinde çeşitlenmesine ve böylece transfer mekanizması işleyişinin hızlanmasına sebep olmaktadır. Başlangıç hacmi ve geçmişi dikkate alınmadan, her firmanın büyümenin aynı dağılımıyla karşı karşıya bulunmasına rağmen, bazı firmaların daha fazla şansı olduğu için, herhangi bir dönemde gerçek büyüme oranları farklılık gösterecektir. Dolayısıyla, belirli bir firma sayısına sahip bir endüstride yoğunlaşma artış gösterecektir. Bu sebeple, teori, yoğunlaşma artışı ve büyük firmaların birden fazla endüstride pazar gücünü koruması için genel bir eğilim öngörmektedir. (Curry, George 1983).

Marx, her ne kadar sermayenin yoğunlaşması ve merkezileşmesi nedeniyle piyasaların, feodal geçmiş dönemin artığı olarak gördüğü⁹, tekeli biçimine dönüşeceğini öngörmekte ise de, bunu kapitalist düzenin bir parçası olarak ele alan ve bu yönde teorik yapıyı ortaya koyan Paul Baran ve Paul M. Sweezy olmuştur. Piyasa yoğunlaşmasının son sınırına (tek şirket) gelinmeden, rekabetin sona erdirildiğini ve piyasanın yaklaşık % 80'i birleşmeler ile az sayıda şirketin eline geçtiğinde, rekabette yaşanan düşüşten dolayı birleşme için eğilimlerin azalacağını ve hatta bölünmelerin olabileceğini ileri sürmüşlerdir (Sweezy ve diğerleri 1975). Bu görüşe göre, tekeli kapitalizmin esas amacı olan üretim maliyetlerinin azaltılması konusunun tek motivasyonu karların artırılmasıdır. Bu ise, tekeli kapitalizmde azalan maliyetlerin, kar marjlarını sürekli ve ulusal ürünün bir yüzdesi olarak yükselme eğilimi içine soktuğu anlamına gelmektedir (Baran, Sweezy 2007).

Marksist analizin devamı niteliğinde olan tekeli kapitalizmin öncülerinden Kalecki maliyet fiyatlamasının (fiyatın ortalama maliyetler üzerinden hesaplanmasının); “tekeli seviyesi” olarak özetlenen, firmanın pazar gücüne; tekeli seviyesinin ise,

⁹ Tekeli Sermaye, Sweezy Paul M. Baran Paul, Kalkedon 2007 sf:22

yoğunlaşma derecesine ve firmalar arasında anlaşmalara bağlı olduğu fikrini ortaya atmıştır. Firma karlarının ulusal gelir içindeki payının zaman içinde artmakta olması sebebiyle, yoğunlaşma derecesinin (dolayısıyla tekel seviyesinin) zaman içinde genel olarak artacağını iddia etmiştir. Kalecki'ye göre fiyat (P); ortalama maliyetlerin (a), tekel seviyesinin bir fonksiyonuna (k) bağlı bir şekilde oranıdır $P=(1+k)a$ (Sawyer 1988).

Kalecki 1938'deki çalışmasında ekonomideki yoğunlaşma oranının karların gayrisafi gelir içindeki payı ile birlikte zamanla artış göstereceğini ortaya koymuştur. Modelde; m: kısa dönem marjinal maliyetleri, p: fiyatı, x: ürün miktarını, c: kapitalist gelirini (kar, faiz), d: amortismanı, s: yönetici maaşlarını, w: işçi ücretlerini, r: hammadde maliyetini, LI: Lerner İndeksini, T: toplam satışları, Y: gayrisafi geliri, ifade etsin. Modeldeki değişkenlerden d, s, w ve r değişkenlerinde "o" alt indis ile gösterilenlerin ortalama, "m" alt indisle gösterilenlerin marjinalleri, büyük harfle gösterilenlerin tüm ekonomiyi sembolize ettiğini düşünelim. Bu durumda;

$$\begin{aligned}
 m &= d_m + s_m + w_m + r_m \rightarrow \text{kısa dönem marjinal maliyetleri gösterebilir,} \\
 p &= c_o + d_o + s_o + w_o + r_o \rightarrow \text{fiyat ortalama maliyetler ve kardan meydana gelmektedir.} \\
 LI &= \frac{p-m}{p} \rightarrow pLI = p-m \text{ halini alır. Bu ifadeyi x ile çarpıp ekonomi için toplarsak:} \\
 \sum xpLI &= \sum xc_o + \sum x(d_o - d_m) + \sum x(s_o - s_m) + \sum x(w_o - w_m) + \sum x(r_o - r_m)
 \end{aligned}$$

Piyasadaki girişimlerdeki gözlemlerden yola çıkılarak yıpranma ve yönetici maaşlarının ortalamasının marjinallerinden büyük olduğu, hammaddelerinkinin ise hemen hemen aynı olduğu kabul edilmektedir. Ücretlerin ise, ekonominin büyük bölümünü oluşturan sektörlerde; yavaşça düşmekte, aynı kalmakta veya tam istihdama gelindiğinde yavaşça yükselmekte olduğu kabul edilmiştir. Çalışmada bahsi geçen sektörlerde tam istihdam sağlanamadığından, ücretlerin düşmekte olduğu varsayılmıştır. Çalışmadaki istatistiksel verilere dayanılarak W'nin gayrisafi gelirin yarısından ve dolayısıyla C+D+S toplamından küçük olduğu varsayılmıştır. Toplamların büyük harfle gösterildiği aşağıdaki durumda, α , β ve γ parametreleri sıfırla bir arasındaki pozitif değerleri temsil etmektedir.

$$\sum xpLI = C + (1 - \alpha)D + (1 - \beta)S + \gamma W$$

$\sum xpLI = (C + D + S) - (\alpha D + \beta S - \gamma W) \rightarrow$ ikinci parantezdeki ifade diğerine göre küçüktür, dolayısıyla bu kısmı göz ardı edip, $T = \sum xp$ ifadesini toplam satışlar olarak ele alırsak;

$Y = C + D + S + W$ iken,

$$\frac{\sum xpLI}{\sum xp} = \frac{C + D + S}{T} = LI \text{ sermayedarın brüt getirisi ve maaşların toplam satışlar içindeki nispi}$$

payı yaklaşık olarak tekel seviyesine eşittir.

$$\frac{T}{Y} = \frac{1}{LI} \frac{C + D + S}{Y} \text{ halini alır.}$$

Bu eşitlikten görüldüğü üzere, tekel seviyesindeki bir artış T/Y oranında nispeten daha düşük bir azalışa sebep olmaktadır. Ayrıca, tekel seviyesindeki bir artış diğer her şey sabitken kar, yıpranma ve maaş ödemelerinin gayrisafi gelir içindeki payında daha düşük bir seviyede yükseliş yaratmaktadır. Karların, ulusal gelir içindeki payının yükselişinden kaynaklanan artan sermaye birikimi ve yoğunlaşma sayesinde, tekel seviyesinin uzun dönemde yükselme eğilimi içinde bulunacağını ve piyasaların bu suretle oligopolistik bir yapıya bürüneceğini ve bu yapının da anlaşmalar yoluyla kartellere dönüşeceğini ortaya koymuştur (Kalecki 1938).

Tekelci kapitalizm teorileri yoğunlaşma ile ilgili temel unsurda endüstriyel iktisat akımına etkiye bulunmuşlardır. Karlılığın yoğunlaşma seviyesinin artan bir fonksiyonu olduğu fikri yapı davranış performans (structure-conduct-performance) paradigmasında da kendini göstermiştir (Sawyer 1988).

2.1.2.1.2. Geleneksel Yaklaşım-Harvard Okulu (Structure-Conduct-Performance)

1960'lı yıllara kadar görüşleri büyük ölçüde kabul gören Harvard Okulu'na göre piyasa yapısı piyasada faaliyet gösteren firmaların davranışlarını belirler. Firma davranışları ise piyasanın performansını doğrudan etkilemektedir. Performans fiyatın marjinal maliyete yaklaştığı ölçüde iyileşmektedir. Joe Bain'in 1951 yılındaki öncü çalışmasına göre, piyasa yoğunlaşması ne kadar yüksekse, karlılığın rekabetçi seviyenin üstünde olması ve firmalar arası anlaşmanın etkili olması muhtemeldir. Ayrıca, Bain çalışmasında firma hacmi ile karlılık arasında önemli bir bulguya rastlanmamıştır. Piyasa yoğunlaşması, yapıyı tam rekabet piyasasından uzaklaştırdığı ölçüde firmaların marjinal maliyetten yüksek bir seviyede fiyat belirleyebilme gücünü artırmaktadır. Dolayısıyla,

firma karlarının artışı, çıktının azalması ve kötü bir piyasa performansına işaretler. Yatay birleşmeler piyasa yoğunlaşmasını artırdığı için, yapıyı bozup performansı kötü yönde etkileyeceğinden, birleşme ile piyasadaki diğer firmalar veya birleşen firmalarda açık bir verimlilik artışı görülüyorsa bu türlü birleşmelerin engellenmesi gerektiği yapısalci görüş tarafından savunulmaktadır. Giriş engellerinin bulunduğu bir durumda, piyasa gücü ile eşdeğer olarak algılanan piyasa yoğunlaşma seviyesi arttıkça, piyasadaki firmalar tarafından işbirlikçi veya oligopolistik davranışlar karlı bulunacaktır (Bakınız: Kulaksızoğlu 2003, Zeybek 2005, Şenyücel 2003, Ardic 2004, Church ve Roger 1999).

Geleneksel yaklaşım, yüksek yoğunlaşma ile yüksek karlara sebep olan anlaşma olasılığı artışının yoğunlaşma artışı ile doğru orantılı olduğunu ima etmektedir. Buna göre, yoğunlaşma seviyesi arttıkça, piyasada, bağımsız kalmaya nazaran anlaşma maliyetleri azalış göstermektedir. Dolayısıyla, yoğunlaşma oranı birleşme ve kartel için anlaşmanın bir temsilcisi olarak hizmet etmektedir (Ornstein 1972). Piyasa yoğunlaşması doktrini olarak da adlandırılan bu okul, kısaca, yoğunlaşma seviyesinin endüstrinin pazar gücünün makul ve mantıklı bir göstergesi olduğu görüşündedir (Eckbo 1985).

Yapı-davranış-performans paradigması bariz bir biçimde sinerji yaratmayan birleşmelerin engellenmesi gerektiği konusunda fikir birliği içindedirler. Bu durumda, sinerji yaratmayan birleşmelerin, piyasa üzerindeki etkilerine değinmemizde fayda vardır. Yatay bir birleşme ile birleşen firmaların, rakip firmaların ve dolayısıyla piyasanın çıktı seviyesinin ne şekilde değişim göstereceği aşağıda belirtilen model ile ortaya konulacaktır.

Farrell ve Shapiro'nun (1990) yatay birleşmelerin denge analizi çalışmasında, içerideki firmaların ve piyasanın çıktı seviyesindeki değişim ile maliyet tasarrufundan sağlanabilecek verimliliklerin fiyat yükselişini önlemedeki boyutu belirlenmiştir. Modelde hem sinerji yaratmayan birleşmeler hem de ölçek ekonomileri ve sinerji nedeniyle maliyet tasarruflarına yol açan birleşmeler ele alınmıştır. Farklı firmaların farklı miktarlarda üretimde bulunduğu her Cournot dengesinde, marjinal maliyet firmalar arasında farklılaşır. Modelin varsayımları aşağıdaki gibidir:

$1-p'(Q)+q_i p''(Q)<0$ bu varsayım $p'(Q)+Qp''(Q)<0$ sağlanıyorsa sağlanır.

2-Her firmanın kendine kalan talep eğrisi $p(\square+z_i)$ marjinal maliyet eğrisinin artan kısmında kesişir. $c_{qq}^i > p'(Q)$ şartı marjinal maliyet azalan değilse ($c_{qq}^i \geq 0$ ise) sağlanır.

Rakiplerin toplam çıktısındaki (z_i) değişimin i. firma çıktısı üzerine etkisi şu şekildedir:

$$\frac{\partial \pi^i}{\partial q_i} = p(Q) + q_i p'(Q) - c_q^i = 0 \text{ ifadesinden,}$$

$$\frac{dq_i}{dz_i} \equiv R_i = -\frac{p'(Q) + q_i p''(Q)}{2p'(Q) + q_i p''(Q) - c_{qq}^i} \text{ halini alır.}$$

ikinci derece koşul ve birinci varsayım dikkate alındığında, $-1 < R_i < 0$ olacaktır.

Buna göre, rakipler üretimi artırdıklarında, i. firma, rakiplerin üretim artışından daha düşük bir seviyede üretimini kısıacaktır.

i. firmanın çıktı seviyesinde dışsal bir değişiklik düşünelim. Diğer firmalar çıktılarını Cournot dengesi kurmak için kendi aralarında uyarlayacaklardır. Firmaların tepki fonksiyonları negatif eğimli ise ve $c_{qq}^i > p'(Q)$ şartı sağlanmışsa, piyasadaki toplam çıktı i. firmanın çıktısı ile aynı doğrultuda, fakat daha düşük bir seviyede değişecektir. Birleşen firmaların çıktısında (q_i) değişime (Δq_i) yol açan bir birleşmenin dışsal etkisi (ΔQ), dq_i şeklindeki küçük değişimlerin toplamı olarak hesaplanabilir. Bu türlü küçük değişimler (dq_i), “sonsuz küçük birleşme” (infinitesimal merger) olarak adlandırılmıştır.

$$dq_i(1+R_i) = R_i(dz_i + dq_i) \Rightarrow dq_i = \frac{R_i}{(1+R_i)} dQ$$

$$\lambda_i = -\frac{R_i}{(1+R_i)} = -\frac{p'(Q) + q_i p''(Q)}{c_{qq}^i - p'(Q)} > 0 \Rightarrow dq_i = -\lambda_i dQ \text{ aynı şekilde,}$$

$$dz_i = -\sum_{j \neq i} \lambda_j dQ \Rightarrow dz_i + dq_i = -\sum_{j \neq i} \lambda_j dQ + dq_i$$

$$\Rightarrow dq_i = dQ \left(1 + \sum_{j \neq i} \lambda_j \right) \Rightarrow \frac{dQ}{dq_i} = \frac{1}{1 + \sum_{j \neq i} \lambda_j} \text{ halini alır. } \sum_{j \neq i} \lambda_j > 0 \text{ olduğundan,}$$

$$0 < \frac{dQ}{dq_i} < 1 ; 0 < \frac{\Delta Q}{\Delta q_i} < 1 \text{ olacaktır.}$$

Buna göre Q, q_i ile aynı doğrultuda, fakat daha küçük hareket eder.

Bu durumda, birleşme hiç sinerji yaratmıyorsa, piyasa fiyatında yükselişe yol açabilmektedir. Sinerji olmaması durumu içerideki firmaların birleşme öncesi maliyetlerinin toplamının birleşik firma maliyeti için geçerli olması anlamına gelmektedir. Yukarıda gösterildiği üzere, içeridekilerin çıktı seviyesi değişimi ile piyasa toplam çıktı seviyesi değişimi aynı yöndedir. Birleşme sonrası dışarıdaki firmaların çıktı seviyesinin hiç değişmediğini varsayarsak, birleşme ile içeridekilerin çıktı seviyesi kararları açıklanmış tercihler argümanı ile aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$\bar{q}_i \rightarrow$ Cournot dengede i. firmanın birleşme öncesi çıktı seviyesi, $i = 1, 2$.

$q_i \rightarrow$ birleşen firmaların ortak karlarını maksimize ettikleri durumdaki çıktısı,

$$(q_1 + q_2) p(q_1 + q_2) - c^1(q_1) - c^2(q_2) \geq (\bar{q}_1 + \bar{q}_2) p(\bar{q}_1 + \bar{q}_2) - c^1(\bar{q}_1) - c^2(\bar{q}_2)$$

$$\bar{q}_1 p(\bar{q}_1 + \bar{q}_2) - c^1(\bar{q}_1) \geq q_1 p(q_1 + \bar{q}_2) - c^1(q_1)$$

$$\bar{q}_2 p(\bar{q}_1 + \bar{q}_2) - c^1(\bar{q}_2) \geq q_2 p(\bar{q}_1 + q_2) - c^1(q_2)$$

$$(\bar{q}_1 + \bar{q}_2) p(\bar{q}_1 + \bar{q}_2) - c^1(\bar{q}_1) - c^2(\bar{q}_2) \geq q_1 p(q_1 + \bar{q}_2) + q_2 p(\bar{q}_1 + q_2) - c^1(q_1) - c^1(q_2)$$

$$(q_1 + q_2) p(q_1 + q_2) \geq q_1 p(q_1 + \bar{q}_2) + q_2 p(\bar{q}_1 + q_2)$$

eğer $q_1 \geq \bar{q}_1$ ve $q_2 \geq \bar{q}_2$ ise fiyat düşeceğinden eşitsizlik tutarsız bir hal alacaktır.

dışarıdakilerin çıktısı Q_o veri iken ikinci üretim yerinde çıktının artmadığını düşünelim:

$q_2 \leq \bar{q}_2$ iken $\Delta Q < \Delta q_2$ olduğundan karı maksimize eden birinci üretim yeri çıktı düzeyi;

birleşme öncesi üretimden yüksek olacaktır: $\hat{q}_1 \geq \bar{q}_1$ ve $\hat{q}_1 + q_2 \leq \bar{q}_1 + \bar{q}_2$ halini alır.

Ayrıca, $q_2 > 0$ ise, 1. firma ortak karları maksimize ettiğinden, 2. firmanın çıktısı verildiğinde,

q_1 'deki artış 2. firmanın karlarını düşüreğinden, 1. firma kendi karını maksimize

ettiğinden kesinlikle daha az üretimde bulunacaktır. Bu durumda,

$q_1 < \hat{q}_1$ ve $q_1 + q_2 \leq \bar{q}_1 + \bar{q}_2$ olur.

Buna göre bir birleşme hiç öğrenmeye yol açmıyorsa veya kısa dönemde sermaye üretim yerleri arasında hareketli değilse yahut birleşen tüm firmalar özdeş, etkin ve ölçeğe göre sabit getiri sergiliyorlarsa, birleşme ile fiyat yükselecektir. Çalışmanın bu husustaki bulguları, yapı-davranış-performans paradigmasının sinerji görülmeyen birleşmelerin engellenmesi gerektiği yönündeki görüşü destekler niteliktedir. Ancak birleşme içerideki firmaların belli bir düzeyde ölçek ekonomileri yaratmasına izin veriyorsa veya öğrenme yoluyla verimliliklerini artırıyorsa, bu türlü bir birleşme toplam çıktı seviyesini artırabilecek ve tüketicileri daha iyi bir konuma getirebilecektir.

1970'lerin sonuna kadar yapı-davranış-performans paradigması çerçevesinde yürütülen istatistiksel analiz azalan getiri sergilemektedir. Dolayısıyla, piyasa yapısının piyasa performansını belirlediğine dair fikir birliği yoktur. Piyasa yoğunlaşmasındaki artışın pazar gücü ve karlar üzerinde etkili olup olmadığı veya yoğunlaşma artışına yol açan yüksek karlar ve büyük firma hacminin verimlilik avantajlarından kaynaklanıp kaynaklanmadığı tartışma konusu olmuştur (Church, Ware 1999). Ayrıca, bu görüşe, nispeten verimli rekabetçi firmaların genişlemesiyle, yüksek endüstri karlarının göreceli olarak yoğunlaşmış endüstrilerde bulunduğu yönünde eleştiriler de gelmiştir (Eckbo 1985).

2.1.2.1.3. Verimlilik Farkları Yaklaşımı-Chicago Okulu

Yapısalcı görüş yatay birleşmelere karşı müdahaleci bir tutum sergilemekte iken, 1960'larda Chicago Okulu tarafından bu görüşe eleştiriler gelmiştir. Bu okulun öncülerinden Demsetz'e göre; verimli firmaların büyük pazar payı ile birlikte yüksek kazanç elde etmeleri, hem yoğunlaşmanın hem de endüstri seviyesindeki karlılığın yüksek olması ile sonuçlanır (Schmalensee 1987). Eleştiriler, piyasada yüksek yoğunlaşmanın ölçek ekonomileri ve kapsam ekonomileri sağlamak için gerekli olduğu ve firmaların yüksek yoğunlaşma düzeylerinde bile rekabetçi davranabileceği yönündedir (Kulaksızoğlu 2003). Rekabet politikasının amacı iktisadi etkinlik ise; üretim etkinliğini artırabilen bir faaliyet (örneğin firmaya ölçek ekonomisi avantajı sağlayan büyük ölçekli bir devralma, firmaya aynı zamanda tekel fiyatlama fırsatı da verebileceğinden), tahsis etkinliğini azaltabilir. Böyle bir durumda, rekabet politikaları net etkinlik kazancını dikkate almalıdır. Bu okula göre iktisadi etkinliğe nasıl

ulaşıldığının bir önemi yoktur. Ayrıca yüksek yoğunlaşmanın rekabeti azaltacağı söylenemez. Nitekim, piyasada potansiyel rekabet baskısı var ise, yüksek karların yeni girişler sağlayacağı ve halihazırdaki karları düşüreceği açıktır. Dolayısıyla, piyasadaki firmalar tekelci davranışlardan kaçınırlar ve piyasa daha rekabetçi bir yapıya bürünür (Ardıç 2004). Hükümet müdahale etmediği sürece bir firmanın piyasada yerine getirdiği şeyler aynı şekilde etkin başka bir firma tarafından da yerine getirilebilir. Açık bir işbirliği durumu hariç, hükümetlerin piyasaya müdahale etmesi için bir neden bulunmamaktadır (Kulaksızoğlu 2003).

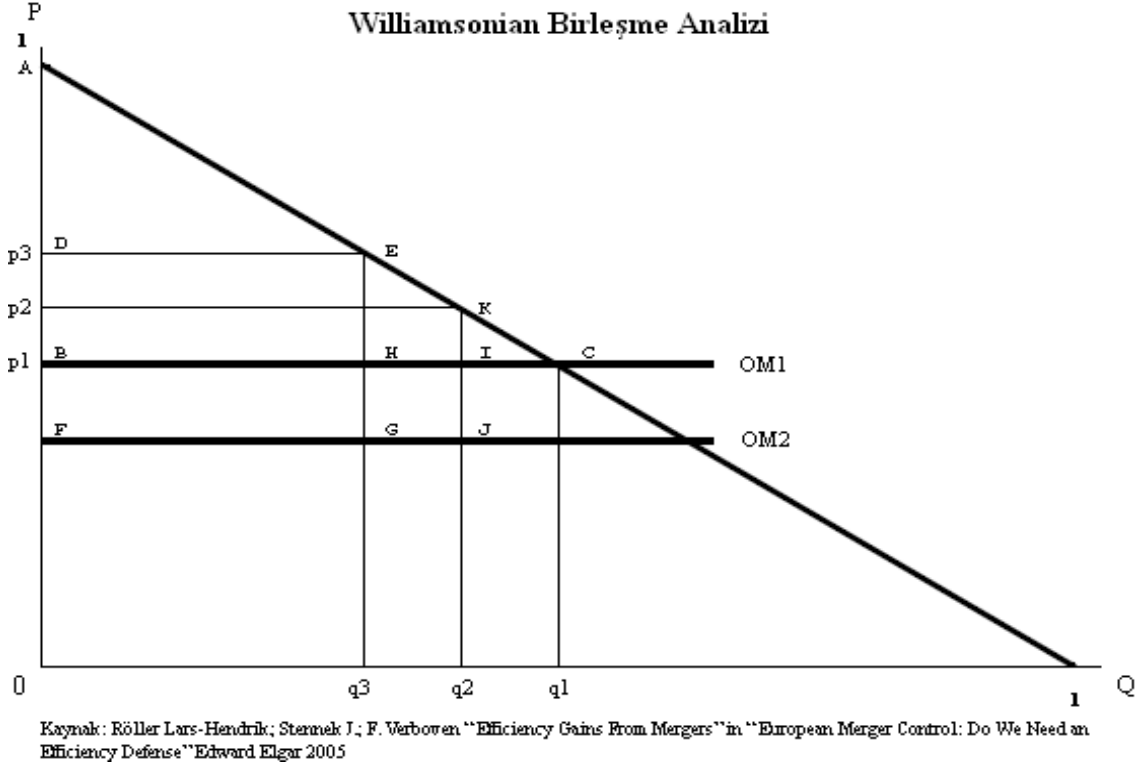
Kısaca, Chicago Okulu, piyasa yoğunlaşmasının, piyasada bulunan firmaların verimliliklerinden kaynaklandığı ve dolayısıyla bu verimliliklerden yararlanmak adına, yoğunlaşmayı ve firma hacmini artırıcı unsur olan yatay birleşmelere hükümetin müdahale etmemesi gerektiği görüşlerine sahiptir. Birleşme ile önemli ve ortaya çıkması muhtemel beş tip verimlilikten bahsetmek gerekir (Röller ve diğerleri 2005).

- 1-Bağılantılı teknolojik kapasite artırılmadan, firmalar arası üretimin yeniden tahsisinden kaynaklanan maliyet avantajları anlamına gelen, üretimin rasyonelleştirilmesi,
- 2-Toplam çıktıdaki artışla beraber ortalama maliyetlerdeki tasarrufu gösteren ölçek ekonomileri,
- 3-Araştırma ve geliştirme güdülerinde artış veya know-how yayılımından kaynaklanan teknolojik süreç,
- 4-Faktör fiyatlarındaki tasarruflar veya ekonomilerin satın alınması,
- 5-Yönetimdeki gevşekliğin azaltılması.

Pazar gücü yaratmak suretiyle sosyal kayıplara neden olabileceği göz önüne alınarak rekabeti bozucu yönde etkide bulunabilecek birleşmeleri saptamak ve engellemek üzere birçok girişimde bulunulmuştur. Engelleyici yasa ve uygulamalar karşısında birleşmelerin verimliliği artırdığı yönündeki sav birleşmelerin anti tröst savunması olarak “Williamsonian ödünleşimde” (Williamsonian trade-off) kendini bulmuştur.

Aşağıda grafikte de gösterilen Williamsonian ödünleşime göre; homojen mallı bir endüstride birim maliyetlerin sabit ve birleşmeden önce OM1’e eşit olduğunu,

birleşmeden sonra ise OM2'ye düştüğünü varsayarsak, birleşme ile sektörde tam rekabet piyasasından tekelleşme ile eksik rekabete ve eksik rekabet piyasasından tekele dönüşme şeklinde üç durum ortaya çıkabilmektedir:



Grafik 10: Tam Rekabetten Eksik Rekabet/Tekel Piyasasına ve Eksik Rekabet Piyasasından Tekel Piyasasına Geçiş Sırasında Ortaya Çıkabilecek Net Kazançlar

İlk durumda; birleşmeden önce tüketici artığı ABC üçgeni iken, fiyatın p_3 'e yükselmesiyle ADE üçgeni şeklini alır. Tekelci üretici karı ise ortalama maliyette yaşanan düşüşle sağlanan BHGF alanı ile birlikte DEGF dikdörtgeni alanı kadardır. Burada ortak olan DEBH dörtgeninin alanı dikkate alınmadığında tüketicinin refah kaybı EHC üçgeni alanı iken üreticinin refah artışı BHGF dikdörtgeni alanıdır. $A(BHGF) - A(EHC)$ arasındaki müspet fark¹⁰ ise birleşmenin tekele dönüşmesinden kaynaklanan net refah artışıdır (Williamson 1968).

İkinci durum olan, birleşme sonucu oligopol piyasasının oluşması halinde ise; fiyatın p_2 'ye yükseldiğini düşünürsek, maliyet tasarruflarının BIJF, BIK p_2 alanı dikkate

10 Ortalama maliyetlerdeki oransal düşüş, fiyatlardaki yüzde yükselişin karesinin, talep esnekliği, ilk çıktının nihai çıktıya oranı ve k (maliyet ve fiyat arasındaki bağı olup birleşme öncesi pazar gücünü temsil etmektedir.) parametresinin çarpımının yarısını geçerse birleşmenin refah kazançları sağladığı ileri sürülmektedir.

alınmadığında tüketici artığı azalmasının ise KIC alanı kadar olduğunu görürüz. $A(BIFJ)-A(KIC)$ arasındaki müspet fark ise birleşme ile oligopol piyasası oluşmasından kaynaklanan net refah artışıdır (Röller ve diğerleri 2005).

Son olarak, p_2 fiyatında oligopol piyasası şartlarında işleyen bir piyasada faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesi ile tekel oluşması durumunu inceleyelim. Fiyat bu durumda tekel fiyatı olan p_3 seviyesine yükselmiş, maliyet ise OM2 halini almıştır. Burada tüketici artığı DEK p_2 alanı kadar azalmakta, üretici karı ise, p_2KIB alanı iken DEGF alanı halini almaktadır. $A(BHGF)-A(EKIH)$ arasındaki pozitif fark yine birleşme ile piyasanın oligopolden tekele dönüşmesi sonucu gerçekleşen maliyet düşüşünden kaynaklanan net refah artışıdır (Röller ve diğerleri 2005).

Bu ödünleşim sayesinde toplam refah yaklaşımı ile tüketici artığı yaklaşımı ortaya çıkmıştır. Toplam refah yaklaşımına göre birleşme, tüketici kaybını telafi edebilecek seviyede verimlilik kazançları sağlıyorsa, yapılmalıdır. Tüketici artığı yaklaşımında ise, maliyetlerde meydana gelen düşüşten bir nebze de olsa tüketici faydalandırılmalıdır. Buna göre, fiyat birleşme öncesi ve sonrası oluşan maliyetler arasında belirlenmelidir. Bu yaklaşımlar sonucunda belirli kriterler de ortaya çıkmıştır. Birleşme sonrasında maliyet kazançlarının tüketici artığındaki azalıştan daha yüksek olmasını öngören “Hillsdown Standardı” ile maliyet kazançlarının tamamının tüketicilere yansıtılmasını öngören “Killer Standardı” birleşmelerin değerlendirilmesinde dikkate alınabilecek kıstaslar getirmiştir (Kalkan 2004).

Chicago okuluna göre, yüksek pazar payları daha verimli olan firmaların bu üstünlükleri sonucu ortaya çıkmakta ve verimli firmaların bulunduğu sektörlerde yoğunlaşma oranlarıyla birlikte kârlılık da artmaktadır. Bu görüş, geleneksel yaklaşımda olduğu gibi, piyasa yoğunlaşması ile kârlılık arasında pozitif bir ilişki doğurmaktadır. Ancak, yeni yaklaşımda esas konu piyasada faaliyet gösteren firmanın pazar payı ile piyasa veya firma karlılığı arasındaki ilişkidir. Chicago okuluna göre, bireysel firmanın piyasa içindeki payının büyüklüğü verimliliğine kaynak olup, karlılığının yüksek olduğunun göstergesidir. Yatay birleşme ile pazar payındaki yükselişe istinaden de ortaya çıkabilecek bahsi geçen verimlilikler ve seviyeleri Farrell ve Shapiro’nun (1990) çalışmasında şu şekilde açıklanmıştır: Cournot rakiplerin bulunduğu bir piyasada;

$p(Q) \rightarrow$ ters talep fonksiyonu ve fiyat, $Q \rightarrow$ piyasa çıktısı,

$n \rightarrow$ firma sayısı (dışsal), $\varepsilon(Q) = -\frac{p(Q)}{Qp'(Q)} \rightarrow$ talep esnekliğinin mutlak değeri,

$q_i \rightarrow$ i. firmanın çıktısı, $c^i = c^i(q_i) \rightarrow$ i. firmanın maliyet fonksiyonu (firmalar verimlilikte farklılaşabilmektedir.),

$c_q^i = c_q^i(q_i) \rightarrow$ i. firmanın marjinal maliyet fonksiyonu, $p'(Q) \leq 0$ iken;

$Q - q_i = \sum_{j \neq i} q_j = z_i \rightarrow$ i. firma dışındaki diğer firmaların toplam çıktısı ise,

$\pi^i(q_i, z_i) = p(q_i + z_i)q_i - c^i \rightarrow$ i. firmanın karıdır. Bu durumda, birinci derece koşul;

$$\frac{\partial \pi^i}{\partial q_i} = p(Q) + q_i p'(Q) - c_q^i = 0 \rightarrow c_q^i < c_q^j \text{ ise } q_i > q_j \text{ olur,}$$

yani dengede büyük firmaların düşük marjinal maliyetleri vardır.

Buna göre piyasada faaliyet gösteren firmaların pazar payları (q_i/Q) büyükse; muhtemelen piyasa yoğunlaşması yüksek çıkacak ve büyük firmaların marjinal maliyetleri, küçük firmalara göre daha düşük olacağından, piyasada verimlilik artışından dolayı karlılık oranı da yüksek çıkacaktır.

Bir birleşme ile birleşik firmanın marjinal maliyeti, birleşen firmaların birleşme öncesi toplam üretimine göre ortaya çıkan marjinal gelirinden yüksekse, birleşik firmanın çıktı seviyesi birleşme öncesi duruma göre azalış gösterir. Piyasada faaliyet gösteren iki firmanın (1, 2), birleşerek bir firma (m) oluşturduğunu düşünelim;

Q, q_1, q_2, q_m sırasıyla piyasa, birleşen firmalar ve içerdeki birleşme öncesi çıktı seviyesidir.

$c_q^m(q_m) > p(Q) + q_m p'(Q)$ veya $p(Q) - c_q^m(q_m) < -q_m p'(Q)$ ise birleşik firma birleşme sonrası çıktısını azaltır.

$c_q^i(q_i) = p(Q) + q_i p'(Q)$ birleşen 1 ve 2. firmalar için geçerli olduğundan, çıktı değişmeyecekse;

$$\sum_{i \in I} [p(Q) - c_q^i(q_i)] = -q_m p'(Q) \text{ halini alır ve}$$

$p - c_q^m > (p - c_q^1) + (p - c_q^2)$ olursa birleşik firma çıktısını artıracak ve piyasa fiyatı düşecektir.

Buna göre birleşik firmanın “mark up” değeri birleşen firmaların “mark-up” değerleri toplamından yüksekse birleşik firma için çıktıyı artırmak karlı durumdadır.

Birleşme sonrasında sermayenin bazı türlerinin birleştirilebilir olduğu varsayımı altında, birleşme ile çıktı seviyesinin yükselerek fiyatın düşmesini gerektirecek

eşitsizliği $p - c_q^m > (p - c_q^1) + (p - c_q^2)$, maliyet fonksiyonlarını (k) gibi sermaye girdisine bağlamak ve içerideki firmaları özdeş kabul etmek suretiyle, aşağıdaki şekilde düzenlersek:

$$p - c_q(2q, 2k) > (p - c_q(q, k)) + (p - c_q(q, k))$$

$$c_q(2q, 2k) \leq c_q(q, k) - (p - c_q(q, k))$$

$$c_q(2q, 2k) \leq c_q(q, k) - \frac{(p - c_q(q, k))}{p} p$$

ε : talep esnekliği; s : içerideki firmaların birleşme öncesi pazar payı iken,

$$\frac{(p - c_q(q, k))}{p} = \frac{s}{\varepsilon} \text{ ve } p = \frac{\varepsilon}{\varepsilon - s} c_q(q, k) \text{ ise;}$$

$$c_q(2q, 2k) \leq c_q(q, k) \left[1 - \frac{s}{\varepsilon - s} \right] \text{ olacaktır.}$$

Birleşik firmanın ölçek ekonomileri sayesinde elde etmesi gereken verimliliğin, talep esnekliği, içerideki firmaların maliyet fonksiyonu ve pazar payı unsurlarına bağlı olduğu gösterilmektedir. Buna göre, birleşik firma ölçek ekonomileri sayesinde maliyetlerini en az yukarıda belirtilen oranda düşürebilirse, birleşme sonucunda çıktıda azalma yaşanmayacak ve fiyat yükselmeyecektir.

İçerideki firmalardan birinin birleşme yoluyla diğer firmadan öğrenmesi sayesinde, çıktıda bir azalma yaşanmaması için marjinal maliyetlerinde ne kadar azalma gerçekleştirmesi gerektiği ise yukarıdaki benzer hesaplamalardan yola çıkarak

$$\frac{c_q^1 - c_q^m}{c_q^1} > \frac{s_2}{\varepsilon - s_1} \text{ şeklinde bulunabilir (Farrell ve Shapiro'nun 1991'deki çalışmasında } s_1$$

ve s_2 birleşen firmaların pazar paylarını temsil etmekte olup, 1. firmanın öğrenmeye tabi olduğu varsayılmıştır.).

Aslında, piyasa talep esnekliğinin küçük olması veya içerideki firmaların pazar paylarının büyük olması, öğrenme ve ölçek ekonomilerinin boyutunu etkili kılacağından, birleşme sonrasında fiyatın düşmesi için büyük öneme sahiptir.

Yatay birleşme ile artan piyasa yoğunlaşmasına rağmen, ölçek ekonomileri ve öğrenme ile çıktının artış gösterdiği ve piyasa fiyatının düştüğü durumlar esasen Chicago Okulu'nun görüşlerini sergilemektedir.

Bunun aksine bir görüş ise, Kamien ve Zang'ın (1991) rekabeti azaltan ve rekabetsel maliyet avantajlı birleşmeleri içeren piyasaları ele alan çalışmasında; piyasadaki firmaların sayısı yeterince fazla ise tam tekele ulaşamayacağı ancak, dışbükey maliyet fonksiyonuyla faaliyet gösteren firmaların bulunduğu sektörlerde, maliyet avantajı güdüsüyle birleşmelerin yaşandığı bir dengenin mevcut olduğu, şeklindeki açıklamayla ortaya konulmuştur. Bunun yanında piyasanın kısmi tekele dönüşmesi durumunda bile, dengede, birleşen firmanın çıktısında nispeten bir azalma, toplam ürün miktarında bir azalma ve ürün fiyatında bir yükselme eğiliminin mevcut olacağı gösterilmiştir. Maliyet avantajı sadece firma bazında olduğundan, toplam ürün miktarında azalma gerçekleşirken, maliyet avantajına rağmen ürün fiyatında bir azalma yaşanmayacağı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, tekelleri kapitalizm teorileri, sermaye yoğunlaşması ile oluşan tekellerin (oligopol piyasalarda faaliyet gösteren firmalar veya tekeller) fiyat düşüşlerini önlemek için atıl kapasitelerini artırarak üretimi azaltma yoluna gittiklerini savunmaktadırlar¹¹.

2.1.2.1.4. Potansiyel Rekabet Yaklaşımı-Post-Chicago Okulu

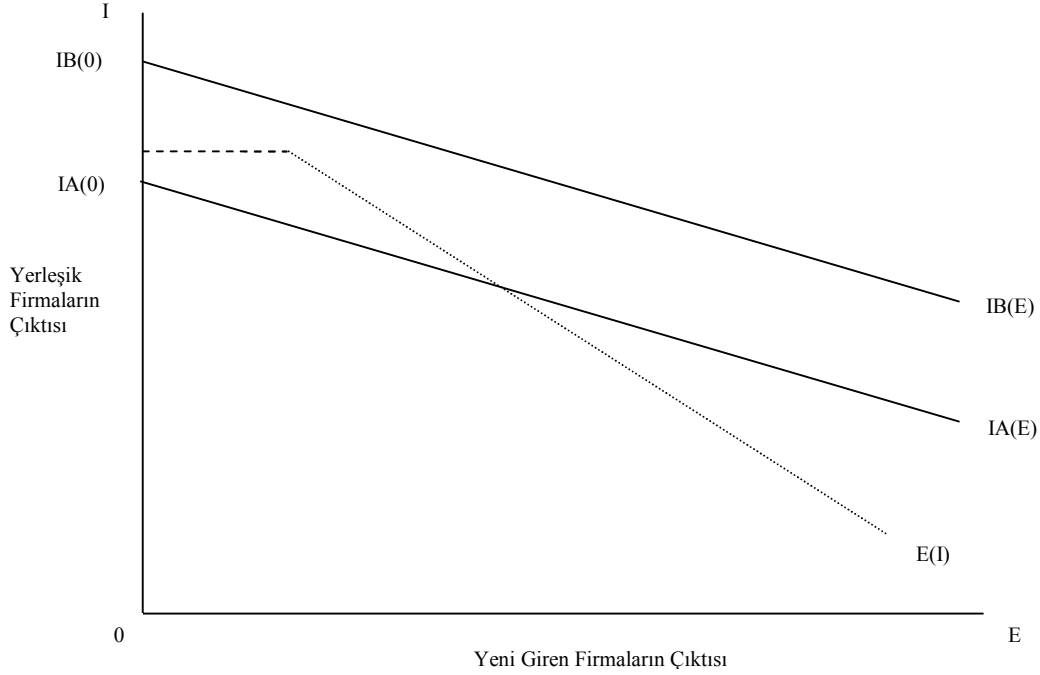
1980'lerin başında ise potansiyel rekabetin önemi Yarışılabilir Piyasalar (Contestable Markets) yaklaşımıyla yükselmeye başlamıştır. Yarışılabilir piyasalar; girişin tamamen serbest ve çıkışın tamamen maliyetsiz olduğu piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede eğer bir piyasada giriş engeli yoksa bu piyasada tek bir firma bile olsa fiyat, rekabetçi düzeye yakın oluşacak ve piyasada rekabetin sağlanabileceği etkinliğe ulaşılacaktır. Şayet tekelleri durumdaki firma, fiyatı yüksek bir düzeyde belirlerse, yeni girişler olacak ve mevcut tekelleri piyasayı terk etmek zorunda kalacaktır (Ardıç 2004). Bu yeni paradigmaya göre yoğunlaşma kavramı yalnız başına olumsuz bir durum olmamakla birlikte, yoğunlaşmanın piyasa gücünü artırıcı bir unsur olduğu ve belirli endüstri yapılanmalarının belli stratejik davranışlara yol açabildiği de kabul edilmektedir. Bu stratejiler kârlı olduğu ölçüde kâr maksimizasyonunu amaç edinen herhangi bir firmanın bunu uygulaması doğaldır. Bu

11 Tekelleri Sermaye, Sweezy Paul M. Baran Paul, Kalkedon 2007 sf:12

okul anti rekabetçi etkilerin piyasa yapısından kaynaklandığına inanmamaktadır ve belli piyasa yapılarının sadece belirli rekabetçi olmayan stratejileri teşvik ettiğini ileri sürerek, rekabet otoritelerinin olayların başlangıç noktasını oluşturan stratejilerle ilgilenmesi gerektiğini belirtmektedir (Zeybek 2005).

Bu okul, yatay birleşmelerin, yoğunlaşma artışıyla birlikte, üretimde azalma ve piyasa karlarında artış yaratacağına ilişkin düşüncelerin; piyasaya yeni girişlerle veya birleşme ile potansiyel rekabette herhangi bir azalma yaşanmamış olması nedeniyle, gerçekleşmeyebileceğini ima etmektedir.

Aşağıdaki grafikte piyasada yaşanan bir birleşmeden kaynaklı girişlerin, yerleşik firmalar ve yeni giren firmalara ait tepki fonksiyonları ile ortaya çıkacak üretim seviyesi gösterilmeye çalışılmıştır. Birleşme öncesi yerleşik firmaların çıktı seviyesi $IB(0)$ iken, tepki fonksiyonu yeni girecek firmaların çıktı seviyelerine göre $IB(E)$ biçiminde şekillenir. Giriş, çıkış ve sabit maliyetler halihazırdaki piyasada karşılanamadığından yeni firmalar ile yerleşik firmaların tepki fonksiyonları kesişmemektedir. Verimlilik kazançları ve girişlerin yokluğunda, birleşme ile yerleşik firmalar fiyatlarını yükseltmeyi karlı bulacaklardır. Burada azalan rekabetçi ortamın birleşmenin olmadığı durumda karsız olan yeni firma girişlerine sebep olacak kadar cazip olduğunu varsayarsak: yerleşik firmaların birleşmesiyle çıktı seviyesi $IA(0)$ halini alırken, yeni firmaların birleşmeye istinaden piyasaya girmesi ile bunların tepki fonksiyonu olan $E(I)$ ile yerleşik firmaların yeni tepki fonksiyonu $IA(E)$ kesişir. Bu noktada, yeni firmalar, yerleşik firmaların birleşme ve girişlerle birlikte azalan çıktılarını da karşılayacak biçimde üretimde bulunurlar. Dolayısıyla piyasada yaşanan birleşmelere istinaden gerçekleşen yeni girişler çıktı seviyesini birleşme öncesi çıktı olan $IB(0)$ seviyesinin üzerine çıkaracak ve fiyatı buna göre düşürecektir. Bu şekilde sonuçlanan gönüllü bir birleşmenin, piyasada çıktıyı sınırlamadığı ve fiyatı yükseltmediği düşünüldüğünde, pazar gücü elde etme amacıyla yapılmadığı sonucuna ulaşılabilir. Anti rekabetçi etkilerden yoksun olan böyle bir birleşmenin verimliliklerin bir sonucu olarak sosyal anlamda faydalı olduğu savunulabilir (Willig ve diğerleri 1991).



Grafik 11: Birleşme Kaynaklı Girişler ve Tepki Fonksiyonları

Bunun aksi bir görüş ise girişlerin endüstride derhal gerçekleşmeyeceği savunması ile ileri sürülmüştür. Buna göre; tekel için birleşmeler, endüstride uzun dönem marjinal ve ortalama maliyetler her firma için eşit ve piyasaya girişler serbest ise, yine de kârlı olabilecektir. Keza, piyasaya yeni firmaların girmesi yeterince hızlı değilse, birleşme makul bir dönem tekелci kârı elde edecektir. Diğer taraftan yukarıda belirtilen şartların gevşetilmesi ölçüsünde, birleşmenin tekел kârı artış gösterecek ve tekел kendini idame ettirebilecektir (Stigler 1950).

2.2.Yatay Birleşme Teorilerinin Odaklandığı Noktaların Ekonomik Açından Değerlendirilmesi*

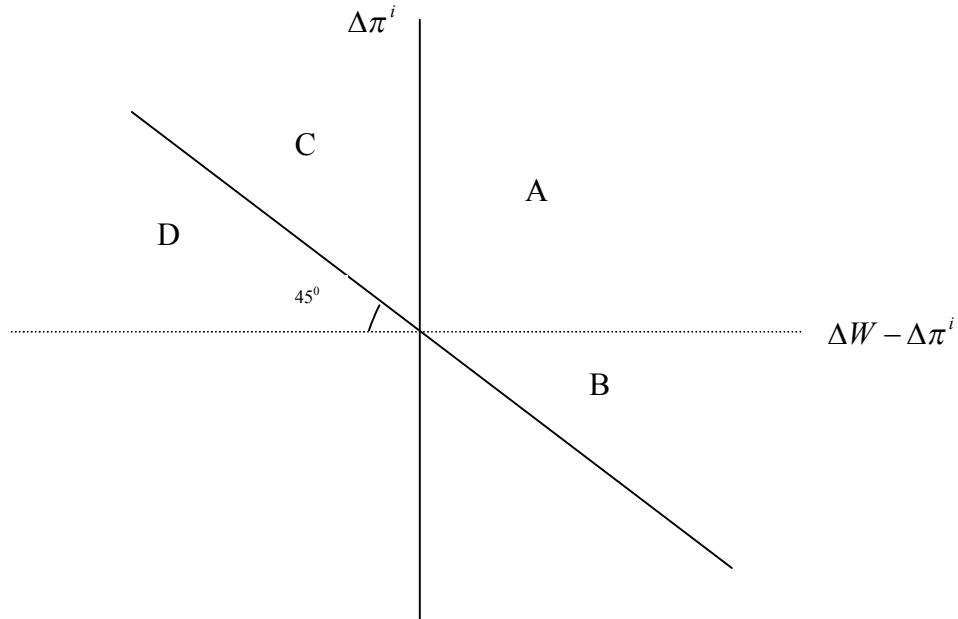
Yatay birleşmelerin sonucunda oluşan piyasa yoğunlaşması ve bu yoğunlaşma üzerinde yürütülen tartışmalar ile ortaya çıkan Harvard ve Chicago Okullarına ait görüşlerin birleştiği noktalar şunlardır: birleşen firmalar arasında hiç sinerji yaratılmıyorsa, piyasada fiyatlar artacaktır ve eğer büyük pazar payına sahip firmalar, birleşerek fiyatı düşürebiliyorlarsa bir sinerji veya ölçek ekonomileri ortaya

* Bu bölümün hazırlanmasında büyük ölçüde Farrell ve Shapiro'nun 1990 yılındaki çalışmasından yararlanılmıştır.

çıkarmışlardır (Farrell ve Shapiro 1990). Ancak, içerideki firmalar tarafından karlı görülmediği takdirde birleşmenin gerçekleşmeyeceği hususu göz önünde bulundurulduğunda, sinerji yaratan birleşmelerin gerçekleştiği söylenebilir. Bu durumda rekabet otoriteleri tarafından tüketici fazlası ve birleşmeye katılmamış firmaların karlarındaki değişimi gözleyerek yatay birleşmelerin toplumsal açıdan olumlu olup olmamasının belirlenmesi ana konuyu oluşturmaktadır.

Birleşme, birleşen firmaların ve rakip firmaların karları ile tüketici artığında değişim yarattığından refah üzerinde bu üç unsur ile etkide bulunur. Birleşmeye katılmayan firmaların karları ve tüketici artığındaki değişim birleşmenin dışsal etkileridir. Birleşen firmalar birleşmeyi sadece karlı görürlerse gerçekleştireceklerinden, birleşen firmaların karları zaten yükselecektir. Esasen refah analizi için gerekli olan dışsal etkilerin saptanmasıdır. Pozitif dışsal etki varlığında refahta artış gözlenebilir (Farrell ve Shapiro 1990).

$\pi^i \rightarrow$ içeridekilerin karı, $\pi^o \rightarrow$ dışarıdakilerin karı, $W \rightarrow$ refah,
 $CS \rightarrow$ tüketici fazlası, $\Delta \rightarrow$ değişim iken dışsal refah etkileri;
 $\Delta W - \Delta \pi^i = \Delta \pi^o + \Delta CS$ şeklinde tanımlanabilir.



Grafik 12: Birleşmelerin Sosyal Fayda Açısından Değerlendirilmesi

İçerideki firmalara has olmak üzere, karsız birleşmelerin teklif edilmediği ve teklif edilse dahi bu türlü birleşmelerin, özel olarak karsız bulunduğu için, kabul edilmediği bir durumda, birleşmelerin refah etkileri esasen dışsal etkiler üzerinde incelenebilir. Birleşme ile içerideki firmaların birleşme sonrasında karlı durumda oldukları göz önünde bulundurulduğunda, tüketici artışı ve dışarıdaki firmaların karlarındaki değişimi analiz etmek ve birleşen firmaların kar değişimi ile karşılaştırmak refah değişimini saptamak için uygun olacaktır. Yukarıdaki diyagramda aslında bir birleşmenin anti tröst otoriteleri tarafından kabul veya ret eşiği gösterilmektedir.

Dikey ekseninde içerideki firmaların birleşme sonucunda yaşadığı kar değişimi, yatay ekseninde ise, birleşmenin dışsal etkileri gösterilmektedir. Orijinden geçen 45 derecelik eğime sahip eğri ise birleşmenin içsel etkisi ile dışsal etkilerini karşılaştırmaktadır. İdeal olarak grafikte A, B ve C bölgelerinde refah değişimi pozitif olduğundan, bu bölgelerde bulunan birleşmeler toplumsal açıdan olumludur.

Ancak içerideki firmalar için karlı durumda olduğundan, rekabet otoritelerinin karşısına esasen A ve C bölgesine düşen birleşme talepleri çıkmaktadır. Birleşmenin sadece dışsal etkilerinin pozitif olmasını öngören birleşme politikaları C bölgesini ihmal etmektedir. Ancak C ile refah değişiminin negatif olduğu D bölgesi arasında ayırım yapabilmek uç noktalarda çok zordur. Ayrıca B bölgesindeki birleşmeler içerideki firmalar için karsız olduğundan teklif edilememekte iken, sosyal olarak istenebilir durumdadır. Dolayısıyla anti tröst otoriteleri ve politika yapıcılarının B bölgesine düşen birleşmeleri istenebilir kılabilmek için, bu firmalara veya sektörlerle destek veya sübvansiyon sağlaması sosyal olarak faydalıdır (Farrell ve Shapiro 1990).

2.3.Yatay Birleşmelerin Ekonomik Etkileri Konusunda Yapılmış Uygulamalı Çalışmalar

Şirketlerde yatay birleşmeler, ilgili piyasanın yapısındaki değişim konusunda önemli bir bilgi barındırdığından, birçok iktisatçı ve rekabet hukukçusunun üzerinde çalıştığı bir konu olmuştur. Birleşmelerin ekonomik etkilerini piyasa fiyatları üzerinden doğrudan inceleyen yöntemler olmakla birlikte, bu çalışmaların büyük bir kısmı zengin veri kaynaklarına sahip olmasından dolayı sermaye piyasası fiyatlarına yönelmişlerdir. Nitekim, etkin bir sermaye piyasasında ekonomide açığa çıkan bilgi, yatırımcılar

tarafından derhal değerlendirme konusu yapılarak sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına yansıtılacaktır. Bu yüzden, sermaye piyasası verileri kullanılarak yapılan çalışmalar dolaylı yoldan birleşmelerin etkilerini ölçecektir. Bu kısımda, sermaye piyasası verilerini kullanarak birleşmelerin etkilerini inceleyen farklı çalışmalara yer vereceğiz.

Eckbo 1985'deki çalışmasında; her türlü birleşme çeşidinde hedef firmaların önemli ve büyük, alıcıların önemli ancak düşük, rakip firmaların ise önemli ve yüksek pozitif ortalama normalüstü getiri elde ettiğini saptamıştır. Yatay birleşmelerdeki rakip firma normalüstü getirileri ile yoğunlaşma seviyesindeki değişim arasındaki ilişkiyi ortaya koyan model, yoğunlaşma seviyesindeki değişimler ile zıt yönlü normalüstü getiriye işaret etmektedir. Ancak model ile saptanan ilişki istatistiki olarak düşük öneme sahiptir. Bu bulgular ışığında Eckbo pazar yoğunlaşması doktrinini reddederken, rakip firmaların birleşmelerden sonra hedef olma olasılığına ilişkin bilgiden dolayı sermaye piyasasında rakip firma değerlerinin yükseldiğini ifade etmiştir (Eckbo 1985).

Signal 1996'daki çalışmasında, birleşme kaynaklı normalüstü getirilerin ürün piyasası hareketlerine uyum sağlayarak kar değişimleri ile ilişkili olduğunu ve dolayısıyla sermaye piyasası çalışmalarının, birleşmelerin etkilerini ölçmede etkin olduğunu göstermiştir. Ayrıca, havayolu şirketleri arasındaki birleşmeleri kapsayan bu çalışmada, birleşmeye katılanlar ile rakip firma seviyesindeki tüm firmaların önemli ve pozitif ortalama normalüstü getiri elde ettiği saptanmıştır. Bunun yanında rakip firmaların birleşme kaynaklı normalüstü getirileri ile yoğunlaşma seviyesindeki değişim arasında, pazar gücü hipotezini destekler nitelikte pozitif yönlü ve önemli bir ilişki saptanmıştır (Signal 1996).

Eckbo(1983) bir diğer çalışmasında; birleşme ilanı ve birleşmelere yapılan itiraza ilişkin duyuruların hedef, alıcı ve rakip firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Birleşme ilanı ile birlikte hedeflerin, alıcılardan, nispeten daha yüksek kümülatif normalüstü getiri sağladığı, itiraz ilanı ile alıcıların pozitif, hedeflerin negatif normalüstü getiri elde ettiği, rakip firmaların ise birleşme ilanlarında pozitif, itiraz ilanlarında ise negatif normalüstü getiri elde ettiği bulgularına ulaşılmıştır (Eckbo 1983).

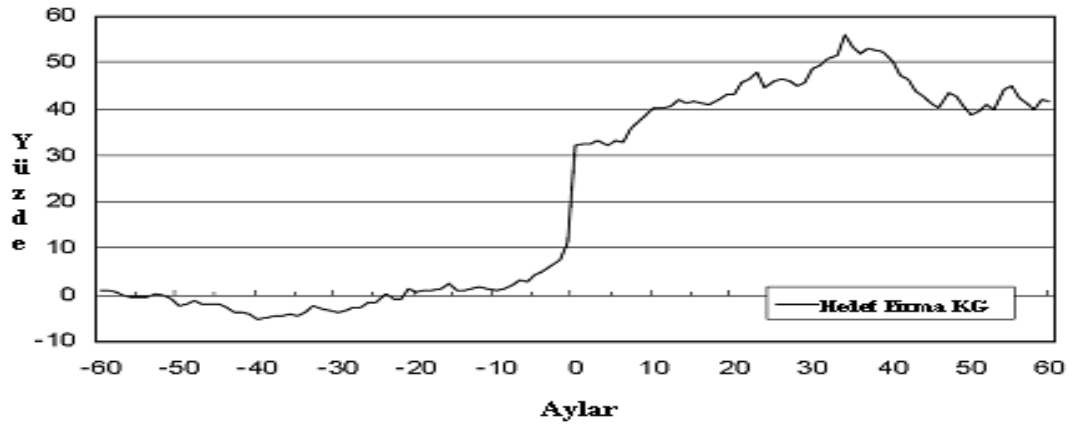
A.B.D.’de havayolları sektöründe yaşanan birleşmelerin ürün fiyatına etkilerini Herfindahl indeksindeki değişim ile inceleyen Kim ve Signal’in 1993’deki çalışması sonucunda, fiyat artışları ile yoğunlaşma seviyesi arasındaki dönemler arası değişimin, önemli ölçüde pozitif ilişki içinde olduğu tespit edilerek pazar gücünü destekleyici bulgulara ulaşılmıştır. Çalışmada birleşen ve rakip firmaların, birleşme ilanı ve tamamlanma dönemlerindeki fiyatları esas alınmıştır. Yoğunlaşma indeksi de yine tamamlanma dönemi ile önceki dönem arasında Herfindahl indeksindeki değişim olarak ele alınmıştır (Kim, Signal 1993).

Birleşmelerde hedef ve alıcı firmaların hacmi ile birleşmenin finans biçimini inceleyen bir başka çalışmada; nakit tekliflerde alıcı firmaların getirilerinin pozitif, hisse senedi ile finanse edilen birleşmelerde ise negatif olduğu; ancak finans biçimi etkileri giderildiği vakit birleşmelerin pozitif net bugünkü değere sahip yatırımlar olduğu ve birleşmenin hacminin ise hisse senedi getirilerini açıklamada önemli bir rol oynadığı sonuçlarına varılmıştır (Asquith ve diğerleri 1990).

1955-1987 yılları arasında New York Borsası’nda işlem gören firmaların birleşmelerini inceleyen çalışmada; satın alan firmanın birleşme sonrası 5 yıllık dönem içinde % 10 civarında kayıpları bulunduğu, firma büyüklüğü etkisinin birleşme sonrası negatif getirilerin nedeni olmadığı ve birleşme sonrası negatif getirilerin esas nedenini birleşme olayına piyasanın hızlı uyum sağlayamaması olarak gören hipotez ile tutarsız sonuçlar ortaya konulmuştur (Agrawal ve diğerleri 1992).

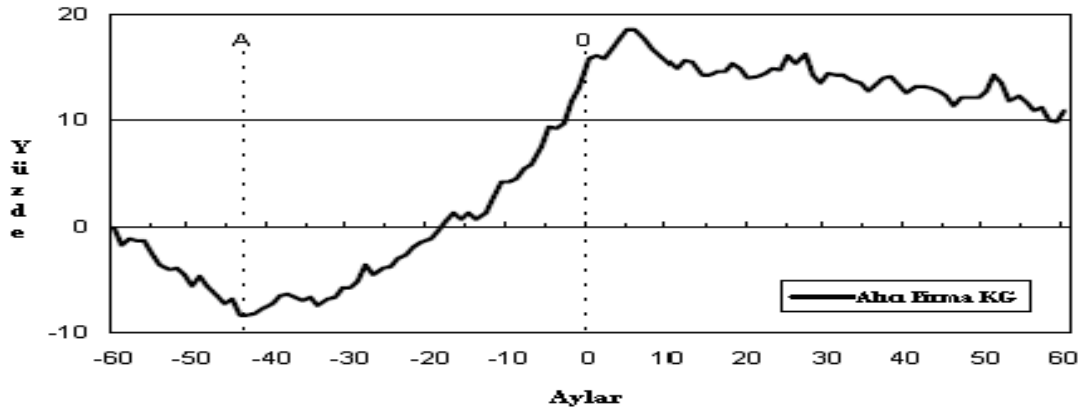
Dodd ve Ruback 1977’deki çalışmalarında; hedef firma hissedarlarının birleşme ile büyük ölçüde pozitif normalüstü getiri elde ettiği, alıcıların ise teklif öncesinde pozitif normalüstü getiriye sahip olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır (Dodd, Ruback 1977). Aşağıdaki grafiklerde bu çalışma ile ortaya çıkan sonuçlar, alıcı ve hedef firma açısından gösterilmektedir.

Pay Alım Teklifinin Kamuya İlan Ayı Etrafındaki 120 Ay için Hedef Şirketlerin Kümülatif Ortalama Getirileri (KG)



Kaynak: "MERGERS AND ACQUISITIONS-REASONS AND RESULTS" Discussion papers İytki Ali-Yıldıkö 2002

Pay Alım Teklifinin Kamuya İlan Edildiği Ay (0) Çevresindeki 120 Ay için Alıcı Firmanın Kümülatif Ortalama Getirileri



Kaynak: "MERGERS AND ACQUISITIONS-REASONS AND RESULTS" Discussion papers İytki Ali-Yıldıkö 2002

Grafik 13: Hedef ve Alıcı Firmaların Kümülatif Ortalama Getirilerinin 10 Yıllık Seyri

1953-64 yılları arasında gerçekleşen birleşmeler üzerinde yapılan bir diğer çalışmada; birleşmelerin karlılık üzerindeki etkisinin nötr olduğu, satın alan firmaların hisse fiyatı performansının hisse başına kazanç performansından daha iyi olduğu, satın alan bir çok firmanın cazip bir getiri elde etmedikleri saptanmış ve birleşmelerin riskli yatırım aracı olduğu sonucuna varılmıştır. Birleşme hareketlerinin yüksek seviyesi ise nispeten çok az alıcı firmanın yüksek getiri elde etmesi ve bu yüksek getiri beklentisinin diğer firmaları birleşme hareketine yönlendirmesi ile ortaya konmuş ve sonuçların dalgalar ile uyumsuz olmadığı açıklanmıştır (Hogarty 1970).

Birleşmelerin hedef firmaların pazar payları üzerindeki etkisini araştıran Mueller'in 1985'deki çalışmasında; 1950-72 yılları arasındaki pazar payı verisi

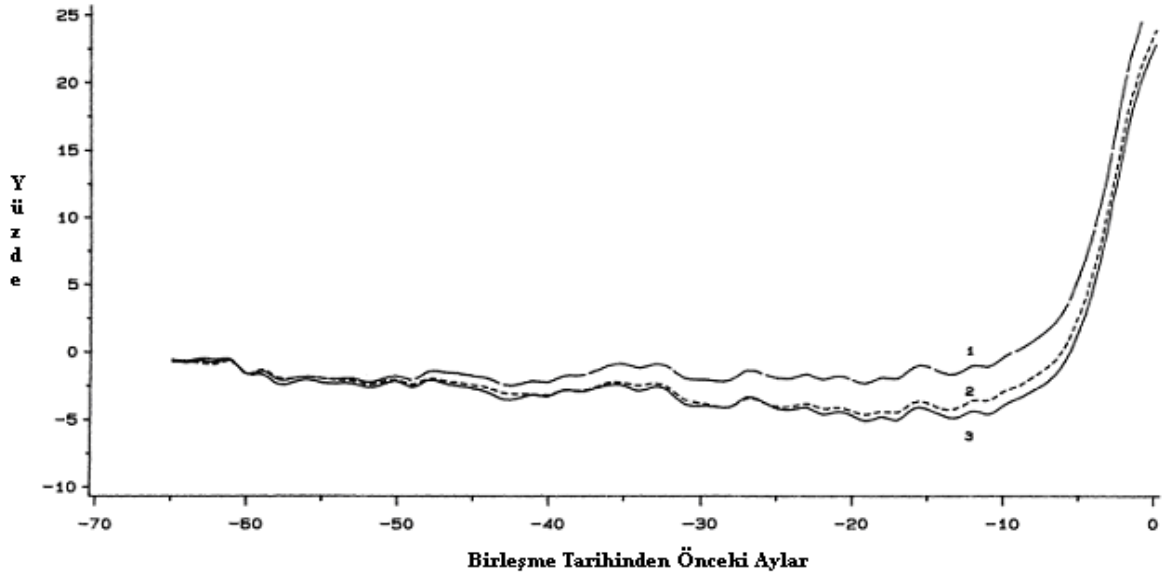
kullanılmış ve birleşmelerin, satın alınan firmaların satışlarını en etkin üretim hattı ile konsolide ederek verimlilik sağladığına dair bir kanıt bulunamamış, birleşmelerin pazar payı üzerindeki etkilerinin karlılık veya hissedar getirileri ile ilgili doğrudan hiçbir şey açıklamadığı ortaya konmuştur (Mueller 1985).

Kummer ve Hoffmeister'in 1978'deki çalışmasında birleşmeler ve bunların kazançları incelenmiştir. Bu çalışma ile hedef firma hissedarlarının fayda gördüğü ve alıcı firma hissedarlarının kaybetmediği ve toplamda pozitif kazançlar yaratıldığına dair bulgulara ulaşılmıştır. Bunun da ötesinde şirket birleşmeleri tarafından yaratılan normal üstü getirilerin seyrinden yola çıkarak, pozitif normal üstü getirilerin verimlilik artışı yaklaşımı ile tutarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Kummer, Hoffmeister 1978).

Hedef ve alıcı firmaların kendi kaynak katkılarını incelemek için 101 yatay birleşme hareketi üzerinde yapılan bir çalışmada; alıcı firmaların hedef firmalara ait kaynakları edinmesi durumunda normalüstü getiri kazanmadığı, ancak, kendi kaynaklarını hedef firmalara aktardığı zaman alıcı firmaların normalüstü getiri elde edebileceği sonuçlarına ulaşılmıştır (Capron, Pistre 2002).

Havayolu şirketlerinin birleşmesi üzerinde yapılan bir çalışmada birleşme ilan eden havayollarına rakip firmaların normalüstü getiri elde ettikleri, bunun da pazar gücü için birleşme hipotezini desteklediği sonucuna varılmıştır (Knapp 1990).

Jensen ve Ruback'ın 1983'deki çalışmasında; başarılı devirlerde hedef firmaların hisse senedi fiyatları önemli ölçüde artarken, alıcı firmaların hisse senedi fiyatlarında kayda değer bir değişim bulunmadığı, başarısız devirlerde ise her iki firmanın hisse senedi fiyatında küçük düşüşler olduğu saptanmıştır (Jensen, Ruback 1983).



Başarılı birleşmelere konu hedeflerin birleşme tarihine kadar (0. ay) kümülatif artıktan getiri performansları: 1. Piyasaya uyarlanmış ek getiriler; 2. Hacme uyarlanmış ek getiriler; 3. Sektöre uyarlanmış ek getiriler

Kaynak: "Is Economic Efficiency the Driving Force behind Mergers?" Werner F. M. De Bondt; Howard E. Thompson Managerial and Decision Economics, Vol. 13, No. 1. (Jan. - Feb., 1992), pp. 31-44.

Grafik 14: 1931-1987 Yılları Arasında Satın Alınan 1065 Hedef Firmanın Birleşme Tarihinden 5 Yıl Öncesine Kadar Üç Yöntemle Hesaplanmış Normalüstü Getiri Değişimleri

Türkiye’de 1997-2006 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin birleşme kararlarını açıklamasıyla hisse senetlerinin fiyat tepkileri üzerine yapılan çalışmada, firmaların hem birleşme öncesi hem de birleşme sonrası getirilerinin pozitif olduğu; ancak, birleşme öncesi getirilerin nispeten daha yüksek olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır (Kirkulak, Demirkaplan 2008).

Rakip firmaların satın alınma olasılığı hipotezi üzerinde odaklanan çalışmaya göre; birleşme ile birlikte rakip firmaların ortalama pozitif normalüstü getiri elde ettiği, ancak, birleşmenin ardından hedef konumuna gelen rakip firmaların ilan döneminde daha yüksek normalüstü getiri elde ettiği bulgusuna rastlanılmıştır (Song, Walkling 2000).

Türkiye’de gerçekleşen banka birleşmelerinin (büyük bir kısmı sınırötesi niteliğindedir) hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmada, hedef firma hissedarlarının birleşme ilanı ile birlikte farklı olay pencerelerinde pozitif ortalama normalüstü getiri elde ettiği saptanmıştır (Tanyeri 2009).

Türkiye’de birleşen firmalar nezdinde oluşabilen normalüstü getiriler üzerine yapılan çalışmada; İMKB’de işlem görmekte iken hedef ve satın alan firmaların % 66,7’sinin pozitif kümülatif normal üstü getiri elde ettiği, satın alan firmalara ait getirilerin % 33,3’ünün istatistiksel olarak anlamlı olduğu, hedef firmalarda ise istatistiksel anlamlı getirilerin nispetinin daha yüksek olduğu saptanmıştır (Gülmez 2006).

Birleşme sonrasında pazar paylarında büyük artış olan firmaların kar sonuçlarını tahmin ve fiyat etkilerini test etmek üzere yapılan çalışmada; ürün hattını etkileyen her fiyatta satın almadan sonra yükseliş bulunduğu, fiyat yükselişlerinin ise yaklaşık iki yıl içinde satın almanın maliyetini karşılamaya yetecek seviyede kar elde ettiği saptanmıştır (Barton, Sherman 1984).

Birleşmelerin kısa dönem yerine uzun dönem fiyat etkileri ile bunun tüketicilere yansımaları konusunu işleyen bir diğer araştırmada, konsolidasyonun ters fiyat değişimi yarattığı, ancak, uzun dönemde verimlilik kazançları etkisinin pazar payı etkisi üzerinde baskı yaratmak suretiyle fiyatları tüketiciler için daha cazip hale getirerek fiyat yükselişini geçici kıldığı bulunmuştur. Bu çalışma ile birleşmelerin kısa ve uzun dönem sonuçlarının farklı olduğu konusunda güçlü bulgulara ulaşılmıştır (Focarelli, Panetta 2003).

ABD’deki banka birleşmelerinin fiyat etkilerini inceleyen bir çalışmada; 1991-94 zaman aralığında gerçekleşen birleşmelerde bankaların diğerlerine göre mevduat faizlerini düşürdüğü saptandığından, bu birleşmelerin pazar gücüne yol açtığı sonucuna varılmıştır (Prager, Hannan 1998).

Bankalar, borçluları ve aralarındaki kredi sözleşmeleri üzerinde yapılan çalışmada; küçük pazar payına sahip bankaların alınmasına neden olan birleşmelerin banka borçlularına faydalı verimlilik kazançları sağladığı, diğer taraftan büyük yerel pazar payına sahip banka birleşmelerinin tekel gücü ortaya çıkararak faiz oranında artırıma yol açtığı ve bu doğrultuda banka borçlusunun zarara uğradığı sonuçlarına ulaşılmıştır (Sapienza 2002).

Pazar gücüne ilişkin geleneksel yaklaşım ve öncesi, piyasa yoğunlaşma oranı ile karlılık arasında pozitif bir ilişki öngörürken, verimliliği esas alan Chicago Okulu, firmanın pazar payı ve firma karlılığı arasında pozitif bir ilişki varsaymaktadır. Ayrıca, Chicago Okulu, geleneksel yaklaşımın öngörüsünü de reddetmemektedir. Ayrılık, sadece pozitif ilişkinin varlığının tek el gücünden mi, yoksa verimlilikten mi kaynaklandığı konusundadır.

Yatay birleşmelerin yoğunlaşma ve piyasa yapısı üzerindeki etkilerini doğrudan ölçen çalışmalar sınırlı sayıda olmakla birlikte, sadece yoğunlaşma, pazar payı ve piyasa yapısı ve/veya firma karlılığı arasındaki ilişkiler üzerinde yapılmış ampirik çalışmalar daha yaygındır (Pautler 2001). Çalışmalarda genel olarak ilgili sektörlerle ait yatay kesit verilerin esas alındığı saptanmıştır. Bu konuda yapılmış çalışmaların bir kısmında bağımlı değişken olarak piyasa karlılığı (varlıklar üzerinden muhasebe getirisi), bir kısmında fiyat-maliyet aralığı, diğerlerinde de Tobin q değeri ve hisse senedi piyasa değeri ele alınmıştır (Salinger 1990). Muhasebe karları ekonomik karların zayıf bir temsilcisi olduğundan dolayı eleştiri konusu olmuştur. Fiyat-maliyet aralığı ve Tobin q değeri ise ölçüm zorluğundan dolayı sınırlı bir biçimde çalışmaların konusunu oluşturmuştur.

Diğer taraftan modellerde; CR_m (ilgili piyasadaki en büyük m sayıdaki firmanın pazar payı toplamı), HHI, talep esnekliği ile pazar payı değerleri ve/veya bu değerlerdeki değişim değişken olarak kullanılmıştır. Pazar gücünün bir temsilcisi olan talep esnekliğine sağlıklı bir şekilde ulaşmak için yeterli veri bulunmadığından, daha çok pazar gücü göstergeleri olarak daha önce bahsi geçen yoğunlaşma ölçümleri analizlerde yerini almıştır.

Birleşmeler üzerine ortaya atılan davranışsal teoriler ise özellikle yatay birleşmelere odaklanmış değillerdir. Bu teoriler daha çok tüm birleşmelerin arkasında yatan sebepleri açıklamaya yöneliktir. Ayrıca bu teorilerin birçoğu firma içindeki yöneticilerin ve dışındaki ajan ve/veya yöneticilerin davranışlarını temel aldığından, bu gibi davranışlara ait değişken ve verilere ait bilgilerin mevcut olmaması sebebiyle ekonometrik çalışma için uygun bulunmamaktadır. Bu yüzden, şirketlerin yatay birleşmeleri ile pazar payı ve piyasa yoğunlaşması üzerinde odaklanan ve

uygulanan/uygulanacak rekabet politikaları üzerinde büyük etkisi bulunan teoriler için oluşturulacak modellerin ekonometrik çalışma için uygun olduğu düşünülmüştür.

Bu çalışmada, yatay birleşmeler konusunda teorik çerçeveyi oluşturan geleneksel yaklaşım ve verimlilik yaklaşımının ayrıldığı noktalar etrafında, Türkiye’de 2004 ve 2006 yılları arasında gerçekleşen yatay birleşmelerin analizi yapılacaktır. Esasen çalışmamız, pazar gücü hipotezinin test edilmesine yönelik olup, aksi yöndeki bulgular karşısında verimlilik yaklaşımının test edilmesine yönelinmesi önerilebilir.

Birleşmeye katılan firmaların birleşmeyi karlarını artırmak için yaptığı varsayılırsa, birleşmelerin ekonominin genelinde yarattığı etkilerin tespiti için birleşme dışında kalan kesimlerin kar ve artıklarını analiz etmek yeterli olacaktır. Birleşme hedef ve alıcı firma için toplamda pozitif bir getiri sağlıyorsa toplam refah etkisini saptayabilmemiz için dışarıdaki (rakip) firmaların ve tüketicilerin kar veya artıklarında birleşme sebebiyle oluşan değişikliklerin bilinmesi gerekir. Ancak, tüketici artığındaki değişimi net olarak ortaya koymada ve bunu birleşme yaşamış tüm sektörler için analiz etmede Türkiye’deki veriler yetersiz kalmaktadır. Bu yüzden, analizimizi dışarıdaki firmaların birleşme ile değişen karları üzerine yoğunlaştıracamız. Analiz sonucu toplam refahtaki değişime ait bir bilgi vermese de, en azından, birleşmenin rekabet üzerindeki etkisi, dışarıdaki rakip firmaların kar değişimleri ile tüketici artığındaki değişim konularında bir fikir verecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GERÇEKLEŞEN YATAY BİRLEŞMELER ÜZERİNE EKONOMETRİK BİR ÇALIŞMA

3.1.Pazar Gücü Hipotezinin Sermaye Piyasası Çerçevesinde Analizi

Pazar gücü yaklaşımı, piyasa yoğunlaşma seviyesi yükseldikçe yatay birleşmelerin gizli anlaşma ve anti-rekabetçi etkilerinin daha muhtemel olacağını ima eder. Geleneksel yaklaşıma göre anti-rekabetçi birleşmeler endüstrideki ürünün piyasa fiyatını yükselteceğinden, birleşen firmalarla aynı sektörde faaliyette bulunan diğer firmaların (dışarıdakiler, rakip firmalar) birleşme kaynaklı beklenen faydalarının, yoğunlaşma seviyesinin artan bir fonksiyonu olması beklenir (Eckbo 1985). Yüksek fiyatlar, rekabet içindeki firmaların, kendi ürün ve/veya çıktılarını artırmasına izin verirken; bunların hisse senedi değerleri, birleşme teklifi duyurusu üzerine yükselmelidir (Jensen, Ruback 1983).

Endüstri karları ve yoğunlaşma seviyesi arasındaki ilişkiyi tahmin etmek için yapılan çalışmalar, pazar gücü ve alternatif teoriler arasında bir ayrım yapamamaktadır (Eckbo 1985). Nitekim, yoğunlaşma artışı ile birlikte endüstrideki karlarda yükselişi geleneksel yaklaşım pazar gücü ile tanımlarken, Chicago okulu bu ilişkinin verimlilik artışından kaynaklandığını ima etmektedir. Diğer çalışmalarda olduğu gibi, çalışmamızda karlar ile yoğunlaşma seviyesi arasındaki ilişki üzerinde odaklanmakla birlikte, endüstri karları birleşen firmalar ayrıştırılarak hesaplandığından bu yönde yapılan diğer çalışmalardan ayrılmakta ve pazar gücü yaklaşımı analiz edilmiş olmaktadır.

Pazar gücü hipotezine göre anti-rekabetçi yatay bir birleşme yaşandığında, ilgili pazardaki ürünün piyasa fiyatı yükseleceğinden bu fiyat artışından birleşen firmaların rakipleri de faydalanacaktır. Dolayısıyla, ilgili pazarda faaliyet gösteren rakip firmaların karlarında bir yükseliş gerçekleşecektir. Beklenen karlardaki artış ise sermaye piyasasının bu bilgiye tepki vermesine sebep olacaktır.

Çalışmamızda, yatay birleşmelerin anti-rekabetçi etkilerini test etmek için sermaye piyasası verileri kullanılacaktır. Sermaye piyasasının ana amacı ekonomideki sermaye stoku sahipliğinin tahsisidir. Hisse senedi fiyatlarının her zaman tüm ulaşılabilir bilgiyi tam olarak yansıttığı varsayımı altında firmaların üretim-yatırım kararları alabildiği ve yatırımcıların hisse senetleri arasında seçim yaptığı piyasa etkindir. Menkul kıymet fiyatları ulaşılabilir bilgiler (yıllık kar açıklaması, hisse bölünmeleri v.b.) ışığında etkin bir şekilde uyarlanacaktır (Fama 1970). Sermaye piyasasının etkinliğinden dolayı, enformasyondaki değişikliklere fiyat hızlı bir şekilde tepki verecektir. Dolayısıyla, beklenmeyen bir birleşme ilanını müteakiben, birleşen firmaların getirileri, firmaların gelecek nakit akımları üzerinde birleşme ile birlikte beklenen etkilerin bir özetini gösterecektir (Kupiec, Mathios 1987). Bu durumda, etkin bir sermaye piyasasının birleşme açıklamaları karşısında da fiyatlarını uyarlayarak tepki vermesi beklenir.

Yatay bir birleşme açıklaması, rakip üreticiler arasındaki başarılı işbirliği olasılığını artırarak, gelecekteki ürün fiyatında artış beklentisi yarattığından, sermaye piyasasında rakip firmaların hisse senetlerine olan talebi artıracak ve bu firmaların hisse senedi değerini yükseltecektir. Etkin bir sermaye piyasasında gelecek ürün ve faktör fiyatlarındaki birleşme güdümlü değişim, aynı endüstride rekabet eden diğer firmaların birleşme kaynaklı normalüstü hisse senedi getirisine dönüşür. Esasen, gelecek fiyat ve ürün beklentisi hisse senedi getirisine yansır. Rakip üreticiler arasında anlaşma olasılığını artıran yatay bir birleşmenin ilanı ile endüstri tekel rantlarında beklenen artıştan, birleşen firmaların yakın rakipleri de faydalanacaktır. Bunun sonucunda beklenen kar artışı sermaye piyasasında rakip firmaların hisse senedi fiyatlarına da yansıyacaktır (Eckbo 1985). Bunun yanında birleşme, birleşen firmalara verimlilik kazancı sağlayarak sonuçlanır ve bu sayede birleşen firmaların verimlilik kazançlarını düşük fiyatlamada kullanacağı beklentisi doğarsa, rakip firmaların beklenen gelecek nakit akımları azalacaktır (Kupiec, Mathios 1987). Gelecek nakit akımlarındaki beklenen azalış ise etkin sermaye piyasasında rakip firmaların hisse senedi fiyatlarında azalmaya yol açacaktır.

Çalışmamızın sonraki bölümlerinde; analiz edilmesi gereken model açıklanacak, rakiplerin birleşme ilanı ile birlikte değişen hisse senedi fiyatları ve buna bağlı normalüstü getirileri olay çalışması yöntemi (portföy ve rakip firma bazında) ile

belirlendikten sonra, normalüstü getiriler ile yoğunlaşma değişimleri arasındaki ilişki analiz edilecektir.

3.2.Regresyon Modeli

Modelin oluşturulmasında Eckbo 1985, Kim, Signal 1993 ve Signal'in 1996 yılındaki çalışmalarından faydalanılmıştır. Yatay bir birleşmenin kamuya açıklandığı durumda, birleşen firmaların bulunduğu sektörde ürün fiyatlarında bir değişim beklenecektir. Geleneksel yaklaşıma göre birleşme ilanı ile birlikte rakip firmaların hisse senetlerinin birleşme açıklamasından kaynaklanan normalüstü getirisi (gözlenen ve tahmin edilen getiriler arasındaki fark) pozitif olacaktır. Modelin varsayımları şu şekildedir:

- 1-Birleşme anti-rekabetçidir,
- 2-Birleşme rakip firma tarafından elde edilebilecek verimlilik artışı sağlamamaktadır,
- 3-Rakip firmanın sermaye yapısında riskli tahviller bulunmamaktadır,
- 4-Rakip firma sadece birleşmenin yaşandığı endüstride faaliyet göstermektedir,
- 5-Rakip firmanın toplam satışları sabit bir büyüme hızında ilerlemektedir.

Bu varsayımlar altında modelimizi şu şekilde kurabiliriz.

$\gamma_j \rightarrow j$ inci firmanın günlük normal üstü getirisi, $w \rightarrow$ Gözlenen gün sayısı ise;

$AR_j = \gamma_j w \rightarrow j$ inci birleşme için rakip firmanın/portföyün birleşme ilanı kaynaklı normalüstü getirisidir.

$dH_j \rightarrow j$ inci birleşme öncesi ile tamamlandığı yıllar arasında yoğunlaşma seviyesindeki fark,

$$AR_j = \alpha_0 + \alpha_1 dH_j + e_j \text{ (j inci yatay birleşme için)}$$

Modelde (AR) birleşme yaşanan sektörde bulunan rakip firmanın (veya sektörde bulunan firmalar ile oluşturulan portföyün) birleşme açıklamasından kaynaklanan normalüstü getirisini temsil etmektedir. Hata teriminin (e) normal dağılıma sahip ve beklenen değerinin sıfıra eşit olduğu modelin varsayımları arasındadır. Bağımsız

değişken olarak ele alınan dH ise olayın gerçekleştiği sektörün birleşme kaynaklı yoğunlaşma seviyesindeki değişimdir¹².

Bir birleşme pazar gücü değil de verimlilik artışı yaratıyorsa, birleşen firmaların marjinal maliyetinde azalma meydana gelecektir. Bu azalış ise piyasada ürün fiyatında bir düşüş ile kendini gösterir. Birleşen firmaların düşük ürün fiyatları karşısında rakip firmalar da kendi pazar paylarını devam ettirmek için fiyatlarını düşüreceklerdir. Birleşmelerin pazar gücü yarattığı aksi durumda ise, birleşen firmaların yüksek ürün fiyatı karşısında rakip firmaların ürün fiyatlarında da paralel artış yaşanacaktır (Kim, Signal 1993). Bu durumda, ilk olarak birleşmelerin ürün fiyatı üzerindeki etkisini tespit etmemiz gerekmektedir.

Bunun yanında rakip firmaların birleşme duyurusu karşısında elde ettiği normalüstü getirilerin gelecekteki nakit akımları değişiminin doğru bir şekilde hisse senedi fiyatına yansımaları olduğu ve kar değişimlerini gösterdiğine ilişkin bulgular mevcuttur (Signal 1996). Bu analizle birlikte, menkul kıymet piyasası ile mal piyasasının, birleşme ilanı karşısında rakip firmalar açısından birlikte hareket ettiği söylenebilir. Dolayısıyla rakip firma karlarında birleşme ile yaşanan değişim dolaylı olarak hisse senedi fiyatı değişimlerinden ortaya çıkan normalüstü getiriler ile ölçülebilir. Bu anlamda modelimizin bağımlı değişkeni birleşme ilanı ile birlikte rakip firmaların karlarındaki değişim yönünde bilgi verecektir.

Bu açıklamalar ışığında, geleneksel yaklaşıma göre ($\alpha_1 > 0$) bulgusuna ulaşmalıyız. Esasen, piyasa yoğunlaşma seviyesinde ve rakip firmaların getirilerindeki birleşme kaynaklı değişimler arasında pozitif bir ilişkinin varlığı, birleşmenin piyasadaki rekabeti azaltmak suretiyle ürün fiyatlarında artışa sebep olacağının delilidir. Nitekim modelimizin makul olan ikinci varsayımına göre, birleşme ile birlikte rakip firmada herhangi bir verimlilik değişimi yaşanmayacağından normalüstü pozitif getirilerin rakip firmaların verimlilik artışından kaynaklandığı söylenemez. İkinci varsayımın çok düşük ihtimalle de yanlış olma olasılığına rağmen, yoğunlaşma ile

¹² Normalüstü getirileri bağımlı değişken olarak kullanan benzeri çalışmalar için; Kim, Signal (1993), Eckbo (1985), Song; Walkling (2000), Wu; Ray (2005) örnek olarak gösterilebilir.

ilişkili bu türlü normalüstü getirileri öngören bir teori bulunmadığından, ($\alpha_1 > 0$) sonucu verimlilik artışı yaklaşımıyla kolayca açıklanamaz (Eckbo 1985).

3.3.Veriler

Çalışmamızda Türkiye’de 2004-2006 yılları arasında yaşanan 36 adet yatay birleşme ve satın alma (bundan sonra sadece “birleşme” veya “olay” olarak anılacaktır.) olayı ele alınmıştır. Birleşmelere ilişkin bilgiler Özelleştirme İdaresi Başkanlığı’nın resmi internet sitesinde yer alan “Deal Watch” adlı çalışma temel alınarak hazırlanmıştır. Birleşen firmaların faaliyette bulundukları sektörler NACE Rev. 1.1. dört basamaklı faaliyet sınıflandırmasına göre saptanmıştır.

Çalışmamızın niteliği bakımından, ilgili sektörlerde faaliyette bulunan firmaların birleşme olayları ele alınmıştır. Bu durumda, 2004-2006 yılları arasında Türkiye’de 91 adet yatay birleşme olayı gerçekleşmiştir (Ek 1: Yatay Birleşme Listesi). Bu birleşmelere katılan firmaların tamamının Türkiye’de faaliyeti mevcuttur. Tespit edilen birleşmelerin yaşandığı sektörlerde İMKB’de ilgili dönemlerde işlem gören rakip firma bulunan olayların 36 adedi için yoğunlaşma seviyesi hesaplanabilmiştir. Dolayısıyla çalışmamız 36 birleşmenin yaşandığı 17 sektör üzerinde yürütülmüştür. Analizimize dahil olan birleşme olaylarına katılan firmaların çok küçük bir kısmı İMKB’de işlem gören şirketler arasında olduğundan, alıcı ve hedef nezdinde bir çalışma yürütülememiştir.

Birleşmelerin açıklanma ve tamamlanma zamanlarına ilişkin bilgiler; İMKB bültenleri, Ticaret Sicil Gazeteleri, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı yayınları, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu yayınları, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu yayınları, Türkiye Bankalar Birliği verileri ile sair günlük ulusal basın yayınları birlikte ve titizlikle değerlendirilerek elde edilmiştir. Olayın piyasalarda duyulma günü bu kaynaklardan saptanan tarih olarak kabul edilmiştir. Sağlanan bilgiler ışığında, olaylar değerlendirilmiş ve olay penceresi içinde aynı sektörde gerçekleşen birleşmeler tek olay olarak ele alınmıştır. Saptanan olaylar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 8: Türkiye’de 2004-2006 Yılları Arasında Gerçekleşen Yatay Birleşmelerden Olay Çalışmasına Uygun Olanlara ait Bilgiler

Nace Kodu	Satınalınan/ Birleşilen Firma (Hedef)	Satınalan/ Birleşen Firma	Firmaların Sektörü	İlan Tarihi	Tamamlanma Yılı	Olay
2742	Standart Alüminyum Fabrikası	Assan Galvaniz A.Ş.	Alüminyum üretimi	23.09.2005	2005	1
2121	Doğan Makine A.Ş.	Duran Ofset A.Ş.	Ambalaj	20.04.2004	2005	1
6512	Yapı Kredi	Koçbank	Bankacılık	07.01.2005	2006	1
1542	Soyeks Bitkisel Yağ	Yonca Gıda A.Ş.	Bitkisel yağ	25.04.2005	2005	1
1542	Tur Gıda	Yonca Gıda A.Ş.	Bitkisel yağ	25.04.2005	2005	
2651	Lalapaşa Çimento	Çimentaş	Çimento	10.10.2005	2005	1a,1b
2651	Standart Çimento	Çimsa	Çimento	11.10.2005	2005	
2651	Bartın Çimento	Çimko Çimento A.Ş.	Çimento	12.10.2005	2006	
2651	Ergani Çimento	Limak Çimento A.Ş.	Çimento	18.10.2005	2006	
2651	Trabzon Çimento	Aşkale Çimento	Çimento	20.10.2005	2006	
2651	Van Çimento	Oci Çimento	Çimento	22.12.2005	2006	
2651	Gaziantep Çimento	Limak Kurtalan Çim. San ve Tic. A.Ş.	Çimento	11.04.2006	2006	3
2651	Elazığ-Altınova Çimento	Çimentas	Çimento	31.07.2006	2006	4

Tablo 8: (Devam)

2710	İzmir Demir-Çelik	Şahin Koç Çelik Sanayi	Demir-çelik	23.09.2005	2005	1
1598	Erikli Su A.Ş.	Nestle Su	Doğal Kaynak suyu	03.08.2006	2006	2
4011	Türk Edison A.Ş.	Entek Enerji A.Ş.	Elektrik enerji	30.12.2003	2004	1
4011	Tufanbeyli Elektrik Üretim A.Ş.	Enerjisa	Elektrik enerji	22.05.2006	2006	2
4011	Ser Enerji A.Ş.	Enerjisa	Elektrik enerji	25.08.2006	2006	3
4011	Akkur Enerji	Akenerji A.Ş.	Elektrik enerji	20.11.2006	2006	4
2971	Auer A.G.	Sanko Holding	Elektrikli Ev Eşyası	06.03.2006	2006	1
2971	Gümüş-Mak Endüstri ve Ticaret A.Ş.	Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.	Elektrikli Ev Eşyası	13.07.2006	2006	2
2415	Samsun Gübre	Toros Gübre A.Ş.	Gübre	04.07.2005	2006	1
4521	Eltes İnşaat	Ağaoğlu Grubu (Akdeniz İnşaat)	İnşaat	28.10.2005	2005	1
4521	İstanbul İmar İnşaat Limitet	Pars İnşaat A.Ş.	İnşaat	30.12.2004	2005	2
3612	Mondi Mobilya	Boydak Grubu	Mobilya	20.02.2006	2006	1
3161	Öncü Dayanıklı Tüketim Malları	Farplas Grubu	Motorlu Araç Parçaları	09.10.2006	2006	1
5211	Endi A.Ş.	Carrefoursa A.Ş.	Perakende	03.05.2005	2006	1
5211	Gima A.Ş.	Carrefoursa A.Ş.	Perakende	03.05.2005	2006	

Tablo 8: (Devam)

5211	Tansaş A.Ş.	Migros A.Ş.	Perakende	15.08.2005	2006	2
5211	Güler Alışveriş Hizmetleri A.Ş.	Kiler A.Ş.	Perakende	23.05.2006	2006	3
5211	Canerler A.Ş.	Kiler A.Ş.	Perakende	25.09.2005	2005	4
8511	Dialisans Diyaliz A. Ş.	Fresenius Diyaliz Hizmetleri A.Ş.	Sağlık	30.12.2005	2006	1
8511	Uludağ Diyaliz A. Ş.	Fresenius Diyaliz Hizmetleri A.Ş.	Sağlık	29.05.2006	2006	2
2630	Uşak Seramik	Tanser Seramik	Seramik	06.01.2004	2004	1
7222	Birim Bilgi İşlem Tic. Ltd. Sti	Vestel	Yazılım	22.03.2006	2005	1
7222	Aydın Yazılım A.Ş.	Vestel Savunma Sanayi A.Ş.	Yazılım	16.03.2005	2006	2

Uygulamamıza dâhil edilen yatay birleşmelerin yaşandığı 17 sektörde faaliyet gösteren, birleşmenin açıklandığı tarih civarında en az bir yıl boyunca İMKB’de işlem gören ve ilgili dönemlerde birleşme ve satın alma işlemine konu olmamış İMKB’ye kayıtlı 70 adet işletme, ilgili sektörlerdeki diğer firmalar (rakip firma) olarak değerlendirilmiştir. Bu firmaların faaliyette bulundukları sektörler Kamuyu Aydınlatma Platformu resmi internet sitesi ile firmaların (var ise) kendi internet sitesindeki bilgiler ışığında tespit edilmiştir.

Birleşmelerin yaşandığı sektörlerin yoğunlaşma seviyelerine ilişkin bilgiler Türkiye İstatistik Kurumu “Mikro Veriler” veri tabanından hesaplanmıştır. Veri tabanında sadece 2003-2006 yıllarına ait mikro veriler bulunduğundan, çalışmamız bu yıllarla sınırlı kalmıştır. Yoğunlaşma seviyesi hesabında; Nace Rev. 1.1. faaliyet sınıflandırması esas alınarak hazırlanmış olan veri tabanından 20 ve üzeri sayıda işçi çalıştıran işletmelerin satış tutarlarının ilgili sektörün toplam satış tutarlarına oranı firma

pazar payı olarak ele alınmıştır¹³. Herfindahl-Hirschman indeksinin (HHI) hesaplanmasında ilgili sektörde faaliyette bulunan firmaların satışlar üzerinden pazar paylarının karelerinin toplamı, yoğunlaşma oranı (CR_4 , CR_8) hesaplanmasında ise sektörde faaliyet gösteren sırasıyla en büyük ilk dört ve sekiz firmanın satışlar üzerinden pazar payı toplamı dikkate alınmıştır. Yukarıda açıklanan şekilde hesaplanan yoğunlaşma seviyelerine ilişkin oranların, olayın tamamlandığı yıl ile önceki yıl değerleri arasındaki fark yoğunlaşma seviyesindeki değişim olarak modele dahil edilmiştir¹⁴.

3.4.Çalışmada İzlenilen Yöntem

Birleşme kaynaklı normalüstü getiri tahmininde olay çalışması (event study) yöntemi kullanılmıştır. Olay çalışması bir olay gerçekleştiğinde piyasanın buna verdiği olağandışı tepkiyi ölçmede kullanılan bir yaklaşımdır. Normalüstü getiriler (abnormal return – AR) olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmakta, olay çalışmaları belirli bir olayın bir şirketin değeri üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Şirket değerinde yaşanan olay kaynaklı bu değişimlerin normalüstü getiriler olarak ortaya çıkması beklenmektedir. Piyasalarda yaşanan gelişmelerin de şirket değerleri üzerinde etkisi olduğu düşünülecek olursa, diğer olayların etkilerini kontrol altına alarak yalnızca belirli bir olayın etkisini doğru ölçmek önem taşımaktadır (Mutan, Topçu 2009).

Olay çalışması; birleşmeler, kar açıklamaları ve bunun gibi olayların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini tahmin eden istatistiksel bir tekniktir. Temel fikir, bilginin iki çeşidinin (firmaya bağlı bilgi [birleşme ilanı, kar açıklaması v.b.] ve hisse senedi fiyatlarını piyasa çapında etkilemesi olası bilgi [faiz oranlarındaki değişiklik v.b.]) hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ayırtmaktır (Mitchell, Netter, 1994).

Hisse senetlerinin getirilerini ayırtmak suretiyle belirli bir olayın etkisini ölçmeye yarayan olay çalışmasının kuruluşu ve hipotezlerin oluşturulması ve test edilmesi için yapılması gereken işlemler şu şekildedir. İlk aşamada, olayın ilgisi ve ilişkili firmaların hisse senetlerinin inceleneceği dönem (olay penceresi) belirlenir. İkinci aşamada çalışmaya dahil edilecek firmalar (veya oluşturulacak portföyler)

¹³ Bankacılık sektörü için Türkiye Bankalar Birliği resmi internet sitesinde yer alan verilerden yararlanılarak krediler üzerinde pazar payı hesaplanmıştır.

¹⁴ Buna benzer hesaplama için Kim, Signal (1993) çalışmasına bakılabilir.

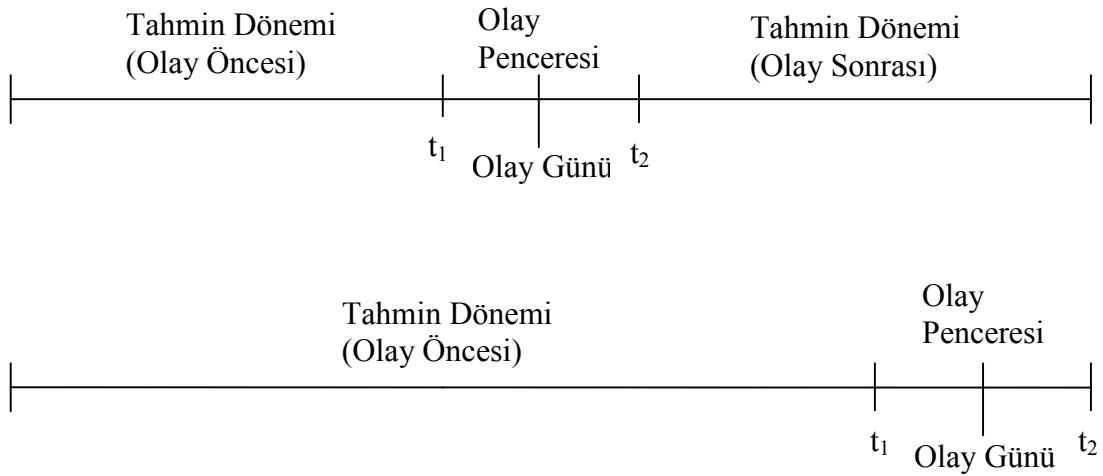
saptanır. İlk adımları olayın etkisinin değerlendirileceği veri işleme safhası izler. Bu safha, genellikle gözlenen ve tahmin edilen getiriler arasındaki fark olan normalüstü getiriler (AR) belirlenmek suretiyle yürütülür (Pynnönen 2005).

$$AR_{it} = r_{it} - E[r_{it} / X_t]$$

Eşitliğin sol tarafı i. firmanın (t) zamanındaki normalüstü getirisini, (r_{it}) gerçek getiriyi ve $E[r_{it} / X_t]$ normal şartlar altında verilen (X_t) bilgisi ışığındaki beklenen getiriyi göstermektedir. Normal getirinin tahmin edildiği birkaç metot vardır. Beklenen getirinin tahmininde sıklıkla kullanıldığı (çalışmamızda da kullanılan) ölçüm yöntemlerinden birisi piyasa getirisine bağlı piyasa modelidir (Tekli indeks modeli). Aşağıda gösterilen model, i inci firmanın beklenen getirisini piyasa getirisi (r_{mt}) bilgisine dayanarak tahmin etmektedir (Pynnönen 2005). Çalışmamızda piyasa getirisini temsilen, bu konuda yapılan birçok çalışma esas alınarak İMKB100 endeksi seçilmiştir.

$$E[r_{it} / R_{mt}] = \alpha_i + \beta_i r_{mt}$$

Veri işleme aşamalarını tahmin ve test safhaları izlemektedir. Tahmin ve test safhalarında olay penceresi öncesi veya öncesi/sonrası için tahmin dönemi (penceresi) seçilir.



$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + u_{it}$ modelinin parametreleri tahmin dönemi için en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilir. Normalüstü getirilerin istatistikî özelliklerini değerlendirebilmek için getirilerin dağılımı hakkında varsayımında bulunmamız gerekmektedir. Standart varsayıma göre getiriler birbirinden bağımsızdır ve normal dağılıma sahiptir. Birçok durumda olay penceresindeki her günün ayrı bir etkisi olduğu düşünüldüğünden günlük getiriler;

$$\hat{AR}_{it} = r_{it}^p - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i r_{mt}^p$$

tekli indeks modeli ise;

$$r_{it}^p = \alpha_i + \gamma_{it} + \beta_i r_{mt}^p + u_{it}^p \text{ halini alır.}$$

Bu ifadelerdeki üst indisler (p), olay penceresi içindeki değerleri ifade etmektedir. Burada (γ_{it}) değişkeni olay penceresi içindeki her hangi bir günde olaya bağlı gerçek getiri etkileridir. Sonuç olarak beklenen normalüstü getiriler (Pynnönen 2005):

$$\begin{aligned} \hat{AR}_{it} &= r_{it}^p - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i r_{mt}^p \\ \hat{AR}_{it} &= \alpha_i + \gamma_{it} + \beta_i r_{mt}^p + u_{it}^p - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i r_{mt}^p \\ \hat{AR}_{it} &= (\alpha_i - \hat{\alpha}_i) + (\beta_i - \hat{\beta}_i) r_{mt}^p + \gamma_{it} + u_{it}^p \end{aligned}$$

$$E(\hat{\alpha}_i) = \alpha_i \quad \text{ve} \quad E(\hat{\beta}_i) = \beta_i \quad \text{olduğundan,} \quad E(\hat{AR}_{it} / r_{mt}^p) = \gamma_{it} \quad \text{halini alır.}$$

Firma/portföy bazında olay penceresi içindeki günlük normalüstü getirilerin zaman içinde toplamı firma/portföyün bireysel kümülatif normalüstü getirisiidir. Olay penceresi içindeki her gün için (1) değerini alan kukla değişkenin katsayısı; firmanın/portföyün olay penceresi içindeki ortalama normalüstü getirisini, bu katsayının olay penceresindeki gün sayısı ile çarpımı ise ilgili firmanın/portföyün kümülatif normalüstü getirisini gösterir (Salinger 1992). Yapılan regresyon ile tahmin edilen kukla değişkenin katsayısına ilişkin t değeri ortalama normalüstü getirinin olasılığını gösterir (Ford, Kline 2006). Olay çalışmalarında, firmaların kümülatif normalüstü getirileri olayla ilgili

makul sonuçları bozabilecek niteliklere sahip olduğundan, getirileri olay bazında toplayarak ulaşılan kümülatif ortalama normalüstü getiriler analizler için daha çok kullanım alanı bulmaktadır (Pynnönen 2005).

$$ACAR = \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \gamma_{it}$$

Olayın hiç etkisinin olmadığını gösteren boş hipotez bu ortalamanın sıfıra eşit olduğunu ima eder. Olay günleri firmalar için farklıysa geleneksel varsayıma göre, normalüstü getiriler firmalar arasında bağımsızdır. Bu durumda olaya ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi kurulabilir.

H_0 : Olayın etkisi yoktur (Normalüstü getiriler sıfırdır): $ACAR=0$

H_1 : Olayın etkisi vardır: $ACAR \neq 0$

Gözlem sayısı 30'dan büyükse hipotezleri test etmek için aşağıdaki Z testi uygulanır. Test istatistiği kritik değerden büyükse, H_0 hipotezi $(1-\alpha)$ güvenlik aralığında anlamlı değildir. Bu durumda olayın etkisi vardır ve normalüstü getirilerin sıfır olduğunu iddia eden boş hipotez reddedilecektir (MacKinlay 1997).

$$Z = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \frac{\gamma_i}{\sigma_\gamma} \sim N(0,1)$$

3.4.1. Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getirilerin Olay Çalışması Çerçevesinde Portföy Yaklaşımı ile Tahmini

Buraya kadar anlatılanlar çerçevesinde çalışmamızda, olayın portföy bazında olay penceresi için bir bütün olarak tahmini aşağıdaki regresyon yürütülerek tek adımda yapılacaktır.

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \gamma_i d_t + u_{it} \rightarrow t = 1, 2, \dots, T$$

r_{it} : i. portföyün belirlenen dönem aralığındaki hisse senedi günlük getirileri,

r_{mt} :İMKB 100 endeksinin belirlenen dönem aralığındaki günlük getirisi,

d_t :İlan günü civarındaki (olay penceresi) 31 gün boyunca 1, diğer günlerde 0 değerini alan kukla değişken,

u_{it} : Normal dağılıma sahip olduğu varsayılan ve beklenen değeri sıfıra eşit hata terimi,

t: zaman (gün)

Olay penceresindeki her gün için (1) değerini alan kukla değişken (d) regresyona yerleştirilerek normalüstü getiri olay penceresi için ortalama olarak tahmin edilebilir. Kullanılan model menkul kıymetlerin pazara olan duyarlılığını gösteren “Tekli İndeks Modeli” nin bir çeşididir. Birleşme ilan günü çevresinde belli bir süre “1” değerini alan kukla değişkenin tekli indeks modeline eklenmesi ile regresyona tabi tutulacak model elde edilmiştir. Kukla değişken katsayısı hisse senedinin olay penceresindeki pazardan bağımsız ortalama günlük getirisini hesaplamada kullanılmaktadır.

Modeldeki gün sayısı bir yılda bulunan ortalama iş günü sayısı (251) esas alınarak hesaplanmıştır. Birleşme ilanı günü sıfıncı gündür. Olay gününden önce ve sonrasında 125'er adet olmak üzere toplam 251 gün vardır. Olaylar hakkında ilan günü öncesinde bilgi sızıntısı da olabileceği düşüncesi ile ilan günü ve 15 gün öncesi ile 15 gün sonrasındaki dönem ele alınarak olay penceresine (31 gün) oluşturulmuştur (Jarayaman ve diğerleri 1991, Slovin ve diğerleri 1991, Signal 1996).

Birleşme işlemlerinin gerçekleştiği sektörlerde faaliyet gösteren rakip firmalar İMKB'de işlem gören firmalar arasından seçilmiştir. Uygulamamıza dâhil edilen 70 adet rakip firma faaliyette bulundukları sektörler itibarıyla ayrıştırılmış ve bu firmaların düzeltilmiş günlük hisse senedi getirileri kullanılarak gözlem sayısı (30 adet) kadar eşit ağırlıklı portföyler oluşturulmuştur¹⁵. Birleşmeye konu olmamış ve ilgili sektörde tahmin döneminde faaliyet gösteren İMKB'ye kote şirketlerin tamamı portföye dahil edilmiştir (Portföyler sektörler göre oluşturulmuştur). Oluşturulan portföylerde yer alan rakip firma adedi 1 ile 15 arasında değişmektedir. Oluşturulan portföylerde yer alan firmalar aşağıdaki gibidir (Rakip firmalar İMKB hisse kodları ile adlandırılmış olup,

¹⁵ Çalışmamızda kullanılan düzeltilmiş hisse senedi günlük fiyatları ile endeks değerleri www.finnnet.gen.tr internet sitesinden temin edilmiştir. Günlük getiriler $(P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$ formülü ile hesaplanmıştır (P=hisse senedi fiyatı, t=gün).

sektörde birden fazla birleşme yaşanmış ise karışıklık olmaması amacıyla kodların yanına Tablo 8’deki olay sayısı eklenmiştir.).

Tablo 9 : Birleşmelerin Yaşandığı Sektörlerde İMKB’ye Kayıtlı Olarak Faaliyette Bulunan Rakip Firmalar ve Bu Firmalarla Oluşturulan Portföyler

Birleşmelerin Gerçekleştiği Sektörler	Portföye Seçilen Rakip Firmalar					
Bitkisel yağ (rafine) üretimi	LIOYS	ALYAG				
Doğal kaynak (maden) suyu üretimi	ERSU	KRSTL	PINSU			
Kimyevi gübre üretimi	BAGFS	EGGUB	GUBRF			
Ateşe Day. Olmayan Seramik ür. üretimi	EGSER	KUTPO				
Çimento üretimi 1, 2, 3	ADANA1, 2, 3	AFYON1, 2, 3	BOLUC1, 2, 3	ASLAN1, 2, 3	NUHCM1, 2, 3	
	ADBGR1, 2, 3	BTCIM1, 2, 3	BUCIM1, 2, 3	KONYA1, 2, 3	UNYEC1, 2, 3	
	ADNAC1, 2, 3	BSOKE1, 2, 3	CMBTN1, 2, 3	MRDIN1, 2, 3		
Çimento üretimi 4	ADANA4	AFYON4	BOLUC4	ASLAN4	NUHCM4	
	ADBGR4	BTCIM4	BUCIM4	KONYA4	UNYEC4	
	ADNAC4	BSOKE4	CMBTN4	MRDIN4	GOLTS4	
Demir ve Çelik üretimi	EREGL	KRDMA	KRDMB	KRDMD		
Alüminyum üretimi	FENIS					
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	ALCAR1	IHEVA1	TUDDF1	ARCLK1	KLMSN1	VESTL1
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	ALCAR2	IHEVA2	TUDDF2	ARCLK2	KLMSN2	VESTL2
Mobilya, Yatak üretimi	YATAS	KLBMÖ				
Motorlu araç parçası üretimi	BFREN	DITAS	EGEEN	FMIZP	PARSN	
Elektrik üretimi 1	AKENR1	AKSUE1	AYEN1	ZOREN1		
Elektrik üretimi 2	AKENR2	AKSUE2	AYEN2	ZOREN2		
Elektrik üretimi 3	AKENR3	AKSUE3	AYEN3	ZOREN3		

Tablo 9 : (Devam)

Elektrik üretimi 4	AKSUE4	AYEN4	ZOREN4		
Perakende mağazacılık 1	MIGROS1	KIPA1			
Perakende mağazacılık 2	KIPA2				
Perakende mağazacılık 3	BIMAS3	MIGROS3	KIPA3		
Perakende mağazacılık 4	MIGROS4	KIPA4			
Bankacılık hizmetleri	AKBNK SKBNK	ALNTF TEKST	TEBNK GARAN	FINBN ISBTR	FORTS
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	ALCTL1	LINK1	LOGO1		
Sağlık hizmetleri 1	ACIBD1				
Sağlık hizmetleri 2	ACIBD2				
Ambalaj malzemeleri üretimi	DENTA	BAKAB	KAPLM	OLMKS	TIRE
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 2	ALCTL2	LINK2	LOGO2		
İnşaat yapımı 1	BROVA1	ENKAI1			
İnşaat yapımı 2	BROVA2	ENKAI2			

Tahmin dönemindeki portföy getirileri ile İMKB100 getirileri üzerinde Evview 5.1 programı yardımıyla yapılan birim kök testi (Augmented Dickey-Fuller) sonuçları aşağıdadır. Bu sonuçlara göre, serilerin % 99 olasılıkla birim köke sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Tablo 10: Tahmin Dönemi içinde Portföylere ve İMKB100 Endeksine ait Getiri Serileri
Üzerinde Yapılan Birim Kök Test Sonuçları

Birleşmelerin Gerçekleştiği Sektörler	İMKB100 Endeks Getirileri			Portföy Getirileri		
	Intercept (-3,4564)*	Trend/Int. (-3,9952)*	None (-2,5742)*	Intercept (-3,4564)*	Trend/Int. (-3,9952)*	None (-2,5742)*
Bitkisel yağ (rafine) üretimi	-12,1933	-12,1725	-12,0695	-15,3079	-15,2775	-15,2512
Doğal kaynak (maden) suyu üretimi	-14,9473	-14,9864	-14,9773	-15,7013	-15,6756	-15,7222
Kimyevi gübre üretimi	-14,5387	-14,5610	-14,3257	-13,8474	-13,8298	-13,7540
Ateşe Day. Olmayan Seramik ür. üretimi	-15,6242	-15,6917	-15,4749	-15,6834	-15,6515	-15,7035
Çimento üretimi 1	-14,4848	-14,4661	-14,2205	-14,0460	-14,0525	-13,2162
Çimento üretimi 2	-14,3635	-14,6967	-14,3478	-13,7745	-14,2761	-13,5406
Çimento üretimi 3	-14,4698	-14,5107	-14,4860	-13,9863	-14,0232	-13,9582
Çimento üretimi 4	-15,0072	-15,0278	-15,0369	-14,4393	-14,4198	-14,4682
Demir ve Çelik üretimi	-14,1360	-14,1105	-13,9076	-14,8586	-14,8643	-14,7883
Alüminyum üretimi	-14,1360	-14,1105	-13,9076	-15,3079	-15,2775	-15,2512
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	-14,6430	-14,6905	-14,6517	-15,3249	-15,3518	-15,2977
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	-15,1336	-15,1104	-15,1640	-15,4900	-15,4564	-15,5206

Tablo 10 : (Devam)

Mobilya, Yatak üretimi	-14,3555	-14,4870	-14,3132	-13,3607	-13,5381	-13,3312
Motorlu araç parçası üretimi	-15,1174	-15,1851	-15,1376	-15,1821	-15,1563	-15,2115
Elektrik üretimi 1	-15,5734	-15,6099	-15,4386	-16,6562	-16,6362	-16,6394
Elektrik üretimi 2	-14,7333	-14,7437	-14,7528	-15,8868	-15,8585	-15,9176
Elektrik üretimi 3	-14,9443	-15,0268	-14,9709	-15,4630	-15,4524	-15,4144
Elektrik üretimi 4	-15,1203	-15,1136	-15,1016	-13,4603	-13,4908	-13,4874
Perakende mağazacılık 1	-12,3308	-12,3057	-14,3354	-16,5108	-16,5152	-16,3761
Perakende mağazacılık 2	-14,5201	-14,6801	-14,2975	-17,0827	-17,0890	-16,6557
Perakende mağazacılık 3	-14,7831	-14,7894	-14,8043	-15,8744	-15,8524	-15,4208
Perakende mağazacılık 4	-14,4761	-14,4433	-14,2569	-15,9466	-15,9212	-15,4718
Bankacılık hizmetleri	-15,3322	-15,3351	-15,1582	-14,7822	-14,7518	-14,0948
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	-14,5011	-14,5149	-14,5098	-14,2488	-14,2736	-14,2720
Sağlık hizmetleri 1	-14,0434	-14,2168	-14,0162	-14,7439	-15,0479	-14,2856
Sağlık hizmetleri 2	-14,8244	-14,8271	-14,8516	-15,5597	-15,7261	-15,4372
Ambalaj malzemeleri üretimi	-16,5108	-16,4763	-16,4225	-16,1505	-16,1199	-16,0225

Tablo 10 : (Devam)

Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 2	-14,8665	-14,8398	-14,7067	-14,1691	-14,1427	-14,0215
İnşaat yapımı 1	-15,2485	-15,2468	-15,1062	-15,9370	-15,9148	-15,9536
İnşaat yapımı 2	-14,5051	-14,4963	-14,1832	-15,0152	-14,9879	-14,9526

*% 1 anlamlılık seviyesindeki test kritik değerleri

Piyasa modeli çerçevesinde yürütülen regresyon analizi sonucunda oluşturulan portföylerin olay penceresinde elde ettikleri birleşme kaynaklı günlük ortalama normalüstü getirileri (γ) ve normalüstü getirileri (AR) aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Tablodaki (AR) değerleri günlük ortalama normalüstü getiriler (γ) ile olay penceresindeki gün sayısı ($w=31$) çarpımına eşittir. Regresyon analizinin akabinde Eview 5.1 programı yardımıyla White testi (% 5 olasılık ve s.d.=3 şartlarında) kullanılarak değişen varyans analizi yapılmıştır. Değişen varyansın varlığı yönünde bilgi edinilen gözlemler aynı program ile Newey-West HAC yöntemi aracılığıyla düzeltilmiştir.

Tablo 11: Olay Penceresi içinde Portföylerin Elde Ettikleri Birleşme Kaynaklı Ortalama (γ) ve Kümülatif ($w\gamma$) Normalüstü Getiriler

Birleşmelerin Gerçekleştiği Sektörler	γ	AR ($w\gamma$)
Bitkisel yağ (rafine) üretimi	0,002054	0,0637
Doğal kaynak (maden) suyu üretimi	0,001911	0,0592
Kimyevi gübre üretimi	-0,001880	-0,0583
Ateşe Dayanıklı Olmayan Seramik ürünleri üretimi	0,000462	0,0143
Çimento üretimi 1	0,000485	0,0150
Çimento üretimi 2	-0,000699	-0,0217
Çimento üretimi 3	0,001683	0,0522
Çimento üretimi 4	0,003233	0,1002
Demir ve Çelik üretimi	-0,004215	-0,1307
Alüminyum üretimi	0,015804	0,4899
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	0,000205	0,0064
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	0,002157	0,0669

Tablo 11 : (Devam)

Mobilya, Yatak üretimi	0,012478	0,3868
Motorlu araç parçası üretimi	0,000896	0,0278
Elektrik üretimi 1	0,006947	0,2154
Elektrik üretimi 2	0,004388	0,1360
Elektrik üretimi 3	0,000487	0,0151
Elektrik üretimi 4	-0,001063	-0,0329
Perakende mağazacılık 1	0,004924	0,1526
Perakende mağazacılık 2	0,003270	0,1014
Perakende mağazacılık 3	0,000692	0,0215
Perakende mağazacılık 4	0,002748	0,0852
Bankacılık hizmetleri	0,005554	0,1722
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	-0,002528	-0,0784
Sağlık hizmetleri 1	-0,002126	-0,0659
Sağlık hizmetleri 2	-0,001918	-0,0594
Ambalaj malzemeleri üretimi	-0,001596	-0,0495
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 2	0,000000	0,0000
İnşaat yapımı 1	-0,001953	-0,0605
İnşaat yapımı 2	-0,001457	-0,0452

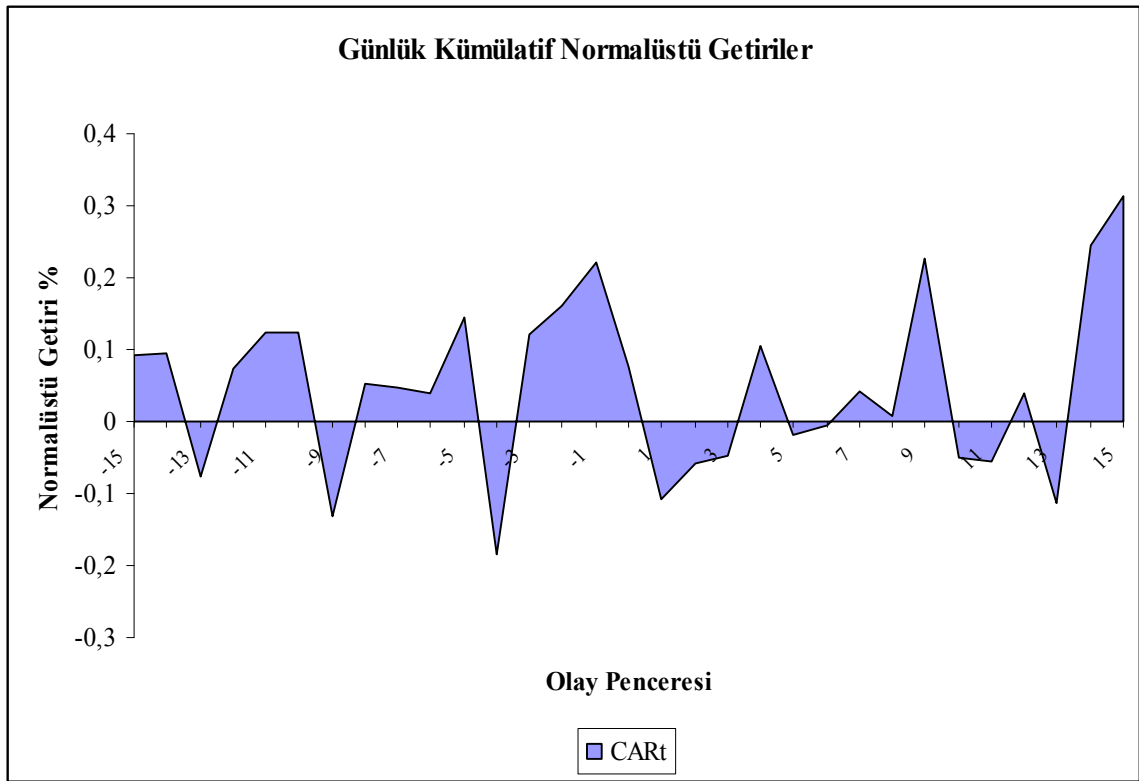
Bu aşamada kurulacak hipotezler ile birleşmelerin, rakip firmaların getirileri üzerinde etkisinin olup olmadığı ortalama normalüstü getiri hesaplanmak suretiyle test edilecektir.

$$H_0 : AAR = \frac{w}{N} \sum_{i=1}^N \gamma_i = 0$$

Yapılan hesaplama sonucunda, birleşmelerin rakip firmaların ortalama getirileri üzerinde önemli ölçüde etkisi bulunduğu saptanmış olup, (2,17) Z değeri ile (% 5 olasılıkla) H_0 hipotezi reddedilmiştir. Rakip firmalardan oluşturulan portföylerin olay penceresindeki ortalama normalüstü getirileri % 5,26 nispetindedir. Gözlemlerin yaklaşık 1/3'ü negatif, 2/3'ü ise pozitif normalüstü getiriye sahiptir. Esasen portföylerin birleşmeler karşısında pozitif ortalama normalüstü getiri elde ettiği bulgularına

ulaşılmıştır. Bu sonuçlar ışığında, birleşmeler karşısında piyasanın rakip firmalara tepkisinin değer artırıcı yönde ve önemli olduğu söylenebilir.

Rakip firmalardan oluşturulan portföylerin olay penceresi içindeki günlük normalüstü getirilerinin yatay olarak toplanması ile elde edilen günlük kümülatif normalüstü getiriler (CAR_t) aşağıda grafik şeklinde gösterilmektedir. Bu grafikten de açıkça görüleceği üzere, birleşmelerin yaşandığı günden 2 gün öncesi ve bir gün sonrasını kapsayan 4 günlük dönemde portföyler normalüstü pozitif getiri elde etmişlerdir. Genel olarak bakıldığında, kümülatif günlük normalüstü getiriler kısa bir süre (yaklaşık bir gün) için negatif değerler almaktadır.



Grafik 15: Olay Penceresi İçindeki Günlerde Portföylerin Birleşme Kaynaklı Günlük Kümülatif Normalüstü Getirileri

Birleşme kaynaklı normalüstü getiriler ile yoğunlaşma oranlarındaki değişim arasındaki ilişkinin analizine geçmeden önce, birleşmelerin rakip firmaların değerleri üzerindeki önemli etkilerini incelemek çalışmamızın yorumlanması açısından önem arz etmektedir. Rakip firmaların bireysel olarak olay penceresi içinde elde ettikleri toplam normalüstü getirilerin de yoğunlaşma seviyesindeki değişim ile karşılaştırılması pazar gücü hipotezinin test edilmesinde destekleyici nitelikte rol oynayacaktır. Nitekim,

Mcafee ve Williams (1988) çalışmalarında rakip firmalardan portföy oluşturularak yürütülen olay çalışması sonuçları ile rakip firma bazında ortaya çıkan sonuçların birbirleri tutarlı olduklarını göstermiş, ancak portföy bazında yürütülen olay çalışmasının sonuçların önemsizliğinden dolayı verimlilik hipotezini açıklamada yetersiz kaldığını vurgulamışlardır.

3.4.2. Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getirilerin Bireysel Firma Seviyesinde Tahmin Edilmesi

Birleşme yaşanan 17 sektörde faaliyet gösteren 70 adet rakip firma (portföy çalışmasına dahil olan firmalar) hisse senedi fiyatlarının, sektörlerinde gerçekleşen birleşmelere verdiği bireysel tepkiler yine piyasa modelimiz çerçevesinde normalüstü getirilerin tahmini için regresyona tabi tutulmuştur. Firma seviyesindeki kümülatif normalüstü getiriler olay penceresi günlerindeki normalüstü getirilerin zaman içindeki toplamından ibarettir. Rakip firma seviyesinde önemli normalüstü getirilerin tahmininde, firma seviyesinde önemli etkileri (negatif veya pozitif) bulunan olayların yaşandığı sektörlerdeki piyasa yapısı değişiminin, bu etkiler ile ilişkisini, teoriler çerçevesinde analiz etmek amaçlanmıştır. Hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuş ve % 95 güven aralığı seçilmiştir.

H_0 : Birleşmenin rakip firmanın getirisi üzerinde etkisi yoktur: $AR=0$

H_1 : Birleşmenin rakip firmanın getirisi üzerinde etkisi vardır: $AR \neq 0$

Modelin kuruluşu portföy çalışmasında bahsedildiği gibidir. Ancak, olaylar ve rakip firmalar hakkında ilan günü öncesinde rakip firma bazında değişik zamanlarda bilgi sızıntısı da olabileceği düşüncesi ile ilan günü çevresinde 5'er günlük ara ile toplamda 31 gün olmak kaydıyla 7 farklı şekilde kukla değişken ele alınmıştır (Jarayaman-Mandeller-Skatri 1991, Slovin et al 1991, Signal 1996). Hareketli olay penceresi seçilmesinde, olay penceresi içinde birleşmelere ilişkin tüm bilgi sızıntısı etkilerinin kavranması amaçlanmıştır. 7 tip kukla değişken (d) ve modelde kullanılışı şu şekildedir:

d1	d2	d3	d4	d5	d6	d7
-20, +10	0, +30	-30, 0	-25, +5	-15, +15	-10, +20	-5, +25

$$r_{jt} = \beta_{oj} + \beta_{1j}r_{mt} + \gamma_j d_{1t} + \varepsilon_{jt}$$

$$r_{jt} = \beta_{oj} + \beta_{1j}r_{mt} + \gamma_j d_{2t} + \varepsilon_{jt}$$

.

$$r_{jt} = \beta_{oj} + \beta_{1j}r_{mt} + \gamma_j d_{7t} + \varepsilon_{jt}$$

Birleşme kaynaklı normalüstü getiriye ilişkin modelin tahmininde En Küçük Kareler yöntemiyle uygulanan regresyonda, her gözlem için 7 farklı kukla değişken ayrı ayrı denenmiş ve % 95 güven aralığında SPSS 11.5 programı ile bulunan 38 adet sonuç ortaya çıkartılmıştır. Her bir firma için oluşturulan regresyon için ele alınan yedi adet kukla değişken katsayısı tahmini arasından F istatistiği büyüklüğü ile olasılık değeri göz önünde bulundurularak seçim yapılmıştır. Yürütülen regresyonda kukla değişken katsayısının test değeri oluşturulan boş hipotezin de test değerini verecektir.

Rakip firma getirileri üzerinde Eview 5.1 programı yardımıyla yapılan birim kök testi (Augmented Dickey-Fuller) sonuçlarından % 95 güven aralığında normalüstü getiri elde eden rakip firmalara ait olanlar aşağıdaki tabloda özet olarak raporlanmıştır (rakip firmalar İMKB hisse kodları ile adlandırılmış olup, sektörde birden fazla birleşme yaşanmış ise karışıklık olmaması amacıyla kodların yanına Tablo 8'deki olay sayısı eklenmiştir.). Bu sonuçlara göre, çalışmada kullanılan serilerin % 99 olasılıkla birim köke sahip olmadığı tespit edilmiştir (Portföyler üzerinde yapılan olay çalışmasında tahmin dönemlerine ait İMKB100 getirileri için yapılan Tablo 10'daki birim kök test sonuçları burada da geçerlidir.).

Tablo 12: Tahmin Dönemi içinde Önemli Normalüstü Getiri Elde Eden Rakip Firmaların Getiri Serileri Üzerinde Yapılan Birim Kök Test Sonuçları

Rakip Firmalar	Intercept (-3,4564)*	Trend/Int. (-3,9952)*	None (-2,5742)*
KRSTL	-10,60	-10,58	-14,72
ADANA1	-13,38	-13,38	-13,05
ADBGR1	-16,43	-16,41	-15,82
MRDIN1	-14,10	-14,07	-13,58
CMBTN2	-14,17	-14,50	-14,18
UNYEC2	-14,97	-15,32	-14,80
BUCIM3	-16,26	-16,35	-16,12
ADANA4	-14,48	-14,51	-14,51
BSOKE4	-14,54	-14,51	-14,57
GOLTS4	-15,17	-15,14	-15,19
KONYA4	-13,16	-13,14	-13,18
UNYEC4	-16,18	-16,16	-16,20
EREGL	-14,24	-14,23	-14,21
FENIS	-15,30	-15,27	-15,25
ALCAR1	-16,20	-16,29	-16,17
IHEVA1	-15,47	-15,47	-15,49
ARCLK1	-16,62	-16,62	-16,61
BHSEV1	-16,98	-16,98	-17,01
BHSEV2	-17,13	-17,10	-17,14
VESTL2	-14,93	-14,90	-14,92
KLBMO	-14,11	-14,10	-14,11
AKSUE1	-16,94	-16,91	-16,93
AYEN1	-16,10	-16,08	-16,09
ZOREN1	-18,35	-18,33	-18,38
AKENR2	-14,83	-14,82	-14,85
AKSUE2	-15,49	-15,48	-15,52
AKENR3	-14,61	-14,67	-14,62
KIPA3	-14,81	-14,80	-14,42
AKBNK	-15,71	-15,68	-15,63
ALNTF	-15,78	-15,77	-15,62

Tablo 12: (Devam)

FORTS	-17,55	-17,51	-9,77
SKBNK	-15,59	-15,57	-15,13
TEKST	-14,72	-14,71	-14,49
ALCTL2	-14,88	-14,86	-14,90
LOGO2	-15,24	-15,22	-15,05
ACIBD2	-15,55	-15,72	-15,43
BAKAB	-18,30	-18,67	-18,31

*% 1 anlamlılık seviyesindeki test kritik değerleri

Regresyon analizinin akabinde Eview 5.1 programı yardımıyla White testi (% 5 olasılık ve s.d.=3 şartlarında) kullanılarak değişen varyans analizi yapılmıştır. Değişen varyansın varlığı yönünde bilgi edinilen gözlemler Eview 5.1 programı ile Newey-West HAC yöntemi aracılığıyla düzeltilmiştir. Bu işlemler sonucunda % 95 güven aralığında 4 gözlem anlamlılığını yitirmiş olup, geriye birleşme yaşanmış 12 sektörde 34 gözlem kalmıştır.

Kukla değişkenlere ait % 95 güven aralığında elde edilen katsayılar firmaların, önemli ve birleşme kaynaklı ortalama günlük normalüstü getirilerini göstermektedir. Bu katsayılar üzerinde yapılan hesaplama sonucunda birleşme kaynaklı normalüstü getirilerin ortalamasının %16,37 nispetinde olduğu, (% 99 olasılıkla) sıfırdan farklı (Z değeri=2,702) ve pozitif olduğu bulgularına ulaşılmıştır. Rakip firmaların % 29,5'i negatif % 70,5'i pozitif ortalama normalüstü getiri elde etmiştir. Sektörler itibarıyla önemli ortalama normalüstü getiri elde eden rakip firmaların ve elde ettikleri ortalama normalüstü getirileri ile kümülatif normalüstü getirileri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 13: Belirtilen Olay Pencereleeri içinde Rakip Firmaların Elde Ettikleri Birleşme Kaynaklı Ortalama (γ) ve Kümülatif ($w\gamma$) Normalüstü Getiriler

Birleşmelerin Gerçekleştiği Sektörler	Rakip Firmalar	Kukla Değişken Çeşidi	γ	AR ($w\gamma$)
Doğal kaynak (maden) suyu üretimi	krstl	d3	-0,0111	-0,3455
Çimento üretimi 1	adana1	d4	0,0114	0,3538
Çimento üretimi 1	adbgr1	d3	0,0093	0,2871
Çimento üretimi 2	cmbtn2	d7	-0,0153	-0,4757
Çimento üretimi 2	unyec2	d3	0,0112	0,3464
Çimento üretimi 3	bucim3	d5	0,0106	0,3285
Çimento üretimi 4	adana4	d1	0,0081	0,2510
Çimento üretimi 4	bsoke4	d2	0,0101	0,3141
Çimento üretimi 4	glts4	d2	-0,0105	-0,3253
Çimento üretimi 4	konya4	d6	0,0134	0,4152
Çimento üretimi 4	unyec4	d2	0,0075	0,2328
Demir ve Çelik üretimi	eregl	d3	0,0122	0,3781
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	alcar1	d3	0,0144	0,4456
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	iheva1	d4	-0,0131	-0,4076
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	arelk1	d5	-0,0088	-0,2731
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	bhsev1	d1	0,0109	0,3391
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	bhsev2	d4	-0,0102	-0,3168
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	vestl2	d5	0,0071	0,2198
Mobilya, Yatak üretimi	klmbo	d2	0,0211	0,6531
Elektrik üretimi 1	aksue1	d1	0,0096	0,2987
Elektrik üretimi 1	ayen1	d1	0,0122	0,3770
Elektrik üretimi 1	zoren1	d6	0,0140	0,4329
Elektrik üretimi 2	akenr2	d7	-0,0149	-0,4616
Elektrik üretimi 3	akenr3	d7	0,0118	0,3669
Perakende mağazacılık 3	kipa3	d1	0,0127	0,3944
Bankacılık hizmetleri	akbnk	d7	-0,0065	-0,2012
Bankacılık hizmetleri	alntf	d5	0,0112	0,3468
Bankacılık hizmetleri	forts	d1	0,0165	0,5114
Bankacılık hizmetleri	skbnk	d4	0,0179	0,5546

Tablo 13: (Devam)

Sağlık hizmetleri 2	acıbd2	d4	0,0079	0,2436
Alüminyum üretimi	fenis	d7	0,0222	0,6875
Ambalaj malzemeleri üretimi	bakab	d6	-0,0084	-0,2606
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	alctl2	d3	0,0083	0,2564
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	logo2	d2	-0,0130	-0,4031

3.5.Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getiriler ve Yoğunlaşma Seviyesindeki Birleşme Kaynaklı Değişim

Aşağıdaki tabloda birleşmeler karşısında rakip firmaların hisse senedi değerindeki olay çalışmaları ile saptanan değişime ilişkin olası durumların ekonomik açıklamalarına ait karşılaştırma yapılmaktadır. Buna göre rakip firmaların değerindeki artış her iki durumda da azalan rekabet ve fiyat yükselişleri ile açıklanmaktadır. Aksi durumlar ise birleşen firmaların verimliliğinde ve rekabette bir artışı öngörmektedir. Bunun yanında, rakip firmaların değerindeki bir artış tüketici refahında fiyat yükselişinden kaynaklanan bir azalmayı ima edecektir.

Tablo 14: Birleşme ile Ortaya Çıkabilecek Olası Durumlar Karşısında Rakip Firma Değerlerinde Meydana Gelebilecek Değişiklikler

Piyasa Değerlemesine İlişkin Olası Ekonomik Açıklamalar	Rakip Firmaların Değeri
Azalan rekabet, yüksek fiyatlar, tüketici refahında azalma	Artar
Birleşen firmaların verimliliğinde artış, tüketici refahında yükselme	Azalır
Birleşen firmaların verimliliğinde azalış, yüksek fiyatlar, azalan rekabet, tüketici refahında azalma	Artar
Rekabette artış, fiyatlarda azalış, tüketici refahında yükselme	Azalır

Kaynak: Ford, Kline 2006

Sektördeki azalan rekabet sonucunda rakip firma değerinde yaşanan pozitif yönlü değişim öngörüsü önceki bölümlerde tahmin edilen regresyon sonuçları ışığında test edilecektir. Birleşmelerin etkileri konusunda en iyi gösterge olduğu ortaya konan

Herfindahl yoğunlaşma endeks değeriindeki değişim, rekabetteki birleşme kaynaklı değişimi göstermek üzere esas alınmıştır (Ordover ve diğerleri 1982). Bunun yanında ulaşabildiğimiz diğer yoğunlaşma ölçümleri de (CR_4 , CR_8) çalışmaya konu olmuştur. Birleşme ile değişmesi öngörülen piyasa yapısında ortaya çıkabilecek tüm etkilerin analize dahil edilmesi açısından, firmaların satışları üzerinden hesaplanan ve piyasa yapısının önemli bir göstergesi olduğu benimsenen yoğunlaşma seviyesindeki değişim (olayın tamamlanma yılında yaşanan) modelimizde açıklayıcı değişken olarak dikkate alınmıştır.

Türkiye’de 2004-2006 yılları arasında birleşme yaşanan sektörlerle ilişkin yoğunlaşma verileri Türkiye İstatistik Kurumu’ndan temin edilmiş olup aşağıdaki gibidir. Yoğunlaşma değerlerinin tamamı sıfırla bir arasındadır. Alt indisler yılı belirtmekte olup işlem yılı (t) birleşmenin tamamlandığı yıldır. Yoğunlaşma ölçümlerinin önüne eklenen (d) harfi yoğunlaşma seviyesinde işlem yılında yaşanan değişimi göstermektedir.

Birleşmelerin Gerçekleştiği Sektörler	İşlem Yılı	CR _{8,t}	dCR ₈	CR _{4,t-1}	CR _{4,t}	dCR ₄	H _{t-1}	H _t	dH
Bitkisel yağ (rafine) üretimi	2005	0,4981	0,0229	0,3208	0,3572	0,0365	0,0555	0,0636	0,0081
Doğal kaynak (maden) suyu üretimi	2006	0,7809	0,7783	0,6766	0,6803	0,0036	0,2037	0,2200	0,0163
Kimyevi gübre üretimi	2006	0,9923	0,9949	0,8055	0,8096	0,0040	0,1984	0,2038	0,0054
Atıçse Dayanırlı Olmayan Seramik ürünleri üretimi	2004	0,7641	0,7134	0,5471	0,5021	-0,0450	0,1016	0,0942	-0,0074
Çimento üretimi 1a	2006	0,4684	0,4705	0,2824	0,3069	0,0245	0,0412	0,0448	0,0036
Çimento üretimi 2	2006	0,4684	0,4705	0,2824	0,3069	0,0245	0,0412	0,0448	0,0036
Çimento üretimi 3	2006	0,4684	0,4705	0,2824	0,3069	0,0245	0,0412	0,0448	0,0036
Çimento üretimi 4	2006	0,4684	0,4705	0,2824	0,3069	0,0245	0,0412	0,0448	0,0036
Demir ve Çelik üretimi	2005	0,5364	0,5334	0,3872	0,3668	-0,0204	0,0572	0,0549	-0,0023
Alüminyum üretimi	2005	0,4965	0,5734	0,3502	0,4546	0,1044	0,0454	0,0878	0,0425
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	2006	0,8751	0,8859	0,7875	0,7896	0,0021	0,2672	0,2615	-0,0057
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	2006	0,8751	0,8859	0,7875	0,7896	0,0021	0,2672	0,2615	-0,0057
Mobilya, Yatak üretimi	2006	0,3355	0,3209	0,2169	0,2034	-0,0135	0,0217	0,0207	-0,0010
Motorlu araç parçaları üretimi	2006	0,8380	0,8488	0,6440	0,6586	0,0146	0,1232	0,1407	0,0175
Elektrik üretimi 1	2004	0,6980	0,7430	0,5582	0,5811	0,0229	0,1222	0,1662	0,0440
Elektrik üretimi 2	2006	0,7222	0,7079	0,5646	0,5637	-0,0009	0,1516	0,1490	-0,0027
Elektrik üretimi 3	2006	0,7222	0,7079	0,5646	0,5637	-0,0009	0,1516	0,1490	-0,0027
Elektrik üretimi 4	2006	0,7222	0,7079	0,5646	0,5637	-0,0009	0,1516	0,1490	-0,0027
Perakende mağazacılık 1	2006	0,5112	0,5138	0,4041	0,4242	0,0202	0,0467	0,0597	0,0130
Perakende mağazacılık 2	2006	0,5112	0,5138	0,4041	0,4242	0,0202	0,0467	0,0597	0,0130
Perakende mağazacılık 3	2006	0,5112	0,5138	0,4041	0,4242	0,0202	0,0467	0,0597	0,0130
Perakende mağazacılık 4	2005	0,5243	0,5112	0,4005	0,4041	0,0036	0,0484	0,0467	-0,0017

Bankacılık hizmetleri	2006	0,7176	0,7624	0,0448	0,4784	0,4718	-0,0066	0,0820	0,0858	0,0038
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	2006	0,4605	0,4723	0,0118	0,3434	0,3637	0,0203	0,0406	0,0501	0,0095
Sağlık hizmetleri 1	2006	0,2920	0,2469	-0,0451	0,2069	0,1694	-0,0375	0,0176	0,0143	-0,0033
Sağlık hizmetleri 2	2006	0,2920	0,2469	-0,0451	0,2069	0,1694	-0,0375	0,0176	0,0143	-0,0033
Ambalaj malzemeleri üretimi	2005	0,4562	0,4391	-0,0171	0,3021	0,2918	-0,0102	0,0339	0,0321	-0,0019
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 2	2005	0,6170	0,4605	-0,1565	0,4661	0,3434	-0,1227	0,0880	0,0406	-0,0474
İnşaat yapımı 1	2005	0,1305	0,1002	-0,0303	0,0922	0,0614	-0,0308	0,0047	0,0029	-0,0018
İnşaat yapımı 1	2005	0,1305	0,1002	-0,0303	0,0922	0,0614	-0,0308	0,0047	0,0029	-0,0018
Çimento üretimi 1b	2005	0,4571	0,4684	0,0113	0,2969	0,2824	-0,0145	0,0425	0,0412	-0,0013

Tablo 21: Birleşme Yaşanan Sektörlerde Yoğunlaşma Seviyeleri ve Birleşme Kaynaklı Yoğunlaşma Seviyesi Değişimleri

Önemli seviyede ortalama normalüstü getiri elde eden rakip firmaların bulundukları sektördeki piyasa yapısının bir göstergesi olan yoğunlaşma ölçümlerine ait birleşme kaynaklı değişimler aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir.

Tablo 16: Birleşme Kaynaklı Önemli Normalüstü Getiri Elde Eden Rakip Firmaların Faaliyette Bulunduğu Sektörlerdeki Yoğunlaşma Seviyelerindeki Değişim

Birleşmelerin Gerçekleştiği Sektörler	Rakip Firmalar	İşlem yılı	dCR8	dCR4	dH
Doğal kaynak (maden) suyu üretimi	krstl2	2006	-0,0026	0,0036	0,0163
Çimento üretimi 1a	adana1	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 1a	adbgr1	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 2	cmbtn2	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 2	unyec2	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 3	bucim3	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 4	adana4	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 4	bsoke4	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 4	gltas4	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 4	konya4	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Çimento üretimi 4	unyec4	2006	0,0021	0,0245	0,0036
Demir ve Çelik üretimi	eregl2	2005	-0,0029	-0,0204	-0,0023
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	alcar1	2006	0,0108	0,0021	-0,0057
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	iheva1	2006	0,0108	0,0021	-0,0057
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	arclk1	2006	0,0108	0,0021	-0,0057
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 1	bhsev1	2006	0,0108	0,0021	-0,0057
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	bhsev2	2006	0,0108	0,0021	-0,0057
Elektrikli Ev Eşyası üretimi 2	vestl2	2006	0,0108	0,0021	-0,0057
Mobilya, Yatak üretimi	klmbo	2006	-0,0145	-0,0135	-0,0010
Elektrik üretimi 1	aksue1	2004	0,0451	0,0229	0,0440
Elektrik üretimi 1	ayen1	2004	0,0451	0,0229	0,0440
Elektrik üretimi 1	zoren1	2004	0,0451	0,0229	0,0440
Elektrik üretimi 2	akenr2	2006	-0,0142	-0,0009	-0,0027
Elektrik üretimi 3	akenr3	2006	-0,0142	-0,0009	-0,0027

Tablo 16: (Devam)

Perakende mağazacılık 3	kpa3	2006	0,0025	0,0202	0,0130
Bankacılık hizmetleri	akbnk	2006	0,0448	-0,0066	0,0038
Bankacılık hizmetleri	alntf	2006	0,0448	-0,0066	0,0038
Bankacılık hizmetleri	forts	2006	0,0448	-0,0066	0,0038
Bankacılık hizmetleri	skbnk	2006	0,0448	-0,0066	0,0038
Sağlık hizmetleri 2	acibd2	2006	-0,0451	-0,0375	-0,0033
Çimento üretimi 1b	adana1	2005	0,0113	-0,0145	-0,0013
Çimento üretimi 1b	adbgr1	2005	0,0113	-0,0145	-0,0013
Alüminyum üretimi	fenis	2005	0,0769	0,1044	0,0425
Ambalaj malzemeleri üretimi	bakab	2005	-0,0171	-0,0102	-0,0019
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	alctl2	2005	-0,1565	-0,1227	-0,0474
Yazılım (Bilgisayar) hizmetleri 1	logo2	2005	-0,1565	-0,1227	-0,0474

Birleşme kaynaklı kümülatif normalüstü portföy getirileri ile rakip firma seviyesindeki getirilerin yoğunlaşma değişimlerinin her ölçümü ile karşılaştırılması sonucu oluşturulan ekonometrik modeller ve hipotezler şu şekildedir. Yatay kesit regresyonlar portföy ve rakip firma seviyesi için ayrı ayrı tahmin edilecektir. Regresyonlardaki tüm değişkenler yüzdelik değerlerden oluşmaktadır.

Portföy seviyesinde; her regresyon için ayrı ayrı olmak üzere $H_0: \alpha_1, \beta_1, \phi_1=0$

(j inci portföy için)

$$AR_j = \alpha_0 + \alpha_1 dH_j + e_j$$

$$AR_j = \beta_0 + \beta_1 dCR8_j + e_j$$

$$AR_j = \phi_0 + \phi_1 dCR4_j + e_j$$

Rakip firma seviyesinde; her regresyon için ayrı ayrı olmak üzere $H_0: \delta_1, \lambda_1, \varsigma_1=0$

(i inci rakip firma için)

$$AR_i = \delta_0 + \delta_1 dH_i + e_i$$

$$AR_i = \lambda_0 + \lambda_1 dCR8_i + e_i$$

$$AR_i = \varsigma_0 + \varsigma_1 dCR4_i + e_i$$

Bu modeller ile piyasa yapısındaki birleşme kaynaklı değişimlerin rakip firmaların ve portföylerin birleşme kaynaklı normalüstü ortalama getirileri açıklamadığını ima eden boş hipotez test edilecektir. Bu regresyonlarda çalışmamız için önem arz eden açıklayıcı değişken Herfindahl indeksindeki değişimdir. Diğer açıklayıcı değişkenlere çalışmanın tutarlılığı açısından yer verilmiştir.

Yukarıdaki yatay kesit regresyonların Eview 5.1 programı yardımıyla tahmin edilmesinde En Küçük Kareler yöntemi kullanılmıştır. Birleşme kaynaklı ortalama normalüstü portföy getirileri ile rakip firma ortalama normalüstü getirilerine ait regresyonların En Küçük Kareler yöntemi kullanılarak elde edilen tahmin sonuçları ve istatistikî özellikleri aşağıda özetlenmiştir. Portföylerin olay penceresindeki kümülatif normalüstü getirileri (AR_p), rakip firmaların olay penceresindeki kümülatif normalüstü getirileri (AR_f) olarak adlandırılmıştır. Günlük ortalama normalüstü getirilerde (γ) sembolü kullanılmış olup alt indisler portföy ve firma seviyesini göstermektedir. Günlük ortalama normalüstü getirilerin t değerleri (AR)'lere ait t değerleri ile aynı olduğundan raporlanmamıştır.

Tablo 17: Birleşme Kaynaklı Yoğunlaşma Seviyesindeki Değişimlerin Birleşme Kaynaklı Normalüstü Getiriler Üzerindeki Etkisini Gösterir Katsayıların En Küçük Kareler Yöntemi ile Tahminine ait Sonuçlar

Portföy Seviyesindeki Regresyon Tahmin Sonuçları (A)			
	dH***	dCR8***	dCR4***
$AR_p (w \gamma_p)$	4,2125	1,5366	1,7735
γ_p	0,1358	0,0495	0,0572
t Değeri	3,0752	2,7237	3,0551
R^2	0,2459	0,2037	0,2435

* :%10, **:%5, ***:%1 anlamlılık seviyelerini göstermektedir.

Rakip Firma Seviyesindeki Regresyon Tahmin Sonuçları (B)			
	dH**	dCR8*	dCR4
$AR_f (w \gamma_f)$	5,8459	2,2478	2,1688
γ_f	0,1885	0,0725	0,0699
t Değeri	1,9827	1,8144	1,4505
R^2	0,1036	0,0883	0,0583

* :%10, **:%5, ***:%1 anlamlılık seviyelerini göstermektedir.

Regresyon analizinin akabinde Eview 5.1 programı yardımıyla White testi (% 5 olasılık ve s.d.=2 şartlarında) kullanılarak değişen varyans analizi yapılmıştır. Regresyonların hiçbirinde değişen varyans olasılığına ilişkin bir delile rastlanmamıştır.

3.6.Ampirik Bulguların Değerlendirilmesi

Portföylerin ortalama normalüstü getirileri ile yoğunlaşma seviyesindeki değişimler üzerinde yapılan regresyon tahminlerine göre; portföylerin birleşme kaynaklı ortalama normalüstü getirileri ile yoğunlaşma seviyesindeki değişimin her ölçümü arasında % 99 güven aralığında pozitif ve önemli bir ilişki vardır. Portföy çalışması regresyon tahminlerine göre boş hipotez % 99 olasılıkla reddedilmiştir.

Rakip firmaların ortalama normalüstü getirileri ile yoğunlaşma seviyesindeki değişimler üzerinde yapılan regresyon tahminlerine göre; rakip firmaların birleşme kaynaklı ortalama normalüstü getirileri ile Herfindahl yoğunlaşma seviyesi değişimi arasında % 95, CR8 arasında % 90 güven aralığında pozitif ve önemli bir ilişki vardır. Bunun yanında, CR4 değeri ile normalüstü getiriler arasındaki ilişki pozitif ancak önemsizdir. Rakip firma seviyesindeki regresyon tahminlerine göre boş hipotez dH için % 95, dCR8 için ise % 90 olasılıkla reddedilmiştir.

Birleşme kaynaklı ortalama normalüstü getiriler ile yoğunlaşma seviyelerindeki değişimlerin tamamı arasında pozitif ancak düşük korelasyon mevcuttur. İki çalışma (portföy ve rakip firma seviyesinde) arasında R^2 değerlerinin karşılaştırılması yapıldığında portföy bazlı modelimizin açıklayıcı gücünün nispeten daha yüksek olduğu görülmektedir¹⁶.

Her iki çalışma sonuçları da birbirini destekler niteliktedir. Piyasa yapısında birleşme kaynaklı değişimin iyi bir göstergesi olarak Herfindahl yoğunlaşma endeksi değişimini kabul ettiğimizde, her iki çalışmaya ait sonuçların yapı-davranış-performans yaklaşımı ile öngörülen pazar gücü hipotezine önemli ölçüde işaret ettiğine dair bulgulara ulaşılmıştır. Her iki çalışma da en az % 95 olasılıkla rakip firmaların birleşme kaynaklı normalüstü ortalama getirilerinin piyasa yapısındaki birleşme kaynaklı

¹⁶ Birleşme kaynaklı normalüstü getiriler ile birleşme kaynaklı yoğunlaşma seviyesi değişimi arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışan Signal (1996) ve Eckbo (1985) modellerindeki R^2 değerleri 0,10 oranının altındadır.

değişimlerden kaynaklanmadığını öngören boş hipotez reddedilmiştir. Birleşmelerin, birleşen firmalara verimlilik kazançları sağladığını ima eden verimlilik artışı yaklaşımıyla da açıklanabilecek hiçbir delile rastlanmamıştır.

Regresyon katsayı tahminlerine göre; Herfindahl yoğunlaşma seviyesinde birleşmelerden kaynaklanan bir birimlik artış portföylere % 0,135, rakip firmalara ise % 0,188 nispetinde günlük ortalama normalüstü getiri sağlamaktadır.

Rakip firmaların, sektörlerinde yaşanan birleşme ile verimliliklerinde bir değişim olmadığı varsayımı altında, piyasa yapısındaki değişim ile aynı yönlü normalüstü getiri elde etmesi, piyasa yapısındaki değişimin ürün fiyatlarını etkileyerek beklenen karları değiştirdiğini ima etmektedir. Birleşmelerle birlikte sektöre yayılı bir verimlilik artışının söz konusu olmadığı varsayıldığında, rakip firmaların önemli ölçüde pozitif normalüstü ortalama getiri sağlaması, rekabette bir azalmaya ve azalan rekabet karşısında fiyatlarda oluşan bir artış beklentisinin firma değerine yansıdığına ilişkin bir delildir.

Bunun yanında, 2004-2006 yılları arasında yaşanan birleşmelere katılan firmalardan İMKB’de işlem görenlerin sayısı yeterli olmadığı için alıcı ve hedef firmalar yönünden analiz yapılamamıştır. Ancak, çalışmamızın 2.2. kısmında bahsedildiği üzere, birleşme kararlarının taraflar açısından karlı olduğu aksi halde birleşmenin gerçekleşmeyeceği varsayıldığı takdirde, refah değişiminin yönünü belirlemek adına sadece dışarıdaki firmaların karlarındaki değişim ile tüketici artışındaki değişimin ölçülmesi yeterli olacaktır.

Nitekim, birleşme kaynaklı normalüstü getirilere ilişkin yapılan çalışmaların genel olarak alıcı firmalar için düşük, hedef firmalar için yüksek oranda pozitif normalüstü getiriyi işaret etmesi, karsız birleşmelerin alıcı veya hedefler tarafından istenmediği varsayımını doğrular niteliktedir.

Ayrıca, kurduğumuz model büyük olasılıkla pazar gücü artışından dolayı rekabette azalmaya ve fiyatlarda artışa işaret ettiğinden, çalışmaya dahil edilen birleşmelerin tüketiciler açısından faydalı olmadığı ve tüketici artışı azalma olduğu

söylenebilir. Tüketici artığındaki azalışın boyutları hakkında bir bilgimiz bulunmadığından, refah değişiminin yönüne ilişkin kestirimde bulunulmamıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Şirketlerin yatay birleşmesi, piyasalardaki rekabeti ve toplumun refah düzeyini etkilediğinden dolayı yüzyılı aşkın bir süredir üzerinde önemle durulan ekonomik konulardan biri olmuştur. Amerika’da ondokuzuncu yüzyılın sonlarında başlayan birleşme hareketleri tekelleşme amaçlarını içermekte iken, yapılan yasal düzenlemelerle tekelleşme engellenmeye çalışılmış sonucunda oligopolistik yapıya sahip piyasalar oluşmuştur. Avrupa Birliği’nde ise parasal birliğe geçiş ve sektörlerin yeniden yapılandırılmasıyla birlikte yatay birleşmeler hız kazanmıştır. Gelişmiş bir şirket yapısı ile derinleşmiş sermaye piyasasını gerektiren birleşmeler, Türkiye’de liberalleşme ile birlikte görülmeye başlanmıştır.

Yatay birleşmelerle doğabilecek anti rekabetçi etkilerin saptanması ve bu etkilere sahip işlemlerin engellenebilmesi amacıyla ilk olarak A.B.D.’de bir kısım düzenlemeler yapılmıştır. Birleşme işlemlerinin yoğunluğuyla paralel biçimde Avrupa Birliği ile diğer ülkelerde de zaman içinde rekabet mevzuatı oluşturulmuştur. Ekonomik ve teknolojik gelişmelerle birlikte oluşturulan standartlar çerçevesinde rekabet otoriteleri tarafından yapılan yatay birleşmelerin analizi gelişme ve değişim göstermiştir. Piyasa yoğunlaşmasının refah ile ters ilişki içinde bulunduğu düşünülmekte olduğundan rekabet otoriteleri tarafından yapılan yatay birleşmelerin analizinde, birleşme onayları bu husus göz önünde bulundurularak karara bağlanmaktadır. Nitekim firma davranışlarının birbirinden etkilenerak gerçekleştirildiği özdeş verimlilik yapısı gösteren Cournot oyunculara sahip piyasalarda toplam refah ile yoğunlaşma seviyesi arasında teorik olarak ters bir ilişki bulunduğu çeşitli çalışmalarla desteklenmektedir.

Piyasa yapısındaki bozulmanın firmalar arası işbirliği olasılığını artmasıyla birlikte firma davranışlarında değişime yol açacağını öngören geleneksel yaklaşıma göre, yatay birleşmeler de piyasa yoğunlaşmasını artırarak yapıyı bozacağından rekabet otoriteleri tarafından engellenmelidir. Piyasa yoğunlaşması, yapıyı tam rekabet piyasasından uzaklaştırdığı ölçüde firmaların marjinal maliyetten yüksek bir seviyede fiyat belirleyebilme gücünü (pazar gücü) artırmaktadır.

Ancak, yatay birleşmelerin, birleşen firmalarda verimlilik artırıcı etkilerinden dolayı gerçekleştirildiğini ve esasen büyük firmaların verimliliklerinin yüksek olmasından dolayı, yoğunlaşmış endüstrilerde piyasa kar oranlarının da yüksek olduğunu ima eden verimlilik artışı yaklaşımına göre; işbirliğine işaret etmiyorlar ise yatay birleşmelerle izin verilmelidir.

Geleneksel yaklaşım; yatay birleşme ile açık bir verimlilik artışı sağlanıyorsa, verimlilik yaklaşımı ise; yatay birleşme işbirliğine yol açmıyorsa, rekabet otoriteleri tarafından bu işlemlere izin verilmesi gerektiği görüşündedirler. Bu durumda, rekabet otoriteleri tarafından yapılacak birleşme analizlerinde, yatay birleşmelerde oluşabilecek pazar gücü değişimi ile verimlilik etkilerinin saptanması gereği doğmaktadır.

Yatay birleşmelere ilişkin teoriler bu iki yaklaşım üzerinde odaklanmaktadır. Esasen, birleşme analizi sonucunda piyasada hangi etkinin baskın geldiğini saptamak, birleşmenin sonuçlarını değerlendirmek açısından yeterlidir. Çalışmamızda hangi etkinin baskın geldiği Türkiye’de gerçekleşen yatay birleşmeler açısından incelenmiştir. Yapılan analizde, birleşmenin gerçekleştiği sektörlerde faaliyet gösteren rakip firmalar ve bu firmalarla oluşturulan portföylerin hisse senedi getirileri kullanılmıştır. Gerçekte, birleşme ile sektöre yayılı bir verimlilik artışına işaret eden bir delil bulunmadığından, birleşme sonucunda birleşen firmalarda verimlilik artışı sağlanırsa, rekabetten dolayı ürün fiyatındaki azalma sektördeki rakip firmaların karına olumsuz etkide bulunacak, ancak birleşme ile pazar gücü etkisi baskın gelirse, ürün fiyatında artış rakip firmaların karlılığını yükseltecektir.

Çalışmamızda verilerin ulaşılabilirliği ve inceleme için yeterliliği göz önüne alınmış ve yatay birleşmeler sermaye piyasası kapsamında dolaylı yoldan analiz edilmiştir. Sermaye piyasası ile elde edilen sonuçlar ile mal piyasası verileri kullanılarak saptanan sonuçlar arasında bağlantı olduğu ve sonuçların birbirleri ile tutarlı olduğunu gösteren bulgular sermaye piyasası verilerini kullanarak yürüttüğümüz çalışmayı güçlendirmektedir.

Etkin sermaye piyasası hipotezine göre; piyasadaki bir bilgi eğer firmaların gelecekteki nakit akımlarını bir yönde etkiliyorsa, bu bilgi ile birlikte firmaların hisse senedi fiyatları aynı yönde etkilenecektir. Dolayısıyla, birleşme açıklaması ile birlikte,

gelecek ürün fiyatında artış beklentisi sektördeki firmaların hisse senedi değerinde bir yükselişe yol açacaktır. Birleşmeye katılan firmaların hisse senedi değerindeki birleşme ilanı kaynaklı artış, verimlilik hipotezi veya pazar gücü hipotezi ile açıklanabilir. Bu yüzden, iki teori arasında ayrım yapabilmek için sektörde birleşmeye katılmamış firmaların hisse senedi değerleri incelenmiş ve saptanan normalüstü getirilerin birleşme kaynaklı piyasa yapısı değişimi ile ilişkisi analiz edilmiştir.

Rakip firmalar ve portföy seviyesinde yürütülen regresyonlardan elde edilen normalüstü getiri tahmini rakip firmaların ve bunlarla oluşturulan portföylerin birleşme ilanı ile birlikte pozitif ve önemli normalüstü getiri elde ettiğini göstermektedir. Yatay birleşmenin sektörün genelinde bir verimlilik artışı yaratmadığına ilişkin varsayımımız altında rakip firmaların elde ettiği pozitif normalüstü getiriler, gelecek karların yüksek olacağına ilişkin beklentinin ve dolayısıyla gelecekteki ürün fiyatında beklenen bir artışın kanıtıdır.

Pozitif normalüstü getirilerin geleneksel yaklaşımın öngördüğü gibi piyasa yapısındaki değişimden kaynaklanıp kaynaklanmadığının tespiti amacıyla, rakip firmaların birleşme kaynaklı normalüstü getirilerinin birleşme kaynaklı yoğunlaşma seviyesi değişimleri arasındaki ilişki analizimize dahil edilmiştir. Yatay kesit veriler üzerinde yürütülen regresyon sonucunda elde edilen katsayı tahminlerine göre, birleşme kaynaklı normalüstü getirilerin yoğunlaşma seviyesinde birleşmeden doğan değişimle güçlü bir şekilde açıklanabildiği saptanmıştır. Yoğunlaşma seviyesi hesabında HHI endeksi dikkate alındığında, birleşme kaynaklı yoğunlaşma değişimi ile birleşme kaynaklı normalüstü getiriler arasında hem portföy hem de rakip firma seviyesinde pozitif ve önemli bir ilişki tespit edilmiştir.

Ekonometrik çalışma kapsamında elde edilen sonuçlar, yatay birleşmelerin pazar gücü etkisinin baskın olduğunu göstermektedir. Nitekim yabancı kaynaklı benzer çalışmalarda da (örneğin: Kim ve Signal 1993, Signal 1996) pazar gücü etkisi gözlenmiştir. Bunun yanında yatay birleşmeler ile birleşen firmaların verimlilik artışı sağladığına dair delil bulunmamaktadır. Dolayısıyla, Türkiye’de 2004-2006 yılları arasında gerçekleşen ve çalışmamıza dahil edilen yatay birleşmelerin sektörlerinde pazar gücü yarattığı sonucuna ulaşılabilir.

Bunu yanında mal piyasası verilerinin yetersiz olması nedeniyle çalışmamız dolaylı yoldan yapıldığından sadece tüketici artışıındaki değişimin yönü konusunda bir bilgi verebilmektedir. Birleşme kararlarının içeridekiler açısından karlı olduğu aksi halde birleşmenin gerçekleşmeyeceği varsayıldığı takdirde, birleşmelerin pazar gücü doğurucu etkisi göz önüne alındığında, tüketiciler büyük olasılıkla gelecek ürün fiyatlarındaki artıştan zarar görmüştür. Esasen, çalışmamıza dahil edilen yatay birleşmelerle rakip firma karlarında yükselme gerçekleştiği ancak tüketici artışıında azalma yaşandığı dolayısıyla bu birleşmelerin anti rekabetçi etkilerinin yüksek olduğu sonuçları ortaya çıkmaktadır. Ancak, tüketici artışıındaki azalmanın boyutları bilinmediğinden yatay birleşmelerin net refah etkisi konusunda değerlendirme yapmak mümkün bulunmamaktadır.

Çalışmaya dahil edilen birleşmelerin verimlilik artışı sağladığı yönünde bir delil bulunmadığından, bu birleşmeler her iki teoriye göre de istenmeyen sonuçlara sahiptir. Geleneksel yaklaşım ve verimlilik artışı yaklaşımı bu türlü birleşmelerin engellenmesi gerektiği hususunda hemfikirlerdir.

Son olarak, pazar gücü yarattığı yönünde delil bulunan bu birleşmelerin gerçekleşmiş olması, rekabet mevzuatının bu türlü birleşmeleri rekabeti etkileyecek anlamda zararlı bulmadığını göstermektedir. Rekabet otoriteleri her birleşme olayında, birleşme ile birlikte piyasa yapısında meydana gelmesi planlanan değişim ile gerçekleşen değişimleri karşılaştırması ve bu yönde veri tabanı oluşturması önerilebilir. Böyle gerçekleşen birleşmelerin, tamamlanma tarihinden sonra piyasa yapısında yarattığı olumsuz etkiler de göz önünde bulundurularak rekabet mevzuatı sektörel bazda yapılan düzenlemelerle ileriye yönelik biçimde rekabeti azaltıcı birleşmelerin engellenmesini kapsayan daha katı tedbirlere kavuşturulabilir.

KAYNAKÇA

- Agrawal Anup, Jaffe Jeffrey F., (1992), “Mandelker Gershon N. “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly”, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, pp. 1605-1621.
- Agrawal, Anup; Knoeber, Charles R. (1998), “Managerial compensation and the threat of takeover” *Journal of Financial Economics*, Vol. 47 Issue 2, p219-239, 21p, 7 charts
http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIImg&_imagekey=B6VBX-3SX82RY-B-
- Allen Franklin; Gale Douglas, (2001), “Comparative Financial Systems: A Survey”, www.nyu.edu/econ/user/galed/papers/paper01-04-01.pdf
- Alpay Mustafa Okan (2004), “Birleşme ve Devralmalarda Batan Teşebbüs Savunması” *Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- Andrade Gregor; Stafford Erik (2002), “Investigating the Economic Role of Mergers”, *Journal of Corporate Finance*, 10 (2004) 1-36
- Andrade Gregor; Mitchell Mark and Stafford Erik, (2001), “New Evidence and Perspectives On Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103–120.
- Ardıç İsmail Yücel, (2004), “Yatay Yoğunlaşmalarda Potansiyel Rekabet”, *Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi*, Ankara
- Asquith Paul, Bruner Robert F., Mullins David W., Jr. (1990), “Merger Returns and the Form of Financing”, *Working Paper*, 3203-90-EFA Massachusetts Institute of Technology University of Virginia Board of Governors, Federal Reserve System.
- Aşçıoğlu Öz Gamze, (2000), “Avrupa Topluluğu ve Türk Rekabet Hukukunda Hakim Durumun Kötüye Kullanılması”, *Doçentlik Tezi*, Ankara
- Barton David M., Sherman Roger, (1984), “The Price and Profit Effects of Horizontal Merger: A Case Study”, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 33, No. 2, pp. 165-177.
- Baumol William J.(1962), “On the Theory of Expansion of the Firm”, *The American Economic Review*, Vol. 52, No. 5, pp. 1078-1087. Stable URL:<http://links.jstor.org/sici?sici=0002->

8282%28196212%2952%3A5%3C1078%3AOTTOEO%3E2.0.CO%3B2-B

- Bernile Gennaro; Lyandres Evgeny; Zhdanov Alexei, (2008), “A Theory of Strategic Mergers”, *EFA 2006 Zurich Meetings Paper; 9th Annual Texas Finance Festival; Second Singapore International Conference on Finance 2008*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=891311>
- Brennan, Michael J.(1995), “Corporate Finance Over the Past 25 Years” *FM: The Journal of the Financial Management Association*, Vol. 24 Issue 2, p9-22, 14p;
<http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=8&hid=102&sid=d2901ded-be13-4a92-b5c0-e8c2899db724%40sessionmgr107>
- Capron Laurence, Pistre Nathalie, (2002), “When Do Acquirers Earn Abnormal Returns?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 9, pp. 781-794
- Charles J. (2009), “Event Studies: A Methodology Review”, *Available at SSRN*: <http://ssrn.com/abstract=1441581>.
- Church Jeffrey, Ware Roger; (1999), *Industrial Organization: A Strategic Approach*, McGraw-Hill.
- Cowling Keith and Waterson Michael, (1976), “Price-Cost Margins and Market Structure” *Economica, New Series*, Vol. 43, No. 171, pp. 267-274
- Curry B., George K. D. (1983), “Industrial Concentration: A Survey”, *The Journal Of Industrial Economics*, Volume XXXI, No. 3.
- Dewey Donald, (1961), “Mergers and Cartels: Some Reservations about Policy”, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 2, Papers and Proceedings of the Seventy-Third Annual Meeting of the American Economic Association. (May, 1961), pp. 255-262. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28196105%2951%3A2%3C255%3AMACSRA%3E2.0.CO%3B2-7>
- Dodd, P. & Ruback, R. (1977), “Tender Offers and Stockholder Returns – An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 5, 351-373.
- Eckbo B. Espen, (1985), “Mergers and the Market Concentration Doctrine: Evidence from the Capital Market”, *The Journal of Business*, Vol. 58, No. 3. pp. 325-349
- Eckbo B. Espen, (1983), “Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, 11, 241-273.

- Emek Uğur, (2006), “Avrupa Topluluğu Rekabet Politikası ve Türkiye”, *İnceleme-Araştırma Dergisi*, 21. Yıl.
- Erdönmez Pelin Ataman, (2005), “Avrupa Bankacılık Sektöründe Piyasa Gelişmeleri”, *T.B.B Yayınları Bankacılar Dergisi*, Sayı 55.
- Farrell Joseph, Shapiro Carl, (1990), “Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis” *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 1, pp. 107-126. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28199003%2980%3A1%3C107%3AHMAEA%3E2.0.CO%3B2-U>
- Fingleton John, (2000), “Undefining Market Power”, *Trinity Economic Paper Series*, Paper No.4, JEL Classification: D40, K21, L40
- Focarelli Dario; Panetta Fabio, (2003), “Are Mergers Beneficial to Consumers? Evidence from the Market for Bank Deposits”, *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, pp. 1152-1172.
- Ford George S., Kline Audrey D. (2006), “Event Studies for Merger Analysis: An Evaluation of the Effects of Non-Normality on Hypothesis Testing”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925953>
- Gaughan Patrick A. (2001), “Mergers And Acquisitions: An Overview”, *Ph.D. College of Business*, Fairleigh Dickinson University Economatrix Research Associates,.
- Gort Michael, (1969), “An Economic Disturbance Theory of Mergers”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, No. 4, pp. 624-642. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28196911%2983%3A4%3C624%3AAEDTOM%3E2.0.CO%3B2-1>
- Gort Michael; Hogarty Thomas F. (1970), “New Evidence on Mergers”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 13, No. 1, pp. 167-184. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-2186%28197004%2913%3A1%3C167%3ANEOM%3E2.0.CO%3B2-8>
- Grossman Sanford J.; Hart Oliver D. (1980), “Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 42-64. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0361-915X%28198021%2911%3A1%3C42%3ATBTfPA%3E2.0.CO%3B2-4>

- Gugler Klaus; Mueller Dennis C.; Yurtoğlu B. Burçin, (2006), “The Determinants Of Merger Waves” *Utrecht School of Economics Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion Paper Series* 05-15, URL:
<http://www.uu.nl/uupublish/content-cln/05-15.pdf>
- Gülmez Hande (2006), “Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Normal Üstü Getiri ve Bir Türkiye Uygulaması” *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Güngördü Abdulgani, (2002), “AT ve Türk Rekabet Hukukunda Yoğunlaşmalarda Kontrol Unsuru”, *Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- Gürkaynak Gönenç (2003), “Rekabet Politikası ve Yoğunlaşmaların (Birleşme-Devralmaların) Kontrolü”, *Konulu Sempozyum*, White&Case LLP, Brüksel, Tebliğ Metni.
- Hançer Hande, İçöz Özge, (2007), “Roma Anlaşması’nın 82. maddesinde Öngörülen Revizyon Hakkında Değerlendirme ve Türk Rekabet Hukuku Bakımından Etkileri”, *Rekabet Hukukunda Güncel Gelişmeler Sempozyumu*, Kayseri.
- Hitt, Michael A.; Ireland, R. Duane; Harrison, Jeffrey S. (1991), “Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs”, *Academy of Management Journal*, Vol. 34 Issue 3, p693-706, 14p, 2 charts; (AN 4403560)
<http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=1&hid=108&sid=a5bc7e29-b2c4-4dbe-9370-89f8eddcfb41%40sessionmgr109>
- Hogarty Thomas F. “The Profitability of Corporate Mergers” *The Journal of Business*, Vol. 43, No. 3, pp. 317-327. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0021-9398%28197007%2943%3A3%3C317%3ATPOCM%3E2.0.CO%3B2-J>
- <http://www.bddk.gov.tr>
- <http://www.imkb.gov.tr>
- <http://www.justice.gov>
- <http://www.oib.gov.tr>
- <http://www.rekabet.gov.tr>
- <http://www.tbb.org.tr>
- <http://www.ticareticil.gov.tr>
- <http://www.tmsf.org.tr>

<http://www.unctad.org>

Jarrell Gregg A.; Brickley James A.; Netter Jeffry M. (1988), "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, pp. 49-68. Stable URL:

<http://links.jstor.org/sici?sici=0895-309%28198824%292%3A1%3C49%3ATMFCCT%3E2.0.CO%3B2-E>

Jensen Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 323-329. Stable URL:

<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198605%2976%3A2%3C323%3AACOF%3E2.0.CO%3B2-M>

Jensen Michael C. (1988), "Takeovers: Their Causes and Consequences", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, pp. 21-48. Stable URL:

<http://links.jstor.org/sici?sici=0895-3309%28198824%292%3A1%3C21%3ATTAC%3E2.0.CO%3B2-N>

Jensen, Michael C. and Fama, Eugene F., (1985), "Organizational Forms and Investment Decisions", *1985 Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 101-119

http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=173458

Jensen, Michael C., Fama, Eugene F., Fisher, Lawrence and Roll, Richard W., (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, Vol. 10.

<http://ssrn.com/abstract=321524>

Jensen, Michael C. and Ruback, Richard S., (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50,

<http://papers.ssrn.com/abstract=244158>.

Jensen, Michael C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and Control Systems", *Journal of Finance*, 48, pp. 831-80.

Jovanovic Boyan; Rousseau Peter L. (2002), "The Q-Theory of Mergers" *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 2, Papers and Proceedings of the One

Hundred Fourteenth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 198-204, Stable.

URL:<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-282%28200205%2992%3A2%3C198%3ATQOM%3E2.0.CO%3B2-H>

Kalecki M. (1938), "The Determinants of Distribution of the National Income Econometrica", Vol. 6, No. 2, pp. 97-112, *Published by: The Econometric Society Stable URL:*

<http://www.jstor.org/stable/1907142>

Kalkan Ekrem, (2004), "Yatay Birleşmelerin İncelenmesinde İktisadi Tekniklerin Kullanılması", *Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi*, Ankara.

Kamien, M.I. and Zang, I. (1990), "The Limits of Monopolization Through Acquisition", *Quarterly Journal of Economics*, 105(2), 465-499.

Kamien, M.I. and Zang, I. (1991), "Competitively Cost Advantageous Mergers and Monopolization", *Games and Economic Behavior*, 3(3), 323-338.

Khotari S. P., Warner Jerold B. (2006), "Econometrics of Event Studies", Forthcoming in B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume A (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland), Ch. 1.

Kim E. Han, Signal Vijay, (1993), "Mergers and Market Power: Evidence from Airline Industry", *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 3, 549-569.

Kirkulak Berna, Demirkaplan Özlem, (2008), "Stock Price Reactions To Merger Announcements: Evidence From Istanbul Stock Exchange (Ise)", *Muhan Sosyal Business Conference*, METU (Middle East Technical University), Northern Cyprus, 3-5.

Kleinert, j. Ve h. Klodt. (2002), "Causes and Consequences of Merger Waves", *Kiel Working Papers*, No:1092, January ss:1-28.

Knapp William, (1990), "Event Analysis of Air Carrier Mergers and Acquisitions", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 72, No. 4, pp. 703-707.

Kummer C. , Steger U. (2008), "Why Merger And Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle From Pressure To Failure", *Strategic Management Review*, 2 (1), 2008 44

Kummer, Hoffmeister, (1978), "Valuation Consequences of Cash Tender Offers", *Journal of Finance*, Vol. 33, No. 2, pp.505-516.

- Kulaksızoğlu Şebnem, (2003), “Rekabet Hukukunda Yatay Birleşmeler: Antirekabetçi Etkiler ile Öne Sürülen Savunma ve Yararlar”, *Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- Kulaksızoğlu Şebnem, (2004), “139/04 Sayılı Yeni EC Birleşme Tüzüğü Kapsamında Birleşmelerin Değerlendirilmesi”, *Rekabet Dergisi*, Ankara.
- Kupiec P., Mathios A. (1987), “Mergers Event Studies and Systematic Risk”, *Financial Review*, No. 3 Vol. 22
- Lerner A. P. (1934), “The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 1, No. 3, pp. 157-175
- Lévêque François, (2007), “Merger Control: More Stringent in Europe than in the United-States?”, *Working Paper*, November.
- Lintner, John, (1971), "Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets", *American Economic Review*, 61, 101-111.
- Lipton Martin, (2006), *Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*, The Davies Lecture Osgoode Hall Law School York University.
- Litan Robert E., Shapiro Carl, (2001), “Antitrust Policy During the Clinton Administration”, *Working Paper*, No. CPC01-22.
- MacKinlay A. Craig, (1997), “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1.
- Manne Henry G. (1965), “Mergers and the Market for Corporate Control”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2. pp. 110-120. Stable URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28196504%2973%3A2%3C110%3AMATMFC%3E2.0.CO%3B2-3>
- Marris Robin, (1963), “A Model of the "Managerial" Enterprise”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 77, No. 2, pp. 185-209. Stable URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28196305%2977%3A2%3C185%3AAMOT%22E%3E2.0.CO%3B2-9>
- Martin Kenneth J., McConnell John J. (1991), “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover”, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, pp. 671-687. Stable URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28199106%2946%3A2%3C671%3ACPCTAM%3E2.0.CO%3B2-V>

- Marx Karl, (1975), *Kapital, Kapitalist Üretim Eleştirel Bir Tahlili*, Birinci Cilt, Sol Yayınları , Eriş Yayınları Tarafından Düzenlenmiştir, 2004.
- Marx Karl (1976), *Kapital, Ekonomi Politikinin Eleştirisi*, İkinci Cilt, Sol Yayınları , Eriş Yayınları Tarafından Düzenlenmiştir, 2004.
- Mcafee R. Preston, Williams Michael A. (1998), “Can Event Studies Detect Anticompetitive Mergers?”, *Economics Letters*, 28, 199-203, North-Holland
- Mitchell M. L., and Mulherin, J. H., (1996), “The Impact of Industry Shocks On Takeover and Restructuring Activity”, *Journal of Financial Economics*, 41, No. 2, 193-229. 26.
- Mitchell M. L., J.M. Netter, (1994), “The Role Of Financial Economics In Securities Fraud Cases: Applications At The Securities And Exchange Commission”, *Business Lawyer*, 49(2), 545-590.
- Mueller Dennis C. (1969), “A Theory of Conglomerate Mergers” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, No. 4, pp. 643-659. Stable URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28196911%2983%3A4%3C643%3AATOCM%3E2.0.CO%3B2-2>
- Mueller Dennis C. (1985), “Mergers and Market Share”, *The Review of Economics and Statistics*”, Vol. 67, No. 2, pp. 259-267.
- Mutan Oya Can, Topçu Ayhan, (2009), “Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990-2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi”, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*, Ankara.
- Myers Stewart C.; and Majluf Nicholas S. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Ordover Janusz A., Sykes Alan O., Willig Robert D. (1982), “Herfindahl Concentration, Rivalry, and Mergers”, *Harvard Law Review*, Vol. 95, No. 8.
- Pautler Paul A. (2001), “Evidence on Mergers and Acquisitions”, *Working Paper Bureau of Economics*, Federal Trade Commission
- Prager Robin A., Hannan Timothy H. (1988), “Do Substantial Horizontal Mergers Generate Significant Price Effects? Evidence from the Banking Industry”, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 46, No. 4, pp. 433-452.

- Pynnönen Seppo “On regression based event study”, *In Contributions to Accounting, Finance, and Management Science*, Essays in Honor of Professor Timo Salmi. Acta Wasaensia No. 143, 327—354.; Corrado.
- Rhodes-Kropf Matthew; Viswanathan S. (2004), “Market Valuation and Merger Waves”, *The Journal of Finance*, Vol. lix, No. 6 • December 2004
- Roll Richard “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 2, Part 1. (Apr., 1986), pp. 197-216. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0021-9398%28198604%2959%3A2%3C197%3ATHHOCT%3E2.0.CO%3B2-8>
- Ross Stephen A. (1973), “The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem”, *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 2, Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 134-139. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28197305%2963%3A2%3C134%3ATETOAT%3E2.0.CO%3B2-D>
- Röller L.-H., Stennek, J., Verboven, F., (2001), “Efficiency gains from mergers”, *European Economy*, 5, 31– 128
- Salant Stephen W.; Switzer Sheldon; Reynolds Robert J. (1983), “Losses from Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 2, pp. 185-199. Stable
URL:<http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28198305%2998%3A2%3C185%3ALFHMTE%3E2.0.CO%3B2-8>
- Salinger Michael, (1992), “Standard Errors in Event Studies”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 1, pp. 39- 53;
- Salinger Michael, (1990), “The Concentration-Margins Relationship Reconsidered”, *Microeconomics* 1990, 287.
- Sawyer Malcolm C. (2002), “Theories of Monopoly Capitalism”, *EBSCO Publishing*.
- Scharfstein David, (1988), “The Disciplinary Role of Takeovers”, *The Review of Economic Studies*, Vol. 55, No. 2, pp. 185-199. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0034-6527%28198804%2955%3A2%3C185%3ATDROT%3E2.0.CO%3B2-K>

- Scherer F. M. (1988), "Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, pp. 69-82. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0895-3309%28198824%292%3A1%3C69%3ACTTEA%3E2.0.CO%3B2-Y>
- Scott James H., Jr. (1977), "On the Theory of Conglomerate Mergers", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4, pp. 1235-1250. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28197709%2932%3A4%3C1235%3AOTTOCM%3E2.0.CO%3B2-W>
- Selçuk İlmutluhan, (2003), "Rekabet Politikası ve Yoğunlaşmaların (Birleşme-Devralmaların) Kontrolü", *Konulu Sempozyum*, Tebliğ Metni.
- Servaes Henri, (1991), "Tobin's Q and the Gains from Takeovers", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 409-419. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28199103%2946%3A1%3C409%3ATQATGF%3E2.0.CO%3B2-G>
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, (2003), "Stock Market Driven Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 70 (3), 295-489.
- Signal Vijay, (1996), "Airline Mergers and Competition: An Integration of Stock and Product Price Effects", *Journal of Business*, vol.69, No. 2.
- Slovin, Sushka & Hudson, (1991), "Deregulation, Contestability and Airline Acquisitions", *30 Journal Of Financial Economics*, 231.
- Slusky Alexander R.; Caves Richard E. (1991), "Synergy, Agency, and the Determinants of Premia Paid in Mergers" *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 39, No. 3, pp. 277-296. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1821%28199103%2939%3A3%3C277%3ASAAATDO%3E2.0.CO%3B2-X>
- Smiley Robert, (1976), "Tender Offers, Transactions Costs and the Theory of the Firm", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 58, No. 1, pp. 22-32. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0034-6535%28197602%2958%3A1%3C22%3ATOTCAT%3E2.0.CO%3B2-1>
- Song Moon H., Walkling Ralph A. (2000), "Abnormal Returns To Rivals of Acquisition Targets: A Test of the "Acquisition Probability Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, vol. 55, issue 2, pages 143-171.

- Sweezy Paul M. Baran Paul, (2007), *Tekelci Sermaye*, Kalkedon Yayınları İstanbul.
- Sweezy, Baran, Magdoff, (1975), *Çağdaş Kapitalizmin Bunalımı*, Bilgi Yayınevi, 1. Basım, Ankara.
- Şenyücel Orçun, (2003), “Rekabet İktisadında Ampirik Uygulamalar”, *Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi*, Ankara.
- Tartışma Metni, “1997/1 Sayılı Tebliğ’in Gözden Geçirilmesi Hakkında”, Tartışma Metni, Ankara,
<http://www.rekabet.gov.tr/pdf/TartismaMetniNihaihali.pdf>, Kasım/2007
- Thaler Richard H. (1988), “Anomalies: The Winner's Curse” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, pp. 191-202. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0895-3309%28198824%292%3A1%3C191%3AATWC%3E2.0.CO%3B2-Y>
- Trautwein Friedrich, (1990), “Merger Motives and Merger Prescriptions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No. 4, pp. 283-295. Stable URL:
<http://links.jstor.org/sici?sici=0143-2095%28199005%2F06%2911%3A4%3C283%3AMMAMP%3E2.0.CO%3B2-U>
- Türkiye Bankalar Birliği, (2005), “Bankacılık ve Araştırma Grubu “Türk Bankacılık Sistemi””, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 55.
- UBS Financial Services Inc. (“UBSFS”), UBS AG “M&A: Still a big deal”, November 2007, *UBS Wealth Management Research*, Zurich.
- United Nations, (2009), *World Investment Report 2009: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, New York and Geneva.
- United Nations, (2008), *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*, New York and Geneva, 2008
- U.S. Department of Justice, (1992), *The Federal Trade Commission “Horizontal Merger Guidelines*, Bölüm 0.1., Issued, Revised.
- Ülkü Meltem, (2002), “Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi”, *Yüksek Lisans Tezi*, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Vijay Signal, (1996), “Airline Mergers and Competition: An Integration of Stock and Product Price Effects”, *Journal of Business*, vol.69, No. 2.
- Walkling Ralph A.; Long Michael S. (1984), “Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance” *The RAND Journal of Economics*, Vol. 15, No. 1, pp. 54-68. Stable URL:

<http://links.jstor.org/sici?sici=0741-6261%28198421%2915%3A1%3C54%3AATMWAT%3E2.0.CO%3B2-X>

- Williamson, Oliver E. (1968), “Economies as an Antitrust Defence: The Welfare Trade-offs”, *American Economic Review*, 58, 18-36.
- Williamson, Oliver E. (1968), “Economies as an Antitrust Defence: Correction and Reply”, *American Economic Review*, 58, 1372-76.
- Yanna Wu, Subhash Ray, (2005), “Technical Efficiency and Stock Market Reaction to Horizontal Mergers”, *Working papers*, RePEc:uct:uconnp: 05.
- Yıldız Fatma, (2006), “Birleşmelerde Firma Degerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama”, *Yüksek Lisans Tezi*, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Yılğör Ayşe Gül, (2008), “Effects of Mergers and Acquisitions on the Financial Sector: Evidence From Turkey” International Conference on Social Sciences”, *Social Sciences Research Society*, İzmir, Turkey.
- Yurcik William, (2009), “Judge Harold H. Greene: A Pivotal Judicial Figure in Telecommunications Policy and His Legacy”, IEEE, http://www.ieee.org/docs_iportals/_center/.pdf
- Zeybek Alpay, (2005), “Türkiye Sanayiinin Yoğunlaşma Verileri Kapsamında İrdelenmesi”, *Uzmanlık Tezi*, Teşvik ve Uygulama Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı Ankara.

EK

2004-2006 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Yatay Birleşmeler

Sıra	Tarih	Hedef	Alıcı	Sektör
1	23.09.2005	Standart Alüminyum Fabrikası	Assan Galvaniz A.Ş.	Alüminyum Üretimi
2	20.04.2004	Doğan Makine A.Ş.	Duran Ofset A.Ş.	Ambalaj
3	30.04.2004	Ekspres Menkul Kıymetler A.Ş.	Çağrı Menkul Kıymetler A.Ş.	Aracı Kurum
4	30.06.2004	Marbaş Menkul Değerler A.Ş.	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aracı Kurum
5	09.05.2005	Yapı Kredi	Koçbank	Bankacılık
6	17.07.2006	Gumus-Mak Endüstri Ve Ticaret As	Silverline Endüstri Ve Ticaret A.Ş.	Elektrikli Ev Eşyası
7	06.04.2006	Auer A.G.	Sanko Holding	Elektrikli Ev Eşyası
8	19.08.2005	Soyeks Bitkisel Yağ	Yonca Gıda A.Ş.	Bitkisel Yağ
9	19.08.2005	Tur Gıda	Yonca Gıda A.Ş.	Bitkisel Yağ
10	10.10.2005	Lalapaşa Çimento	Çimentaş	Çimento
11	11.10.2005	Standart Çimento	Çimsa	Çimento
12	12.10.2005	Bartın Çimento	Çimko Çimento A.Ş.	Çimento
13	18.10.2005	Ergani Çimento	Limak Çimento A.Ş.	Çimento
14	19.10.2005	Van Çimento	Oci Çimento	Çimento
15	20.10.2005	Trabzon Çimento	Aşkale Çimento	Çimento
16	01.08.2006	Elazığ-Altınova Çimento	Cimentas	Çimento

17	11.04.2006	Gaziantep Çimento	Limak Kurtalan Cim. San Ve Tic. A.S.	Çimento
18	01.03.2005	Ovacık Madeni	Koza Madencilik	Değerli Madenler
19	01.03.2005	Normandy Madencilik A.Ş.	Koza Madencilik	Değerli Madenler
20	14.10.2005	İzmir Demir-Çelik	Şahin Koç Çelik Sanayi	Demir-Çelik Üretimi
21	15.12.2006	Izlesene.Com	Nokta.Com	E-Hizmet
22	04.10.2006	Fotokritik.Com	Nokta.Com	E-Hizmet
23	21.08.2006	Fragman.Tv	Mynet A.Ş.	E-Hizmet
24	21.08.2006	Bilgiyatısmasi.Com	Mynet A.Ş.	E-Hizmet
25	10.07.2006	Beyazperde.Com	Mynet A.Ş.	E-Hizmet
26	10.03.2006	Kariyer.Net	İlab Holding	E-Hizmet
27	10.03.2006	Gittigidiyor.Com	İlab Holding	E-Hizmet
28	23.02.2004	Türk Edison A.Ş.	Entek Enerji A.Ş.	Elektrik Enerji
29	29.11.2006	Akkur Enerji	Akenerji A.S.	Elektrik Enerji
30	22.05.2006	Tufanbeyli Elektrik Üretim A.S.	Enerjisa	Elektrik Enerji
31	25.08.2006	Ser Enerji A.Ş.	Enerjisa	Elektrik Enerji
32	24.09.2005	Gibbs	Evyap	Erkek Kozmetik
33	19.04.2005	Safir Finans A.Ş.	Efe Family	Factoring
34	05.06.2006	Desas Ticari Araçlar Kiralama A.S.	Docar Operasyonel Filo Kiralama A.S.	Filo Kiralama
35	25.05.2005	Anadolu Finans	Family Finans	Finans
36	09.10.2005	Star Tv	Doğan Holding	Görsel Basın

37	13.09.2006	Türkçe Tv	Renk Televizyon Prodüksiyon A.Ş.	Görsel Basın
38	04.07.2005	Samsun Gübre	Toros Gübre A.Ş.	Gübre
39	23.08.2006	İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	"Yesil İnşaat Gayrimenkul A.Ş." Ve "Rudolp Younes"	Gyo
40	08.09.2005	Dinarsu İmalat A.Ş.	Merinos Halı A.Ş.	Halı Üretimi
41	30.09.2004	İzmir Kemalpaşa Yem Fabrikası	Banvit Yem A.Ş.	Hayvan Yemi
42	14.02.2005	İstanbul İmar İnşaat Limitet	Pars İnşaat A.Ş.	İnşaat
43	07.04.2006	Eltes İnşaat	Ağaoğlu Şirketler Grubu (Akdeniz İnşaat)	İnşaat
44	02.10.2006	Toprak Leasing	Fık Fon Leasing	Leasing
45	28.07.2006	Ortadoğu Antalya Limanı İşletmeleri A.Ş.	Akdeniz Liman İşletmeleri A.Ş.	Liman
46	12.04.2004	Karadeniz Bakır Madencilik Samsun İşletmesi	Ce-Ka İnşaat Madencilik A.Ş.	Madencilik
47	12.04.2004	Eti Bakır Madencilik	Ce-Ka İnşaat Madencilik A.Ş.	Madencilik
48	23.09.2004	Kırşehir Sekili Kaya Tuzlası	Gökay İnşaat Madencilik	Madencilik
49	25.10.2004	Eti Elektro Metalürji A.Ş.	Aksu Madencilik A.Ş.	Madencilik
50	29.07.2005	Seydişehir Eti Alüminyum Tesisleri	Ce-Ka İnşaat Madencilik A.Ş.	Madencilik
51	12.08.2005	Mastra Madencilik A.Ş.	Koza Madencilik	Madencilik
52	30.12.2005	Tekel Kayacık Tuzlası	Özmutlu Madencilik	Madencilik
53	30.12.2005	Tekel Yavşan Tuzlası	Cihanbeyli Madencilik	Madencilik
54	19.05.2006	Karadeniz Bakır İşletmeleri (Kbı A.Ş.)	Eti Bakır A.Ş.	Madencilik
55	20.09.2005	Netsel Turizm Yatırımları	Tek-Art A.Ş.	Turizm

56	20.02.2006	Mondi Mobilya		Boydak Grubu	Mobilya
57	28.12.2006	Öncü Dayanıklı Tüketim Malları		Farplas Grubu	Otomotiv Yan San.
58	14.07.2005	Endi A.Ş.		Carrefoursa A.Ş.	Perakende
59	14.07.2005	Gima A.Ş.		Carrefoursa A.Ş.	Perakende
60	19.08.2005	Tansaş A.Ş.		Migros A.Ş.	Perakende
61	20.09.2005	Canerler A.Ş.		Kiler A.Ş.	Perakende
62	23.05.2006	Güler Alışveriş Hizmetleri A.Ş.		Kiler A.Ş.	Perakende
63	31.01.2004	Pollifen Kimya A.Ş.		Ege Kimya A.Ş.	Petrokimya
64	28.12.2004	Diyadin Karbondiyoksit Fabrikası		İstanbul Karbo-Gaz A.Ş.	Petrokimya
65	26.05.2005	Diamed Sağlık Hizmetleri		Fresenius Diyaliz A.Ş.	Sağlık
66	08.07.2005	Ege-Sa Sağlık A.Ş.		Fresenius Diyaliz A.Ş.	Sağlık
67	06.09.2005	İnternational Hospital		Acıbadem Sağlık A.Ş.	Sağlık
68	29.05.2006	Uludağ Diyaliz A. Ş.		Fresenius Diyaliz Hizmetleri A. Ş.	Sağlık
69	30.12.2005	Dialisans Diyaliz A. Ş.		Fresenius Diyaliz Hizmetleri A. Ş.	Sağlık
70	30.01.2004	Uşak Seramik		Tanser Seramik	Seramik
71	07.01.2005	Destek Reasurans		Milli Reasurans	Sigorta
72	08.07.2005	Kültür Ve Gösteri A.Ş.		Afm Sinema A.Ş.	Sinema
73	18.07.2005	Ekin Sinema A.Ş.		Mars Sinema A.Ş.	Sinema
74	22.11.2006	Erikli Su A.Ş.		Nestle Waters	Doğal Kaynak Suyu
75	23.03.2004	Sapeksa		Toros Tarım A.Ş.	Tarım Teknolojisi

76	30.04.2004	Club N Otel	Gti Turizm İşletmecilik Ltd. Şti.	Turizm
77	18.10.2004	Robinson Maris Otel	Turkon Holding	Turizm
78	29.10.2004	Kartal Otel Marmaris	Turkon Holding	Turizm
79	25.11.2004	Enternasyonal Turizm	Astay Turizm	Turizm
80	30.11.2004	Sultanahmet A.Ş.	Astay Turizm	Turizm
81	31.12.2004	Side Palace	Uludağ Turizm	Turizm
82	31.12.2004	Falez Otel	Sönmez Turizm	Turizm
83	29.12.2006	Tatsan Turizm	Demay Turizm	Turizm
84	18.08.2006	Antalya Lara Kent Park	Ude Tur	Turizm
85	13.02.2006	Renaissance Antalya Beach Resort	Flame Otelcilik	Turizm
86	25.02.2004	Birleşik Oksijen A.Ş.	Aygaz A.Ş.	Tüp gaz
87	31.10.2005	Tekel Puro Üretim A.Ş.	Che Tütün Ltd. Şti.	Tütün Ürünleri
88	15.08.2006	Piyale Un	Hekimoğlu Un	Un Üretimi
89	17.08.2006	Unmas A.S. (Uno)	Doruk Gıda	Unlu Mamul
90	18.03.2005	Aydın Yazılım A.Ş.	Vestel Savunma Sanayi A.Ş.	Yazılım
91	03.05.2006	Birim Bilgi İşlem Tic. Ltd. Sti	Vestel	Yazılım

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Mustafa KÖSE
Doğum Yeri ve Tarihi : Adana, 16.04.1977
Adres : Mersin Vergi Dairesi Başkanlığı, Maliye Sarayı, Mersin
Telefon : +90 (533) 366 22 35
E-posta : musdafa@yahoo.com
Yabancı Dil : İngilizce

ÖĞRENİM DURUMU

2004-2010 : Doktora, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat
Anabilim Dalı, Adana
2001-2003 : Yüksek Lisans, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye
Anabilim Dalı, Adana
1995-1999 : Lisans, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, Maliye Bölümü,
Ankara
1988-1995 : Ortaöğrenim, Adana Anadolu Lisesi, Adana

İŞ DENEYİMİ

2000- : Vergi Denetmeni, Maliye Bakanlığı, Gelir İdaresi Başkanlığı, Ankara