

BİRLEŞMELERDE SİNERJİ

Dr. E. Handan SÜMER

M.Ü. Almanca İşletme ve Enformatik Bölümleri

Abstract: *One of the most popular topics nowadays, because of increasing number of Mergers & Acquisitions, is the "synergy". Synergy in M & A is mainly based on cost digression and sales increases. It has an important role in calculation of the premium which is great cost-factor.*

The synergy which is gained through M & A can both have the negative and positive results. But important is, how big the volume of the difference between the positive and negative synergy is. The aim of this work is to discuss the details of the above mentioned subject.

I. GİRİŞ

Sinerji, son yıllarda özellikle başta Amerika olmak üzere artan birleşme trendi ile adına sıkça rastlanan bir kavram haline gelmiştir. Aşağıda sinerji ve çeşitlerine değinildikten sonra, sinerjinin birleşmelerde itici güç olma nedenleri ve meydana geliş şekilleri örneklerle detaylandırılmaya çalışılmıştır.

II. SİNERJİNİN TANIMI VE ÇEŞİTLERİ

Birleşmelerin ana çıkış noktası genelde sinerjidir. Birleşmeyi gerçekleştiren tarafların tek başlarına yaratamayacakları artı değer "sinerji" olarak adlandırılır. Bir başka deyişle birleşmenin gerçekleştirilmesi için birleşme sonrası oluşacak toplam değer her iki tarafın ayrı ayrı değerlerinin toplamlarından daha büyük olması gerekmektedir. Bu tanıma göre sinerjiyi aşağıdaki formül ile ifade etmek de mümkündür [1].

$$\text{Sinerji} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

V_{AB} Birleşme sonrası işletme değeri
 V_A Birleşme öncesi A işletmesinin değeri
 V_B Birleşme öncesi B işletmesinin değeri

Sinerjinin literatürde yer alan ve oldukça yaygın formüsel nitelikli diğer bir tanımı ise "2+2= 5" şeklindedir [2]. Son yıllarda adına sıkça rastladığımız yunanca kökenli bu kelimenin ilk hecesinde yer alan "Syn" Yunanca'da birlikte anlamına gelmekte olup kelimenin ikinci yarısı olan "Ergon" ise tesir etmek demektir [3].

Aşağıda yer alan tabloda da kısaca özetlendiği gibi, farklı sinerji sınıflandırmaları yapılmaktadır. Örneğin Bill Pursche sinerjiyi üçe ayırmış ve bu üç ayırmadan birini "olağan sinerji" olarak adlandırmıştır [4]. Bu özellikteki sinerji, hedef işletmeye talip olabilecek hemen hemen bütün işletmelerin birleşme sonrasında elde edebilecekleri sinerjidir. "Bölgesel sinerji" olarak adlandırılan ikinci sinerji türü ise, belli bir bölge ve/veya faaliyet alanındaki birleşmeler sonrasında sağlanabilecektir. Üçüncü olarak sadece bir tarafın sağlayabileceği, işletme bazında "özel sinerji" söz konusudur ki, bu sinerjinin varlığı özellikle hedefin satın alımı veya devri sırasında birden fazla talebin olduğu durumlarda ödenecek prim üzerinden rakiplere üstünlük sağlamak açısından avantajlı bir durum yaratacaktır.

Bunun dışında sinerjinin kaynağı ile ilgili başka bir sınıflama söz konusudur. Bu sınıflamaya göre sinerjiyi; hacimsel kökenli, çeşitleme ve yeniden yapılanma sonucunda meydana geliş şekline göre üçe ayırmak mümkündür.

Tablo.1 Sinerji Çeşitleri

Sınıflama Kriterleri	Sinerji Çeşitleri		
Rakipler Açısından	Olağan	Bölgesel	Özel
Kaynağına Göre	Hacimsel Kökenli (Economies of Scale)	Çeşitleme Sonucunda (Economies of Scope)	Yeniden Yapılanma Sonucunda
Toplam Sinerji Üzerinde Yarattığı Etki Açısından	Pozitif Sinerji	Negatif Sinerji	

Birleşme sonrasında sinerjinin bir kısmı hacimsel büyüme ile birim başına sabit maliyetlerde düşme ve cirodaki artış sonucunda meydana gelecektir. Sinerjinin bir kısmı ise birleşme sonrasında ürün, pazar ve müşteri çeşitlenmesi sonucunda maliyetlerde daralmalara ve ciroda ise artışlara neden olabilecektir. Bu noktada risk çeşitlenmesi de meydana gelebileceğinden işletmenin risk alma kapasitesi de artacaktır. Bunun sonucunda iyi bir risk yönetimi ile işletmenin getirisinde önemli artışlar söz konusu olabilecektir.

Sinerji açısından bir diğer sınıflama ise pozitif ve negatif sinerji şeklinde yapılmıştır [2]. Yukarıda anlatılan hacim, çeşitleme ve yeniden yapılanma gibi birleşme sonrasındaki tüm değişimler toplam sinerjide artışa sebep olmaz, bazen ise olumsuz etkilerle de karşılaşılabilir. Toplam sinerjinin negatif yönde etkilendiği durumlarda negatif sinerjinin varlığından, pozitif yönde etkilendiği durumlarda ise pozitif sinerjinin varlığından söz edilir. İleriki bölümlerde konu daha detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

III. BİRLEŞMELERDE SİNERJİNİN ROLÜ

Sinerjinin birleşmeler için itici bir güç olması dışında, birleşme fiyatının ve dolayısıyla primin belirlenmesinde önemli bir rolü vardır. Primin ve fiyatın doğru saptanmasının birleşme başarısının temel taşlarından biri olduğu düşünülecek olunursa, bu rolün önemi daha da belirginleşmektedir. Objektif değer çok üzerinde prim verilmesi nakit alımlarda gereksiz bir fon çıkışına sebep olacağı gibi, primin düşük saptanması ise özellikle rakiplerin olduğu bir ortamda pazarlık gücünü zayıflatarak alıcı işletmenin yatırım açısından iyi bir fırsatı kaçırmaya sebep olacaktır.

Prim marjının optimal bir şekilde saptanması değerlemenin doğruluğu ile yakından ilgilidir. Doğru bir değerlendirme için ise birleşme sonucu meydana gelecek sinerjinin gerçeğe uygun bir şekilde tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu noktada sinerji, değerlendirme ve primin birbirleri ile çok iç içe kavramlar olduğu ortaya çıkmaktadır.

Arbitrium değeri olarak ifade edilen tarafların üzerinde anlaşılması fiyatın saptanması için subjektif, objektif ve tasfiye değerlerine gereksinim vardır. Birleşilen firma hedef firmanın subjektif değerini bulma yoluna gidecektir. Dolayısıyla subjektif değere aşağıdaki eşitlikten de anlaşılacağı gibi, firmanın objektif değerine birleşme sonrası planlanan yeniden yapılanma ve birleşmenin içeriğindeki sinerji etkilerinin sebep olacağı değer artışları eklenerek ulaşılır. Bu aşamada birleşme sonrası birleşilen firmada bir değişiklik yapıp yapılmayacağına da karar verilmiş olunur. Yeniden

yapılanma sonrasında birleşme değerini arttırıcı önemli sonuçlar elde edilir.

Subjektif değer doğru olarak hesaplanması için birleşme sonrasında meydana gelecek sinerji bilgileri gereklidir. Bu bilgiler ise birleşme sonrasında meydana gelebilecek hacimsel yönlü, risk, pazar, ürün çeşitlenmesi sonucunda ve yeniden yapılanmanın gerçekleştirilmesi halinde oluşacak sinerji ile ilgili bir dizi tahmine dayanmaktadır.

$$\begin{aligned} \text{Fiyat} &= \text{Subjektif Değer} - \text{Birleşme Masrafları}^* \\ \text{Subjektif Değer} &= \text{Objektif Değer} + \text{Maximum Prim} \\ \text{Maximum Prim} &= \text{Toplam Sinerji} \\ \text{Toplam Sinerji} &= \text{Pozitif Sinerji} - \text{Negatif Sinerji} \\ \Rightarrow \text{Maximum Fiyat} &= \text{Objektif Değer} + \text{Pozitif Sinerji} - \\ &\quad \text{Negatif Sinerji} - \text{Birleşme Masrafları} \end{aligned}$$

Bu arada özellikle rakiplerin varlığı söz konusu olduğunda fiyat teklifi verirken, birleşme sonrasında meydana gelmesi muhtemel olan sinerjiden yüzde kaçının “özel sinerji” olarak tabir edilen, sadece birleşilen işletmeye ait sinerji türünün olduğunun bilinmesi ödenecek prim marjı açısından önemlidir. Özel sinerjinin toplam sinerji içindeki payının büyük olduğu durumlarda birleşilen işletme daha yüksek prim ödeme yeteneğine sahip olacağından rakiplerin varlığı halinde daha avantajlı bir konuma geçecektir. Bilindiği gibi, subjektif değer içinde hedefin objektif değerinin yanı sıra sinerjiden sağlanacak değer de yer almaktadır. Firma değerinin hesaplanması ile ilgili farklı yöntemler geliştirilmiştir [5]. Ancak bunlar arasında özellikle sinerjiyi içine alan subjektif değer belirlenmesi açısından tavsiye edilen Serbest Net Nakit Akımı Yöntemidir.

Yukarıdaki açıklamalardan anlaşılacağı gibi sinerjinin hesaplanması hedef tarafa pazar fiyatının üzerinde ödenecek en yüksek fiyatın ve dolayısıyla primin saptanmasında önemli bir role sahiptir [6].

IV. BİRLEŞMELERDE SİNERJİNİN KAYNAĞI

Birleşmeler sonucunda meydana gelen sinerjik etkiler kimi literatürde pozitif ve negatif olarak gruplandırılmıştır. Birleşme başarısı pozitif sinerji ile negatif sinerji arasındaki farkın büyüklüğüne bağlıdır. Sinerjinin hacimsel büyüme, çeşitleme ve yeniden yapılanma olmak üzere üç farklı kaynağı söz konusudur.

* Negatif Sinerji olarak da kabul edilebilir.

IV.1. Sinerjiyi Olumlu Etkileyen Faktörler

Hacimsel büyüme arkasında yatan önemli itici güçlerden biri teknolojidir. Taraflardan birinin sahip olduğu yüksek teknolojinin düşük bir bedel karşılığında karşı tarafa adapte edilmesinin sağlanması sonucunda iyi olan teknolojinin daha büyük bir hacme hizmet vermesi sağlanmış olacaktır. Bunun yanı sıra ortak birimlerin veya aynı bölgedeki şubelerin kapatılması da bir maliyet daralmasına sebep olacağı gibi, hacimsel büyümenin personel kaynaklı sinerji yaratacağı da kesindir, zira büyüme ile birlikte artan ihtisaslaşmaya paralel gelişen öğrenme etkisi ve uygulanacak iyi bir iş bölümü sonucunda verim artacaktır. Bu arada hacimsel büyümeye paralel özellikle alımlarda pazarlık gücü de artacağından birleşme öncesine oranla nispeten daha yüksek indirimler alabilme olanağı söz konusu olacaktır.

Hacimsel büyüme etkileri finansal alanda da ortaya çıkmaktadır. Birleşme sonucunda, likit açısından kötü durumda olan bir işletme ile birleşmediği varsayımından yola çıkarsak, likiditenin matematik olarak artacağı kesindir. Hatta öz sermayenin birleşme sonrasında kuvvetlenmesi sonucunda yedeklere olan ihtiyaç azalacağından yine likiditede de bir iyileşme söz konusu olacaktır. Bu noktada bankalar diğer işletmelere nazaran biraz daha farklı konumdadırlar. Şöyle ki; öz sermayesi kuvvetlenen bankaların daha fazla mevduat kabul edebilmesi de likiditeyi dolaylı olarak arttırmaktadır. Ayrıca birleşen bankaların bilançoları simetrik değil ise, likit trafiğinin kaydı gerçekleştirilmesi de mümkün olur. Örneğin A bankasının müşterisi ev sahibi, B bankasının müşterisi kiralayan olduğu takdirde ikisi arasındaki ödeme trafiği kaydı olarak gerçekleşeceğinden birleşen bankaların birbirlerini tamamlayan müşteri potansiyeline sahip olmaları birleşme sonrasında likidite artışı üzerinde çarpan etkisi yaratacaktır. Likiditesi artan banka daha yüksek oranda kredi verebilecektir. Böylece bankanın likit hacmi faiz gelirleri üzerinden de genişlemiş olacaktır. Özsermayesi kuvvetli olan bankaya olan güvenin artması ise gerek mevduat gerekse krediler üzerinden likiditeyi yine arttıracaktır. Bu noktada alınan kredilerin güvenilen bankada bırakılma olasılığı da düşünülecek olunursa, bankanın kredi vermesi büyük oranda kaydı bazda gerçekleşecek ve dolayısıyla kredi verme işlemi bir nakit çıkışı yaratmayacaktır. Yukarıda finansal alanla ilgili anlatılanlar faiz gelirlerinde artışın yanı sıra sermaye maliyetinin daralmasına da imkan verecektir.

Bir başka değer yaratımı ise birleşme sonrasında gerçekleştirilebilecek yeniden yapılanma ile sağlanır. Bu bağlamda stratejik açıdan, operasyon alanında ve risk yönetimi açısından yeniden yapılanmayı düşünmek gereklidir. Ayrıca bu noktada yaratılacak sinerji

büyüklüğü birleşmeyi gerçekleştiren taraflar arasındaki yeniden yapılanma alanı ve yeniden yapılanmanın gerek plan gerekse uygulama safhasındaki başarısı ile yakından ilgilidir.

Pozitif sinerjinin meydana geldiği diğer bir alan ise çeşitlemedir. Birleşme sonrasında olası pazar, ürün ve müşteri çeşitlemesi bir yandan risk çeşitlemesi için daha iyi bir zemin hazırlarken, diğer yandan da “pazarlama” gücünü arttıracaktır. Çeşitlemenin risk boyutu incelendiğinde, birleşme sonucunda sistematik ve sistematik olmayan riskin aşağıya çekilmesi işletmeye büyük bir artı değer sağlayacaktır. Bilindiği gibi modern finans teorisine göre, işletme beklenen getirisini en çoklamak için, ya riskini sabit tutmalı ya da belirli bir getiri için riskini minimum kılmalıdır. Birleşme sonrası toplam riskin birleşme öncesi tarafların risk toplamlarından daha az olması beklenir. Aşağıdaki formül toplam risk ve komponentlerini içermektedir [7].

$$\text{Var}(R_{it}) = \beta_i^2 \text{var}(R_{mt}) + \text{Var}(e_{it})$$

$\text{Var}(R_{it})$: İşletmenin toplam getirisine karşılık gelen toplam risk

$\text{Var}(R_{mt})$: Pazar indeksi getiri riski

$\beta_i^2 \text{Var}(R_{mt})$: .. İşletmenin sistematik riski; pazara bağımlı risk komponenti

$\text{Var}(e_{it})$: İşletmenin sistematik olmayan risk komponenti

Akılcı yapılan bir birleşme ile her bir risk komponentinin düşürülmesi imkanı söz konusudur. İşletmenin pazar riski olarak da nitelendirilen sistematik riski uluslararası, coğrafi ve eyaletler arası birleşmelerde bir ölçüde azaltılabilir. İşletmenin sistematik olmayan riskinin azaltılması ise bir yandan müşteri, ürün, pazar çeşitlemesi ile, bir yandan da risk yönetiminde yapılacak iyileşme ile de sağlanabilir. Tüm bunların yanı sıra birleşmelerde riskin azaltılması konusunda önemli faktör riskin zamansal dağılımıdır. Farklı zamanlarda farklı boyutta risklere sahip işletmelerin birleşmeleri sonucunda da risk aşağıya çekilecektir [8].

Çeşitlemenin diğer boyutu ise kendini “pazarlama ve satış” konularında hissettirecektir, zira birleşme sonrasında sağlanan çeşitleme işletmeye yeni pazarlar elde etme, ürün paletini ve müşteri portföyünü genişletme imkanı verecektir. Özellikle birbirini tamamlayan nitelikteki birleşmelerde arzın hacmi ve kalitesi önemli ölçüde artacaktır, zira böylece birleşme sonrasında tarafların zayıf yönleri ortadan kalkarak sinerji yaratılmış olacaktır. Bu arada birleşme ile artan müşteri sayısı sayesinde şartlar dolaylı olarak iyileşecektir, ancak müşteri gruplarının değerlendirilip ürün programının bu doğrultuda geliştirilmesi gereklidir. Ayrıca birleşme sonrasında farklı pazarlara, farklı müşteri portföyüne ve değişik ürün çeşidine sahip olacak olan işletme için

çapraz satış imkanı da doğacaktır. Ancak bu durum yeni ürün paletinin müşteri ihtiyaçlarına cevap vermesi ile yakından ilgilidir [9].

IV.2. Sinerjiyi Olumsuz Etkileyen Faktörler

Birleşmelerde söz konusu olan sinerjik etkileri birleşme öncesinde ve sonrasında olmak üzere iki grupta incelemek mümkündür. Birleşme öncesinde sinerjiyi negatif etkileyen faktörler arasında; ödenen yüksek prim, yanlış muhasebe sistemi, yanlış ödeme ve birleşme şekli, astronomik avukat ve danışmanlık hizmetleri sayılabilir.

Birleşme sonrasında ise entegrasyon aşaması ve sonrası olarak ele alırsak, birinci etapta teknolojik uyum süreci, personel eğitimleri, yeni organizasyon ve motivasyon masrafları, rakiplerin geçiş aşamasındaki zayıflıklardan faydalanmaları ve daha başarılı olmaları sayılabilir. Bunun dışında entegrasyon aşamasından sonraki aşamada müşteri kaybı, kültür uyumsuzlukları ve aşırı büyüme sinerjiyi olumsuz etkileyen faktörler arasında yer alır. Bunlardan ilk ikisi anlaşılacağı gibi psikolojik kökenlidir. Örneğin müşterilerden bir kısmı birleşmeyi onaylamadığı için kendini geri çekebilir, ya da birleşme sonrasında işini terk eden personelin yeni çalıştığı iş yeri ile çalışmaya başlayabilir. Bu arada farklı kültürdeki işletme çalışanlarının alıştıkları kültür dışında yeni bir kültüre adaptasyonlarında meydana gelecek sorunlar ve birleşmeden doğan kaygılar çalışanlar arasında büyük huzursuzluklara sebep olabilir.

Bunun yanı sıra birleşme sonrasında meydana gelen büyüklüğün optimal olmaması da toplam sinerjiyi olumsuz etkileyecek sonuçlar doğurur. Örneğin beklenen ciro veya maliyet daralmaları gerçekleşmez. Bürokrasi artar, koordinasyon ve denetim sorun haline gelebileceği gibi atıl personel sayısı da artabilir.

V. SİNERJİNİN MEYDANA GELİŞİNE İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

İşletmeler toplam bazda düşük maliyetlerle faaliyetlerini sürdürmek üzere ortalama maliyetlerini uzun süre en düşük seviyelerde tutmayı amaçlarlar.

$$\begin{aligned} \text{ROA} - C &\Rightarrow \max \\ \text{ROA} &\dots\dots\dots\text{Aktif Karlılığı} \\ C &\dots\dots\dots\text{Ortalama Maliyet} \end{aligned}$$

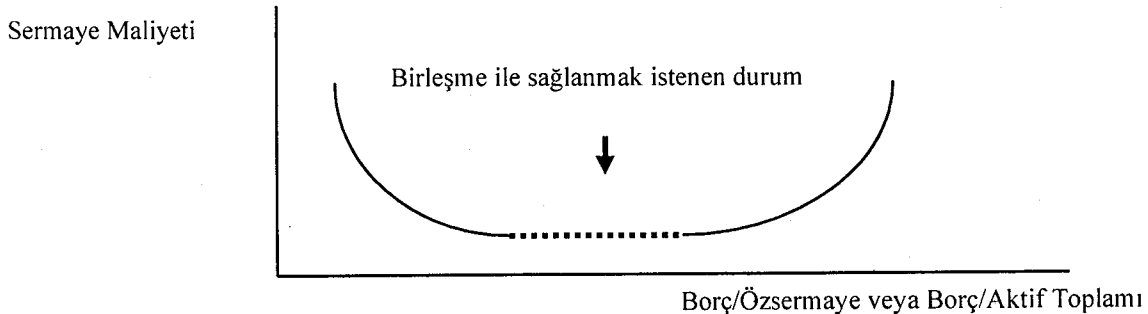
Bu durum ise aktiflerin getirisiyle (ROA) maliyetler arasındaki maximum farkın gerçekleştirilmesi ile ilgili süreyi uzatacaktır. Her ne kadar Tam Rekabet Piyasası şartlarında bu durumun korunması zor ise de, konu ile ilgili çarelerden biri birleşme ve birleşme sonrasında sağlanacak sinerjidir.

Literatürde sinerjinin varlığını temsil eden ölçütün özsermaye karlılığı (ROE) olarak kabul gördüğü düşünülecek olunursa, maliyetlerdeki daralmanın ve/veya aktif karlılığındaki artışın doğrudan özsermaye karlılığını artış yönünde etkilemesi sonucunda sinerji yaratılmış olacaktır.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere karın ençoklanması maliyet ve ciro açısından iki boyutlu olarak düşünülmelidir. Maliyeti de operasyon alanındaki hacim artışı ile pazarlık gücünün artması, çeşitleme ve yeniden yapılanma kaynaklı daralma söz konusu olurken, özellikle sermaye maliyetinde de birleşme sonrasında önemli düşüşler meydana gelebilir. Bilindiği gibi, sermaye maliyeti belirli bir noktadan sonra artar, zira borç verenler verdikleri paraları daha zor geriye alacaklarını düşündüklerinden, yeniden borç verirken daha yüksek oranda getiri beklerler.

Aşağıdaki şekli incelediğimizde, eğrinin soluna doğru gittikçe kaldıraçtan faydalanma oranı düştüğü için risk arttığından sermayedarlar açısından fon maliyeti artar, eğri üzerinde çok fazla sağa gidilmesi ise borç ile sermaye arasındaki farkı arttıracığından firmaya güven azalacak ve bunun sonucunda da fon maliyeti bu kez de işletmeye borç verenler nedeniyle artacaktır.

Şekil.2 Finansal alanda sağlanan sinerjinin maliyet boyutu



Yukarıda anlatılan maliyetin sadece sermaye bacağındaki gelişimdir. Oysa aynı durum toplam bazdaki uzun dönemli maliyet eğrisi için de geçerlidir [10]. Toplam maliyet içindeki daralmanın ağırlıklı olarak hangi alanda meydana geleceği konusunda ise pek çok faktörün yanı sıra birleşen işletmelerin faaliyet alanları ve birleşmenin şekli de rol oynayacaktır.

Konuyu maliyet ve cironun işletme büyüklüğüne göre elastikiyeti yönünden incelersek, maliyetin birleşme sonrasında meydana gelen büyüme karşısındaki elastikiyetinin "1"den küçük olduğu, yani hacimsel büyümeye paralel maliyetin azalarak artan bir reaksiyon verdiği ve cironun büyüme karşısındaki elastikiyetinin "1"den büyük olduğu, yani hacimsel büyümeye paralel cironun artarak artan bir reaksiyon verdiği durumlar birleşme sonrasında meydana gelecek sinerjinin en çoklanması sonucunu doğuracaktır [11]. Ancak tam rekabet şartlarında bu durumun uzun vadede devam etmeyeceğini de vurgulamakta yarar vardır. Aşağıdaki eşitlik konunun kısa bir özeti vermektedir.

$$0 < E_{m,BB} < 1 \text{ ve } E_{c,BB} > 1$$

$E_{m,BB}$Maliyetin işletme büyüklüğündeki değişime olan elastikiyeti

$E_{c,BB}$Cironun işletme büyüklüğündeki değişime olan elastikiyeti

VI-SONUÇ

Birleşmelerde sinerji hem hedef taraf hem de birleşilen taraf açısından söz konusu olup kısa vadeden ziyade uzun vadede kendini gösterir. Bilindiği gibi sinerji bir yandan hacimsel büyüme kökenli olacağı gibi bir yandan da çeşitleme ve yeniden yapılanma potansiyelini bünyesinde barındırma özelliğinden kaynaklanacaktır. Bu arada birleşmeler sonucu ortaya çıkan sinerji etkisi sadece "pozitif bir değer" değildir. Birleşmelerin sebep olduğu olumsuzluklar negatif sinerji olarak karşımıza çıkabilir. Ancak önemli olan sinerjinin toplam bazda pozitif olması ve ödenen primin üzerinde bir getiriye sebep olacak uygun bir hedefin bulunmasıdır.

Birleşmenin başlangıçlı birleşmeye karar verilerek uygun adayın aranmaya başlama noktasına dayanır. Bu aşamadan birleşmenin, hatta entegrasyonun başarı ile sağlanmasına kadar geçen süreçte maximum sinerjinin meydana gelmesi için birleşme öncesinde düşünülmesi gereken bir çok faktör söz konusudur. Başarılı bir birleşme için gereken birincil konu sonucu etkileyebilecek bu faktörleri ve aşamalarını bir sistem içine oturtmaktır. Konunun karmaşıklığı düşünülecek olunursa, sistemin kendi içinde yalınlığı karar ve

uygulama aşamalarının hız kazanmasında oldukça etkili olacaktır.

KAYNAKÇA

- [1] Ross, A. Stephen; Jeffrey, F. Jaffe. **Corporate Finance**. 2nd Edition, Irwin Inc., Boston, 1990.
 - [2] Bisani, Fritz. "Ein Begriff Macht Karriere". **Gablers Magazin**, 3/1990, ss.10-16.
 - [3] Brunner, Christophe. **Bankübernahmen in der Schweiz**. Bank-und Finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 186. Verlag Paul Haupt Bern-Stuttgart-Wien, 1994.
 - [4] Copeland, Tom; Koller, Tim; Murrin, Jack. **Unternehmenswert**. Campus Verlag, Frankfurt-New York, 1993.
 - [5] Sağmanlı, Metin. **Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği**, T.C.M.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayın No:6, İstanbul 1996.
 - [6] Coenenberg, Adolf G.; Sautter, Michael T. "Strategische und finanzielle Bewertung von Unternehmensakquisitionen". **Die Betriebswirtschaft** 48, 6/1988, ss.691-710.
 - [7] Hawanini, Gabriel A.; Swary, Itzhak. **Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry**. Elsevier Science Publishers B.V., U.S.A., 1990.
 - [8] Kruppa, Wolfgang. "Planung Bankbetrieblicher Fusionen". Dissertation, Berlin, 1980.
 - [9] Adolf, Rüdiger; Cramer, Jürgen; Ollmann, Michael. "Synergien realistisch einschätzen: Fusionen im Bankwesen". **Die Bank**, 1/1991, ss.4-9.
 - [10] Şahin, Hüseyin. **Mikro İktisat**. Ezgi Kitabevi, 2. Baskı, Bursa, 1996.
 - [11] Osthues-Albrecht, Henning. **Der Einfluss der Betriebsgröße auf Kosten und Erlöse von Kreditinstituten**, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden, 1974.
- Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:63, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No: 15. 6.Baskı, 1994.
- Sümer, E. Handan. "Türk Bankacılık Sisteminde Birleşmelerin Finansal ve Ekonomik Analizi ve Globalleşen Türkiye Açısından Öneminin Bir Değerlendirmesi." Basılmamış Doktora Tezi. İstanbul, 1998.

