

HAVAYOLU SEKTÖRÜNDE BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN MALİ DEZAVANTAJLARININ ÖRNEK OLAY ÜZERİNDEN İNCELENMESİ

İlyas Turğay¹, Hazar Dördüncü², Tuncel Öz³

ÖZET

Hızla küreselleşen ve sınırların görünmez olduğu piyasalarda hayatta kalabilmek ve rakip firmalarla olan rekabette bir adım öne geçmek için, şirket birleşmeleri ve satın-almalar uluslararası firmaların gündem maddelerinden biri haline gelmiştir. Son yıllarda hem Dünya’da hem de Dünya’daki gelişmelere paralel olarak Türkiye’de süratle artan şirket birleşme ve satın almaları gözlemlenmektedir.

Havayolu Ulaştırma ve Taşımacılık Sektörü ise; rekabetin, teknolojik değişimin ve sabit sermaye yatırımının en yoğun olduğu sektörlerden biridir. Bu makalede de havacılık sektöründe Türkiye’nin en büyük iki şirketi, Türk Hava Yolları ve Pegasus’un, sırası ile Air Bosnia ve İzair ile gerçekleştirdikleri birleşme ve satın-alma operasyonları, mali tablolar ışığında incelenmiştir.

***Anahtar Kelimeler:** Birleşme, Satın-Almalar, Havayolları, Mali Analiz.*

A CASE STUDY ON FINANCIAL DISADVANTAGES OF MERGERS & ACQUISITIONS OF THE AIRLINE INDUSTRY

ABSTRACT

To survive in the markets which are rapidly globalizing and where the borders are getting invisible, to move a step ahead in the competition with rival firms, mergers and acquisitions are one of the first agenda item of international companies. In recent years, in the World and also in parallel with the developments in the World, rapidly increasing merger and acquisitions are observed in Turkey.

¹ Arş.Gör., Nişantaşı Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Muhasebe ve Finans Yönetimi Bölümü, ilyas.turgay@nisantasi.edu.tr

² Arş.Gör., Nişantaşı Üniversitesi, İktisadi, İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, hazar.dorduncu@nisantasi.edu.tr

³ Öğr.Gör., Nişantaşı Üniversitesi Meslek Yüksekokulu, Sivil Hava Ulaştırma İşletmeciliği Bölümü, Tuncel.oz@nisantasi.edu.tr

Airline Transportation and the Transportation Sector; is one of the sectors where competition, technological change and investment in fixed capital are intense. In this article, Turkey's two largest companies in the aviation sector, Turkish Airlines and Pegasus, merger and acquisition and sales operations that performed respectively with Air Bosnia and Izair, were examined in the light of the financial statements.

Key Words: *Mergers, Acquisitions, Airlines, Financial Analyses.*

1. GİRİŞ

Birleşme ve satın-almalar, bir şirketin diğer bir şirkete ait hisselerin tümünü, çoğunluğunu ya da bir bölümünü satın alması şeklinde gerçekleşebilmektedir. Şirketlerin bu işlemleri yapmasındaki temel amaç; pazar paylarını ve kapasitelerini artırmak, ürün çeşitliliğini sağlamak, yeni pazarlara ulaşmak, know-how sağlamak, yeni teknolojilere ulaşmak ve rekabet gücünün arttırmaktır⁴.

Ancak, şirket birleşmeleri her zaman istenilen şekilde sonuçlanmamaktadır. Copeland, Koller ve Murrin'in 1994 yılında gerçekleştirdikleri araştırmada, birleşmenin şirketler açısından değer yaratmak yerine şirketlere değer kaybettirdiği sonucu ortaya çıkmıştır. ABD'li Mercer Management Consulting şirketi tarafından yapılan, 1988-1997 arasındaki 300 büyük birleşmeyi inceleyen diğer bir araştırmada ise birleşen şirketlerden %50'sinin hisse sahiplerine sektör ortalamalarından daha az getiri sağladığı tespit edilmiş ve KPMG, 1999 yılında gerçekleşen şirket birleşmelerinin ancak %17'sinin değer yaratmayı başarabildiğini belirtmiştir. Son olarak 2007 yılında yapılan diğer bir araştırmada, birleşme ve satın-alma faaliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiş ve sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde birleşmenin hissedarlara sağladığı ek bir katkının olmadığı tespit edilmiştir (Ünlü, 2007: 6-12).

Yukardaki bilgiler ışığında, bu makalenin amacı, havayolu işletmelerinde birleşme ve satın-almaların finansal açıdan dezavantajlı yönlerini ortaya koymak ve örnekler üzerinde incelemektir. Bu amaçla "THY-Air Bosna" ve "Pegasus-İzair" birleşmeleri iki örnek olay olarak ele alınmış ve incelenmiştir. İncelemede, mali tablolar ve yapılan anlaşmaların yükümlülükleri temel alınmıştır.

⁴ "Satınalma ve Birleşmeler", <http://www.ayatirim.com.tr/kurumsal-hizmetler/satin-alma-ve-birlesmeler.aspx>, (E.T.: 30.11.2013).

2. ULUSLARARASILAŞMA KAVRAMI VE KAPSAMI

Geçmişten günümüze, ekonomik, politik, teknolojik ve sosyal alandaki gelişmelerle birlikte dünya ekonomisi daha şeffaf ve uluslararası boyuta ulaşmıştır. Artan rekabet ortamı ve yeni dünya düzeni, firmaları hayatta kalabilmeleri ve varlıklarını sürdürebilmeleri için doğru ve stratejik kararlar vermeye zorlamaktadır (Ünlü, 2007: 6-12). Dunning Paradigmasına göre de firmalar sahip oldukları rekabet üstünlüğünü kullanmak ve hayatta kalabilmek için yabancı pazarlara girerler (Tsai ve Eisingerich, 2010: 114-135). Bu yabancı pazarlara girebilmenin en önemli yolları ise; birleşmeler, satın-almalar ve devralmalardır.

2.1. Birleşme Kavramı

Birleşme, bir ya da daha fazla firmanın ekonomik ve hukuki yönden tek bir çatı altında yeni bir firma olarak hukuki olarak birleşmesini ifade eder. Birleşme durumunda hem devralan hem de devralınan şirketler daha önceki tüzel kişiliklerini yitirir ve yeni bir şirketin birer parçası haline gelirler, ancak uygulamada çok az sayıda gerçek birleşme vardır. Genellikle şirket birleşmelerinde bir şirket diğerinden pazar payı ya da büyüklük açısından daha baskındır (Hitt, Hoskisson ve Ireland, 2007: 192).

2.2. Satın-Alma Kavramı

Satın-alma, mevcut bir firma ya da kurumun belirli bir ücret karşılığı satın alınmasıdır (Çavuşgil, 2012: 267). Satın-alma işlemi sırasında, satın alan şirket, unvanını ve tüzel kişiliğini korurken, devraldığı şirketin tüm varlık ve kaynaklarını da almış olur. Satın alınan şirketin ise hukuki açıdan tüm varlığı sona erer.

İlk bakışta birleşme ve satın-alma kavramları birbirlerine çok yakın görünseler de birçok açıdan birbirlerinden çok farklıdır. Satın-alma sırasında hedefteki firmayı satın alan firma, diğer firmanın tüm kontrolünü alıp kendisini yeni sahip yaparken, birleşmede aynı seviyede iki firma yeni tek bir firma kurarak faaliyetlerini bu yeni firma üzerinden beraber yürütürler (Maddigan ve Zaima, 1999: 178).

2.3. Birleşme ve Satın-Alma Türleri

Satın-almaların temel nedeni piyasaya hükmetme isteğidir (Haspeslagh, 1999: 14-15). Bir firmanın piyasaya hükmetmesi ve pazardaki gücü, rakiplerine karşı elde etmiş olduğu maliyet ve bunun sonucunda elde ettiği rekabet üstünlüğü ile anlaşılır. Firmanın büyüklüğü, kaynakları etkin kullanımı ve rekabetçi gücü, firmanın pazar gücünü gösteren önemli etkenlerden bazılarıdır (Wright, Kroll ve Elenkov, 2002: 599-608). Anders'e (2002) göre pazar gücünü ele geçirmek ve pazar lideri olabilmek için birçok satın-alma işlemi genellikle rakip firmalara, tedarikçilere ya da dağıtıcılara yönelik olarak gerçekleşir ve genellikle firmalar pazar güçlerini artırmak için yatay, dikey ya da küme birleşme yöntemlerini kullanırlar.

2.3.1. Yatay Birleşmeler

Yatay birleşme; pazar payını artırmak için, aynı veya birbirini tamamlayıcı mal ve hizmet üreten ve ürünlerini aynı coğrafi pazarlara sunan rakip firma ya da firmaların birleşme yöntemidir (Ebiçlioğlu, 2005: 38-44).

2.3.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşmeler; işletmelerin tedarikçilerine veya müşterilerine yönelik olarak yaptıkları birleşmelerdir (Gülmez, 2006: 12). Davut'a (1994) göre ise dikey bütünleşme süreci, birbirini takip eden aşamalarda girdi-çıkı alışverişinin piyasa yerine firmanın kendi içerisinde gerçekleşmesidir. Böylelikle firma üretim aşamasında birbirini takip eden bu aşamaların mutlak kontrol sahibi olur.

2.3.3. Küme Birleşmeler

Küme birleşmeler, dikey ve yatay birleşme adı altında toplanamayan birleşme türlerini kapsamaktadırlar. Bir başka tasvirle, küme birleşmeler firmadan tamamen bağımsız pazar ve faaliyette olan firmalarla gerçekleştirilmektedirler (Büyükçayır, 2011: 11) ve mevcut pazarda rakiplere karşı hiçbir şekilde rekabet bozucu bir duruma yol açmazlar (Christopher ve Patrick, 2010).

2.4. Şirket Birleşmelerinin Nedenleri ve Avantajları

Şirketler ekonomik, finansal ya da yönetsel büyümeye ihtiyaç duydukları an karlılıklarını ve rekabet güçlerini arttırmak için birleşme stratejilerinden birine başvururlar.

Mühim (2012: 65-71), havayolu işletmelerinin birleşme ve satın-alma yöntemine başvurmalarının temel nedenlerini şöyle açıklamaktadır:

- *Kendi yönetim becerilerini arttırmak, hem işletme açısından hem finansal açıdan sinerji yaratmak,*
- *Birim başına düşen üretim maliyetini düşürerek sabit maliyet giderlerini daha geniş bir üretim hacmine yaymak ve ölçek ekonomisinden yararlanmak,*
- *Ürünlerini, müşterilerini ve pazarlarını çeşitlendirmek, vergisel ve yapısal avantajlardan yararlanmak, global değişimlere ayak uydurmak,*
- *Pazar gücünü ele geçirmek, piyasanın altındaki faiz oranlarından borçlanabilmek, teknolojik gelişmelerden daha fazla faydalanmak ve*
- *Psikolojik avantaj elde etmek,*

olarak açıklamaktadır.

Ayrıca birleşme sayesinde firmalar, faaliyette bulunduğu sanayi dallarının sayısını arttırarak, gelirlerindeki istikrarsızlığı, dalgalanmaları ve riskleri giderebileceklerdir. Gelir istikrarsızlığı ve riskteki azalış, şirketlerin piyasada daha düşük faiz oranlarıyla borç bulabilmelerine imkan sağlayacaktır.⁵

2.5. Şirket Birleşme ve Satın-Almaların Dezavantajları

Birleşme ve satın-alma faaliyetleri, mevcut ekonomik konjonktür ile çok yakından bağlantılı göstermektedir. Bu bağlamda son yıllarda global krizin de etkisiyle bu faaliyetlerde göreceli bir düşüş gözlenmektedir. Kontrol kaybı, kültür ve çıkar çatışmaları, beklenen değer ve kârların

⁵“Birleşme ve Satın Almalar”, [http://homes.ieu.edu.tr/hbaklaci/itf414/M&A%20%20\(B%20C4%B0RLE%20C5%9EME%20VE%20SATIN%20ALMALAR\).ppt](http://homes.ieu.edu.tr/hbaklaci/itf414/M&A%20%20(B%20C4%B0RLE%20C5%9EME%20VE%20SATIN%20ALMALAR).ppt), (E.T.: 01.12.2013).

oluşmaması ve verilen yükümlülüklerin yerine getirilmemesi de şirketlerin birleşme ve satın-almalara kaygıyla yaklaşmalarına yol açmaktadır.

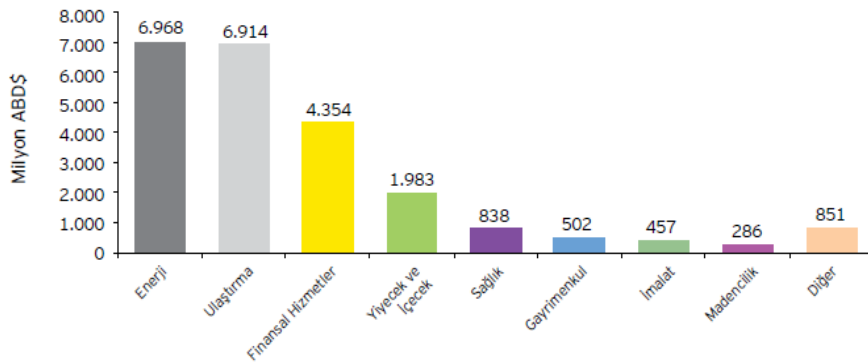
2.6. Türkiye'deki Birleşme ve Satın-Almalar

2013 yılında Amerikan Merkez Bankası FED'in politikaları, siyasi belirsizlikler ve Avrupa ülkelerinde, 2008 yılından beri süregelen global ekonomik krizin etkilerinin azalarak da olsa hissedilmeye devam edilmesi, tüm dünyada birleşme ve satın alma faaliyetlerinde ciddi yavaşlamalara yol açmıştır. Buna rağmen Türkiye, 2013 yılında gerçekleşen 336 satın alma ve birleşme işlemi ile önceki yıllara göre kendi rekorunu kırmıştır. İşlem sayısında rekor artış gerçekleşse de, bu artış işlem hacminde gerekli karşılığı bulamamıştır. 2013 yılında değeri açıklanan 135 işlemde toplam 13,7 milyar dolarlık işlem gerçekleşirken, değeri açıklanmayan diğer 201 işlemle beraber toplamda 20 milyar dolarlık bir işlem hacminin gerçekleştiği ileri sürülmektedir (Ernst & Young, 2013). 2012 Yılında ise sadece değeri açıklanan 131 işlemde toplam 23,2 milyar dolar değerinde bir hacim yakalanmıştır. (Ernst & Young, 2012).

2.6.1. Birleşme ve Satın-Almalarda Sektörel Dağılım

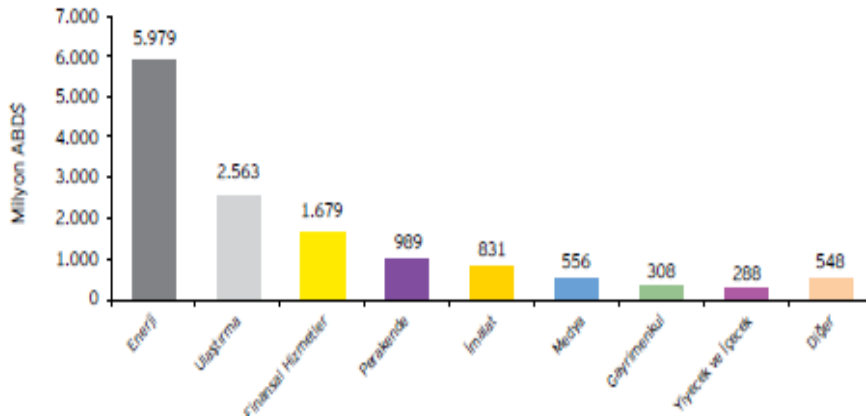
2012 ve 2013 yıllarında Türkiye'de gerçekleşen birleşme ve satın-almaların sektörel dağılımına bakıldığında özellikle enerji ve ulaştırma sektörlerinde, şirket satın alma ve birleşme işlemlerinin yoğunlaştığını gözlemleyebiliriz.

Şekil 1: 2012 Yılı Satın Alma ve Birleşme İşlemlerinin Sektörel Dağılımı



Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu, 2012.

Şekil 2: 2013 Yılı Satın Alma ve Birleşme İşlemlerinin Sektörel Dağılımı



Kaynak: Ernst & Young, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu, 2013.

Enerji sektörünün son iki yılda da işlem hacmi bazında birinci sırada yer almasının ana sebebi, Türkiye'nin artmaya devam eden enerji talebine paralel olarak yerli ve yabancı yatırımcıların bu sektörde yer alabilme stratejileridir (EY, 2012; 2013).

Ulaştırma sektörü ise işlem başına en fazla işlem hacmi gerçekleştiren sektör olarak dikkat çekmektedir. 2012 yılında 23 işlem ile 6,9 milyar ABD doları tutarında işlem gerçekleşirken 2013 yılında 15 işlem ile 2,6 milyar ABD doları tutarında işlem hacmine ulaşılmıştır. Ulaştırma sektörü işlem hacminin yüksek olmasının temel nedeni; köprü-otoyol satın alımlarının ve havacılık sektöründeki birleşme ve el değiştirmelerin bu kategoride değerlendirilmesidir (EY, 2012; 2013).

2.7. Havacılık Sektöründe Birleşme ve Satın-Alma Yöntemleri

Havayolu şirketleri gerek uçuşun sağladığı destinasyon sayısını artırarak uçuş ağlarını genişletmek, gerek finansal, ekonomik ve yönetsel açıdan gelişmek için çeşitli işbirliklerine yönelirler. Havayolu birleşmelerinde ilk örnekler 1985 yılında Amerika'da görülmeye başlamış olup günümüzün küresel oyuncularını oluşturan; Delta Airlines, United Airlines, American Airlines, Northwest Airlines firmalarının temelleri bu birleşmelerle atılmıştır. British Airways ve Air Canada'nın da ortaya çıkışında, çeşitli küçük havayolu şirketlerinin yönetiminin ele geçirilmesi yöntemi izlenmiştir. Günümüzde de "ele geçirme" yöntemi havacılık

sektöründe en yaygın şekilde kullanılan satın-alma ve birleşme yöntemlerinden birisi konumundadır (Aşık, 2008: 126).

Yukarıdaki birleşme ve satın-alma türlerinin yanında, özellikle yüksek ar-ge harcamaları yapılmasının zorunlu olduğu teknoloji yoğun sektörlerde faaliyet gösteren firmalar, rekabet güçlerini arttırmak, yeni pazarlara erişebilmek, ülke riski ve finansal riskleri en aza indirmek için çeşitli stratejik işbirliklerine başvurmuşlardır (Murray ve Mahon, 1993: 105). Bu kapsamda havayolu firmaları kod paylaşımı, sık uçuş programı, ortaklık, havuz anlaşmaları, blok rezervasyon ve prorsiyon anlaşmaları ile çeşitli ticari işbirliklerine imza atmışlardır (Aşık, 2008: 126).

3. İKİ BİRLEŞME ÖRNEĞİNİN İNCELENMESİ VE OLUŞAN DEZAVANTAJLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Araştırma kapsamında ilk olarak havayolu taşımacılığı sektörü ve sektördeki satın alma ve birleşmeler hakkında genel bilgi verilmiştir. Satın alma ve birleşme işlemleri, literatür kısmında da bahsedildiği üzere iyi değerlendirildiğinde işletmeye değer katmaktadır, fakat bu faaliyetler her zaman beklenen sonuçları sağlayamaya bilmektedir. Araştırmanın temel amacı da sektördeki bu dezavantajlı ve olumsuz durumların incelenmesi ve aşağıda bahsedilecek iki örnek olay üzerinde değerlendirilmesidir.

Dezavantajları ortaya koymak ve yaratacağı etkileri göstermek amacı ile eş değer iki birleşme örneği seçilmiş ve durum analizi yapılarak oluşan dezavantajlar ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Yayının sınırlaması ise, çalışmanın hazırlanma sürecinde Pegasus'un, 2013 yılına ait yılsonu mali tabloları yayınlanmadığı için 3 çeyreklik mali tablolarının kullanılmasıdır.

3.1. Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO) ve Air Bosna Örneği

Türk Hava Yolları Anonim Ortaklığı, 22.02.2008 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile kısmi özelleştirilmesi ilan edilen Air Bosna'nın (Bosna Hersek Hava Yolları), işbirliği ve özelleştirme ilanına bağlayıcı olmayan bir niyet mektubu göndermiştir. Bu çerçevede yapılan görüşmeler sonucunda 22.12.2008 tarihinde, %49 oranında hisse alımı için Bosna Hersek Havayolları ile ortaklık anlaşması imzalanmıştır. Air Bosna'ya yapılan yatırım, THY'nin Balkanlar'daki ilk atılımıdır. THY, bu yatırım ile Balkan pazarına girmeyi ve pazar payını arttırmayı hedeflemiştir (THYAO, 2008a).

THY, Bosna Hersek Havayolları'nın yüzde 49 hissesini Bosna Hersek hükümetinden 9.5 milyon Bosna Marka'sına almıştır. 9.5 milyon Bosna Marka'sı; Dolar, Euro ve TL bazında değerlendirildiğinde 6.1 milyon Dolar, 5 milyon Euro ve 10 milyon 704 bin TL'ye (THY'nin 2008 yılı mali tablolarında bu miktar "Diğer Ticari Alacaklar ve Borçlar" içerisinde hisse senedi avansı olarak 10.704.000 TL şeklinde muhasebeleştirilmiştir) denk gelmektedir⁶.

Yapılan anlaşmaya göre, Bosna Hersek Hava Yolları'nın %50,9337 hissesi Bosna Hersek Federasyonu'na, %0,0663 hissesi Energoinvest A.Ş.'ye, %49 hissesi ise Türk Hava Yolları A.O.'ya ait olacaktır (THYAO, 2008a).

THY'nin verdiği teklif, Bosna-Hersek Havayolları'nın 2 adet Boeing uçağının leasing maliyetinin ve hükümetin Bosna Hersek Havayolları için aldığı kredinin THY tarafından, şirketteki hisselerini arttırma karşılığında üstlenilmesini içermektedir⁷. Bu kapsamda 2009 yılı içerisinde THY'nin sermayesine % 49 oranında iştirak ettiği Bosna Hersek Havayolları 8.000.000-KM⁸ sermaye arttırma kararı almıştır. Karar, THY Yönetim Kurulu'nca uygun görülmüş olup, bu karar çerçevesinde Bosna Hersek Havayollarının söz konusu sermaye artırımını nakit olarak karşılanacak ve THY payına isabet eden tutarı Bosna Hersek Havayollarına ödeyecektir (THYAO, 2009a).

Aynı zamanda, Air Bosna anlaşma çerçevesinde mevcut tarifeli seferleri ve kod paylaşımı anlaşmaları ile Türk Hava Yolları'nın network

⁶ DEİK (Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu), *Bosna Hersek Ülke Bülteni*, Kasım 2011, s. 9-10;

"THY Air Bosna Kararını Verdi", <http://www.airporthaber.com/havacilik-haberleri/thy-air-bosna-kararini-verdi.html>, (E.T.: 10.01.2014);

"THY Umduğunu Bosna'da Bulamadı 24 Milyon Dolar Yatırımını Bıraktı", <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/20763458.asp>, (E.T.: 10.01.2014).

⁷ "Bosna Hersek Havayolları'nın Yüzde 49'u THY'nin Oluyor", <http://www.milliyet.com.tr/Ekonomi/HaberDetay.aspx?aType=HaberDetay&Kategori=ekonomi&KategoriID=3&ArticleID=1028555&Date=16.12.2008&b=Bosna%20Hersek%20Havayollarinin%20yuzde%2049u%20THYnin%20oluyor>, (E.T.: 10.01.2014).

⁸ Bosna Hersek para birimidir, açılımı Konvertibl Mark ya da Değiştirilebilir Mark'tır.

gücünü arkasına alarak, Saraybosna'dan Avrupa'nın birçok şehrine direkt uçuşlar icra etme yetisine kavuşmuştur (THYAO, 2011a).

THY, Air Bosna'ya 37 milyon marka (Dolar bazında değerlendirildiğinde yaklaşık olarak 24 milyon dolar, Euro bazında değerlendirildiğinde ise yaklaşık olarak 19.2 milyon Euro) yatırım yapmıştır⁹. Bunun yanı sıra Bosna Hersek Havayolları 2009 – 2010 – 2011 olmak üzere üç yıl üst üste zarar etmiştir. Bu zarar; 2009 yılında 8.5 milyon Euro, 2010'da 10.4 milyon Euro, 2011 yılında 5.3 milyon Euro olmak üzere toplamda 24.2 milyon Euro'yu bulmaktadır¹⁰.

THY'nin, 2008 ve 2012 yılları arasındaki mali tablolarında Air Bosna'nın (Bosna Hersek Havayolları) mali durumu aşağıda değerlendirilmektedir:

Tablo 1 – Air Bosna'nın 31 Aralık 2008 – 31 Aralık 2012 Tarihleri Arasındaki Mali Tablolarda Özkaynak Değişimi ve Dönem Kâr – Zararından THY'nin Payı

	31 Aralık 2008	31 Aralık 2009	31 Aralık 2010	31 Aralık 2011	31 Aralık 2012
Varlıklar	-	49.653.830	50.735.303	69.857.068	-
Yükümlülükler	-	43.661.093	58.714.113	46.235.721	-
Özkaynaklar	-	5.992.737	(7.978.810)	23.621.347	-
Grubun Özkaynaklardaki Payı	-	2.936.441	-	11.574.460	-
Hasılat	-	20.721.502	33.146.759	36.523.173	-
Dönem Karı / (Zararı)	-	(13.524.756)	(33.963.163)	(12.052.361)	-
Dönem Kar / (Zararından) Grubun Payı	-	(6.627.130)	(16.641.951)	(5.905.657)	(11.574.460)

Kaynak: THYAO, 2008b; 2009b; 2010; 2011b; 2012b.

Tabloda, 2008 – 2012 yılları arasında Air Bosna'nın, THY mali tablolarında özkaynak değerlendirme yöntemi ile değerlendirilmiş sermayesi,

⁹ “THY Umduğunu Bosna'da Bulamadı 24 Milyon Dolar Yatırımı Bıraktı”, <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/20763458.asp>, (E.T.: 10.01.2014).

¹⁰ “THY Bosna'da 19.2 Milyon Euro Batırdı”, http://www.radikal.com.tr/ekonomi/thy_bosnada_192_milyon_euro_batirdi-1103578, (E.T.: 10.01.2014).

işletmenin yıllara göre hasılatı ve bu faaliyetler sonucunda oluşan kâr ve zarardan hisseleri oranında THY'nin payı gösterilmektedir. THY'nin %49'luk hisse senedi alımı, 2008 yılı mali tablolarında "Diğer Ticari Alacaklar ve Borçlar" içerisinde hisse senedi avansı olarak 10.704.000 TL şeklinde muhasebeleştirilmiştir. 2009 yılında yapılan özkaynak değerlemesi (Varlıklar – Yükümlülükler), şirket özkaynaklarının 5.992.737 TL'ye düştüğünü göstermektedir. Şirketin özkaynak içerisindeki payı ise 2.936.441 TL'ye düşmüştür. 2010 yılı mali tablolarında ise şirket borçlarının varlıklardan fazla olduğu görülmekte ve bu da öz sermayeyi eksi bakiyelere düşürmektedir. Şirket, yaptığı harcamaları önemli ölçüde öz sermayeden gerçekleştirmiş ve özsermayesi - 7.978.810 TL'ye düşmüştür. 2011 yılında yapılan değerlemede ise şirket varlıklarının arttırıldığı ve yükümlülüklerin azaldığı görülmektedir. Bu da, öz sermayeyi 23.621.347 TL seviyesine getirmiştir.

THY'nin, Air Bosna'nın hisse senetlerini elinde bulundurduğu yılların kâr ve zarar durumu incelendiğinde, şirketin üç yıl boyunca önemli ölçüde zarar ettiği dikkat çekmektedir. THY, Air Bosna yatırımını başta kazancını arttırmak, pazarını genişletmek, geliştirmek ve Balkanlarda rekabet avantajı elde etmek amacı ile gerçekleştirmiştir. Şirketin üç yıl boyunca arka arkaya zarar etmesi ve Bosna Hersek hükümetinin sözleşme şartlarını yerine getirmemesi veya koşulları geciktirmesi sebebiyle THY Air Bosna'dan çekildiğini açıklamış ve elindeki %49'luk hisseyi Bosna Hersek hükümetine bedelsiz olarak 2012 yılında devretmiştir. Son özkaynak değerlemesinde THY'nin özkaynaktaki payı 11.574.460 TL olarak belirlendiğinden bedelsiz hisse devri sebebiyle 2012 yılı 11.574.460 TL zarar ile kapatılmış ve Air Bosna THY mali tablolarında ortaklıklar kısmından çıkarılmıştır.

Tablo 2 – 31Aralık 2008 – 31 Aralık 2012 Tarihleri Arasındaki Mali Tablolarda İştiraklerin Özkaynak Dağılımlarında THY'nin Payı

	31 Aralık 2008	31 Aralık 2009	31 Aralık 2010	31 Aralık 2011	31 Aralık 2012	THY'nin Ortaklıktaki Hissesi
Güneş Ekspres Havacılık A.Ş. (Sun Express)	13.811.371	26.698.068	23.360.765	26.515.230	8.388.295	%50
THY DO&CO İkram Hizmetleri A.Ş. (Turkish DO&CO)	26.060.988	34.054.590	46.516.347	60.594.468	60.907.106	%50
P&W T.T. Uçak Bakım Merkezi Ltd. Şti.	3.765.565	22.421.794	53.692.268	74.626.727	53.595.748	%49
Bosna Hersek Havayolları		2.936.441	-	11.574.460	-	%49
TGS Yer Hizmetleri A.Ş. (TGS)		63.482.168	56.501.684	72.672.672	64.547.149	%50
THY OPET Havacılık Yakıtları A.Ş.		2.459.495	13.490.964	37.295.786	66.777.834	%50
TCI Kabin İçi Sistemleri San ve Tic. A.Ş.				1.703.496	2.901.708	%51
Turkbine Teknik Gaz Türbinleri Bakım Onarım A.Ş.				8.182.875	7.373.945	%50
Goodrich Thy Teknik Servis Merkezi Ltd. Şti.				1.744.878	411.724	%40
Uçak Koltuk Sanayi ve Ticaret A.Ş.				50.000	4.166.036	%50
Toplam	43.637.924	152.052.556	193.562.028	294.960.592	269.069.545	

Kaynak: THYAO, 2008b; 2009b; 2010; 2011b; 2012b.

Tabloda THY'nin 2008 – 2012 yılları arasında mali tablolarında yer alan iştirak ve ortaklıklarının özkaynaklarında THY'nin payı verilmiş ve özkaynaklardaki yıllık değişim incelenmiştir. Tablodaki şirketlerin özkaynakları değerlendirildiğinde Air Bosna, özkaynak bakımından zayıf olan iştirakler arasında değerlendirilebilmekte, özkaynaklardaki yıllara göre değişimin ise çok yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca 2010 yılında özkaynaklarını sıfırlaması önemli bir risk göstergesi olarak algılanmaktadır.

Tablo 3 – Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Yıllara Göre Kâr / Zararı İçinde THY'nin Payları

	31 Aralık 2008	31 Aralık 2009	31 Aralık 2010	31 Aralık 2011	31 Aralık 2012
Güneş Ekspres Havacılık A.Ş. (Sun Express)	(1.949.791)	12.704.764	(1.905.050)	(2.781.600)	(10.463.081)
THY DO&CO İkram Hizmetleri A.Ş. (Turkish DO&CO)	5.992.650	8.493.603	14.961.757	18.840.524	8.469.139
P&W T.T. Uçak Bakım Merkezi Ltd. Şti.	(470.485)	(2.699.198)	(24.766.724)	(28.531.554)	-
Bosna Hersek Havayolları	-	(6.627.130)	(16.641.951)	(5.905.657)	(11.574.460)
TGS Yer Hizmetleri A.Ş. (TGS)	-	982.168	(6.980.484)	16.409.963	6.455.474
THY OPET Havacılık Yakıtları A.Ş.	-	(40.504)	(1.468.518)	13.676.061	30.190.048
TCI Kabin İçi Sistemleri San ve Tic. A.Ş.	-	-	-	(205.262)	(3.479.684)
Turkbine Teknik Gaz Türbinleri Bakım Onarım A.Ş.	-	-	-	(279.277)	(353.882)
Goodrich Thy Teknik Servis Merkezi Ltd. Şti.	-	-	-	(1.149.182)	(1.241.472)
Uçak Koltuk Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-	-	-	-	4.097.946
Toplam	3.572.374	12.813.703	(36.800.970)	10.074.016	5.149.234

Kaynak: THYAO, 2008b; 2009b; 2010; 2011b; 2012b.

Tablo 3'te THY'nin ortaklığı olan şirketlerin yıllık kâr ve zararları içerisinde THY'nin payları verilmektedir. Tabloda da görüldüğü üzere THY'nin yatırım yaptığı ve mali tablolarında yer verdiği şirketlerden 5 adedi, hisse senetlerinin alındığı dönemden itibaren yıllık olarak her dönem zarar etmiştir. Bu şirketlerden P&W T.T. Uçak Bakım Merkezi Ltd. Şti., zararın en fazla olduğu şirket iken Bosna Hersek Havayolları en fazla zarar eden ikinci şirket olarak gözlemlenmektedir.

THY, Air Bosna ile yaptığı anlaşmada Balkanlara açılmayı ve pazar payını büyütmeyi hedeflemiştir. İlk etapta her şey olumlu başlamış, Air Bosna'ya; teklif gönderildiğinin açıklandığı, anlaşmanın yapıldığı ve hisse devrinin yapıldığı tarihlerde THY'nin Borsa İstanbul hisse senedi fiyatlarında ve işlem hacimlerinde olumlu artışlar gözlemlenmiştir. Ancak yukarıdaki tablolarda da gözlemlendiği üzere, devir süreci sonrası Air Bosna yıllar bazında sürekli olarak zarar etmiştir (<http://www.bigpara.com/borsa/gecmis-kapanislar/>).

THY 2012 yılının ikinci çeyreğinde, Bosna Hersek Federasyonu Hükümeti'nin ikili anlaşmada belirtilen sorumlulukları yerine getirmemesi ve sermaye ödemelerini geciktirmesi sebebiyle anlaşmayı feshedeceğini KAP'a (Kamuyu Aydınlatma Platformu) bildirmiştir. THY'nin, Bosna Hersek Havayolları ile 2009 yılında başlayan ortaklığı 11.07.2012 tarihinde Bosna Hersek Federasyonu ile imzalanan %49 hissenin devrine ilişkin Hisse Devir Sözleşmesi ile sonlandırılmıştır (THYAO, 2012a). THY, Bosna Hersek Havayolları'daki %49'luk hissesini bedelsiz olarak Bosna Hersek Federasyonu Hükümeti'ne devretmiştir. Devir sürecinin gerçekleştiği dönemin THY Borsa İstanbul hisse senedi fiyatları incelendiğinde ise piyasanın bu devre olumlu tepkiler verdiği göze çarpmaktadır.

3.2. Pegasus ve İzair Birleşme Örneği

IHY İzmir Havayolları A.Ş. (İzair), faaliyetlerine İzmir Adnan Menderes Havalimanından iç ve dış hat uçuşlar gerçekleştirmek üzere 2006 yılında başlamıştır. İzair, Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.'ye kapasite tedarik edici olarak konumlandırılmıştır. 28 Eylül 2010 Tarihinde Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., İzair'in %72,57 hissesini 18.668.069 TL karşılığında hakim ortak olan Esas Holding A.Ş.'den satın almıştır. Esas Holding A.Ş.'nin hem Pegasus hem de İzair'de nihai kontrol hakkına sahip ortak olması sebebiyle konumu değişmemiştir. Yapılan birleşme, ortak kontrol altında gerçekleşen işletme birleşmesi olarak tanımlanmaktadır. Haziran 2011 ve Mart 2012 tarihlerinde yapılan sermaye artırımı yolu ile şirketin hisselerdeki payı ilk artışta %96,79'a (yapılan sermaye artırımında Pegasus, İzair'e 15.500.000 TL ödemiştir), ikinci artışta ise %97,82'ye (yapılan sermaye artırımında Pegasus, İzair'e 237.643 TL ödemiştir) yükselmiştir. Bu süreçte İzair'in mali tabloları, Pegasus mali tabloları içerisinde konsolidasyona tabi tutulmuştur (Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., 2013a).

2011 yılı sonuna doğru, Pegasus, İzair ve AirBerlin arasında Antalya ve farklı Alman şehirleri arasındaki turizm trafiğinden faydalanmak ve kârlılığı arttırmak amacıyla AirBerlin Türkiye markası altında uçuşlar gerçekleştirmek üzere bir anlaşma imzalanmıştır. Anlaşmanın amacı, İzair'in maliyet avantajı ile AirBerlin'in satış gücünü birleştirmek ve bu hatlardaki operasyonların verimliliğini birlikte geliştirmektir. Pegasus, Mart 2012'de İzair'deki %46,82 oranındaki hissesini AirBerlin'e satma ve işletmeyi AirBerlin ile kontrol etme konusunda anlaşmaya varmıştır. Satış işlemi Eylül 2012 itibari ile gerçekleşmiş, İzair şirketi Pegasus'un konsolidasyonundan çıkarılmış ve müşterek yönetime tabi ortaklık olarak değerlendirilmiştir (Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., 2013a).

4 Eylül 2012 öncesinde, İzair'in kontrol sahibi ortağının Pegasus olması sebebiyle şirket Pegasus'un konsolide tablolarında değerlendirilmiştir. Pegasus, İzair ve AirBerlin arasındaki anlaşma bu tarih itibariyle %46,82 hissenin devri kapsamında başladığından 2012 ve 2013 dönemleri verilerinin incelenmesi uygun görülmüştür. Aşağıdaki tabloda şirketin özkaynak yöntemi ile değerlendirilen verileri gösterilmektedir:

Tablo 4 – 31 Aralık 2012 – 30 Eylül 2013 Tarihli Mali Tablolarda Faaliyetlerini Sürdüren İştiraklerin Özkaynak Dağılımlarında Pegasus'un Payı

	31 Aralık 2012	30 Eylül 2013	31 Aralık 2012 Tarihinde Pegasus'un Ortaklıktaki Payı	30 Eylül 2013 Tarihinde Pegasus'un Ortaklıktaki Payı
İzair	-	-	%51	%69
Pegasus Uçuş Eğitim Merkezi A.Ş.	379.771	1.103.859	%49	%49
İzmirli Otelcilik Yatırım Turizm ve Ticaret A.Ş.	1.132.440	-	%59	%59
Toplam	1.512.211	1.103.859		

Kaynak: Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., 2013a; 2013b.

31 Aralık 2012 ve 30 Eylül 2013 tarihli mali tablolarda, Pegasus'un iştirak ve ortaklıklarındaki özkaynak dağılımı tabloda gösterilmektedir. İzair'in, üst üste iki yıl boyunca varlıklarının, borç ve yükümlülüklerinden az olması sebebi ile zarar ettiği ve özkaynaklarını tükettiği tabloda görülmektedir. Tablodan da anlaşılacağı üzere İzair, Pegasus'un özkaynak bakımından en kötü durumda olan yatırımlarından biridir.

Tablo 5 – Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Yıllara Göre Kâr / Zararı

	31 Aralık 2012	30 Eylül 2013	31 Aralık 2012 Tarihinde Pegasus'un Ortaklıktaki Payı	30 Eylül 2013 Tarihinde Pegasus'un Ortaklıktaki Payı
İzair	(2.628.508)	(1.236.730)	%51	%69
Pegasus Uçuş Eğitim Merkezi A.Ş.	(96.296)	588.751	%49	%49
İzmirliiler Otelcilik Yatırım Turizm ve Ticaret A.Ş.	1.210.814	-	%59	%59
Toplam	(1.513.990)	(647.979)		

Kaynak: Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., 2013a; 2013b.

Tablo 5'te, Pegasus'un, özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlarının yıllara göre kâr ve zarar durumlarını göstermektedir. Tabloda da görüldüğü üzere İzair, iki yıl boyunca sürekli olarak zarar etmiş ve Pegasus'un bu iki yıllık süreçte iştirakleri arasında en fazla zarar eden yatırımı olmuştur.

4. SONUÇ

İki birleşme örneği incelendiğinde, temel amacın kârı arttırmak, pazar payını genişletmek, ürün çeşitlendirmesi yapmak ve rekabet avantajı elde etmek olduğu görülmektedir. Türk Havayolları A.O., Balkan Ülkeleri pazarına girmek ve pazardaki payını genişletmek amacı ile Air Bosna'nın %49 hissesini satın almıştır. Yapılan anlaşma ile şirketin yönetimi, Bosna hükümeti ve THYAO arasında ortak yürütülmüştür. Yapılan seferlerin Air Bosna adına gerçekleştirilmesi ise THY'nin ürün çeşitlendirmesi yaptığını göstermektedir. Ancak, tarafların karşılıklı taahhütlerini yerine getirmeleri, anlaşmaların sürdürülebilirliği açısından önemlidir. THY'nin ortaklığı bitirmesindeki temel sebep, yapılan ortaklıktan sürekli zarar etmesinin yanı sıra, Bosna Hükümetinin verdiği taahhütleri yerine getirmemesidir.

Pegasus – İzair – AirBerlin anlaşmasının temelinde ise şirketlerin, Antalya ve Almanya'nın bazı şehirleri arasındaki turizm hareketliliğinden faydalanma isteği bulunmaktadır. Bu amacı gerçekleştirmek için Pegasus'un kapasite tedarik edicisi konumundaki İzair'in maliyet avantajı ile

AirBerlin'in satış gücü birleştirilmiş ve rakiplere karşı rekabet avantajı oluşturulmaya çalışılmıştır. Fakat Pegasus'un mali tabloları incelendiğinde İzair'e yapılan yatırımdan, şirketin sürekli olarak zarar ettiği görülmüştür.

İncelenen iki örnek, birleşmelerin yaratabileceği mali dezavantajları göstermesi açısından önemlidir. Bu zararların temelinde taraflar arası uyumsuzluklar, yatırımların getirilerinin iyi tahmin edilememesi ve ittifakların istenildiği şekilde yürütülememesi faktörleri yer almaktadır. Yapılan birleşme ve satın almalarda şirketlerin, beklentilerini ve elde edebilecekleri katma değeri iyi hesaplamaları gerekmektedir. Bu sürecin iyi analiz edilememesi ya da beklenmeyen faktörler, katma değer elde etmek yerine, değer kaybı ile karşı karşıya bırakabilmektedir.

Şirketlerin yapılan birleşme ve satın alma anlaşmalarında dezavantajlı konuma düşmemeleri için geleceğe yönelik getiri tahminlerini iyi değerlendirmeleri gerekmektedir. Hem satın alınan – birleşilen şirketin, hem de satın alan veya ana ortak konumundaki şirketin swot analizlerinin yapılması, bu olumsuzlukları önemli ölçüde azaltabilmektedir. Araştırma kapsamında değerlendirilen şirketlerin, başta swot analizine uygun olarak tarafların güçlü yanlarını tespit edip birleştirmeye yönelik anlaşmalar yaptıkları görülmekle birlikte, getiri tahminlerini iyi hesaplayamadıkları gözlemlenmiştir.

Araştırma kapsamında, hava taşımacılığı sektöründeki birleşme ve satın alma işlemlerinin mali dezavantajları, şirket finansal tabloları ve şirketler arası yapılan anlaşmalar değerlendirilerek incelenmiştir. Oluşan mali dezavantajlar şirketler açısından değerlendirilmiştir. Dezavantajların, özellikle halka açık şirketlerde, kamuya yansımaları ve şirket hisse senedi getirilerine etkisi araştırma konusunun incelemeye açık diğer farklı alanlarıdır. Araştırma, bu konularda yapılabilecek yeni araştırmalara yön vermek ve araştırmacıları bu araştırma konularına yönlendirmek açısından faydalı olabilir.

KAYNAKÇA

“Birleşme ve Satın Almalar”, [http://homes.ieu.edu.tr/hbaklaci/itf414/M&A%20%20\(B%20C4%BORLE%20C5%20EME%20VE%20SATIN%20ALMALAR\).ppt](http://homes.ieu.edu.tr/hbaklaci/itf414/M&A%20%20(B%20C4%BORLE%20C5%20EME%20VE%20SATIN%20ALMALAR).ppt), (E.T.: 01.12.2013).

“Bosna Hersek Havayolları'nın Yüzde 49'u THY'nin Oluyor”, <http://www.milliyet.com.tr/Ekonomi/HaberDetay.aspx?aType=HaberDetay&Kategori=ekonomi&KategoriID=3&ArticleID=1028555&Date=16.12.2008&b=Bosna%20Hersek%20Havayollarinin%20yuzde%2049u%20THYnin%20oluyor>, (E.T.: 10.01.2014).

“Satınalma ve Birleşmeler”, <http://www.ayatirim.com.tr/kurumsal-hizmetler/satin-alma-ve-birlesmeler.aspx>, (E.T.: 30.11.2013).

“Şirket Birleşme ve Satın Alma Desteği”, <http://www.pwc.com.tr/tr/advisory09/transaction.jhtml>, (E.T.: 21.11.2013).

“Şirket Birleşme ve Satın Alma İşlemleri”, <http://www.pwc.com.tr/tr/advisory09/deals.jhtml>, (E.T.: 21.11.2013).

“THY Air Bosna Kararını Verdi”, <http://m.airporthaber.com/read.php?id=39178>, (E.T.: 10.01.2014).

“THY Air Bosna Kararını Verdi”, <http://www.airporthaber.com/havacilik-haberleri/thy-air-bosna-kararini-verdi.html>, (E.T.: 10.01.2014).

“THY Bosna'da 19.2 Milyon Euro Batırdı”, http://www.radikal.com.tr/ekonomi/thy_bosnada_192_milyon_euro_batirdi-1103578, (E.T.: 10.01.2014).

“THY Umduğunu Bosna'da Bulamadı 24 Milyon Dolar Yatırımı Bıraktı”, <http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/20763458.asp>, (E.T.: 10.01.2014).

Anders, George, “Lessons from WaMu's M&A playbook”, *Fast Company*, January, 2002, pp.100-107.

Aşık, Akşit Nuran, “Şirket Birleşmeleri Ve Sivil Havacılık Sektöründeki Uygulamaları”, *Mevzuat Dergisi*, Cilt:11, Sayı:126, 2008.

BigPara, <http://www.bigpara.com/borsa/gecmis-kapanislar/>, (11.01.2014).

Büyükçayır, Neslihan, *Change in the Pattern of Mergers and Acquisitions Case of Lenovo and Ulker*, (Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2011.

Corr, F. Christopher, & Wa, M. Patrick, "International Comparative Legal Guide to Merger Control", *Merger Control*, 2010. http://www.whitecase.com/files/Publication/33b042b1-ffbe-49d3-92db-ecb90c9535ad/Presentation/PublicationAttachment/bfda9203-1a63-42ad-892a-f52a0a5cfa40/Article_ICLG_to_Merger_Control_2010_China_chapter.pdf, (E.T.: 10.01.2014).

Çavuşgil, Tamer S., "International Entrepreneurship in Emerging Economies: A Critical Review and Research Agenda", *Journal of Business Venturing*, Vol. 27, No: 2, 2012, pp. 266-290.

DEİK (Dış Ekonomik İlişkiler Kurulu), *Bosna Hersek Ülke Bülteni*, Kasım 2011.

Ebiçlioğlu, Fatih Kemal, *Uluslararası Muhasebe Standartları Kapsamında Şirket Birleşmeleri ve Türkiye Uygulaması*, (Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi), Ankara 2005.

Ernst & Young, *EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu*, 2011.

Ernst & Young, *EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu*, 2012.

Ernst & Young, *EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu*, 2013.

Ernst & Young, *EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu*, 2014.

Ernst & Young, *EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu Basın Bülteni*, 2014.

Gülmez, Bahadır, "Şirketlerde Birleşme Devralma ve Devralan Şirketin Hisse Senedi Performansı Açısından İMKB Üzerine Bir Uygulama", (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2006.

Haspeslagh, Philippe, “Managing the Mating Dance in Equal Mergers, Mastering Strategy”, *Financial Times*, October 25, 1999, 14-15.

Hitt, Michael, A., Hoskisson, Robert A. ve Ireland, R. Duane, *Management of Strategy*, Thomson South-Western, 2007.

KPMG, “Değişen Pazar Koşullarında Fırsatların Belirlenmesi”, *Türkiye Şirket Birleşme ve Satın Alma Raporu*, 2011.

Maddigan, Ruth J. & Zaima, Janis, “The Profitability of Vertical Integration”, *Managerial Decision Economics*, 6 (3), 1995, pp.178-179.

Murray, Edwin A. & Maho, John F., “Strategic Alliances: Gateway to the New Europe?”, *Long Range Planning*, 93(26), 1993, pp.102-111.

Mühim, Seyit Ali, *Şirket Birleşmeleri (Mergers) ve Havayolu Şirketlerinde Merger Uygulamalarına Örnekler*, (İstanbul Kültür Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2012.

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., *01 Ocak – 31 Aralık 2012, 2011 ve 2010 Hesap Dönemine Ait Konsolide Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu*, 2013a.

Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., *30 Eylül 2013 Tarihinde Sona Eren Dokuz Aylık Ara Hesap Dönemine Ait Özet Konsolide Finansal Tablolar*, 2013b.

Hueiting, Tsai, & Eisingerich, B. Andreas, “ Internationalization Strategies of Emerging Markets Firms”, *California Management Review*, 53(1), 2010, pp. 114-135.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *01 Ocak – 31 Aralık 2008 Dönemine İlişkin Faaliyet Raporu*, 2008a.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *01 Ocak – 31 Aralık 2009 Dönemine İlişkin Faaliyet Raporu*, 2009a.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *01 Ocak – 31 Aralık 2011 Dönemine İlişkin Faaliyet Raporu*, 2011a.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *01 Ocak – 31 Aralık 2011 Dönemine İlişkin Faaliyet Raporu*, 2012a.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *31 Aralık 2008 Tarihi İtibariyle Konsolide Mali Tablolar*, 2008b.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *31 Aralık 2009 Tarihi İtibariyle Konsolide Mali Tablolar*, 2009b.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *31 Aralık 2010 Tarihi İtibariyle Konsolide Mali Tablolar*, 2010.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *31 Aralık 2011 Tarihi İtibariyle Konsolide Mali Tablolar*, 2011b.

Türk Havayolları Anonim Ortaklığı (THYAO), *31 Aralık 2012 Tarihi İtibariyle Konsolide Mali Tablolar*, 2012b.

Ünlü, Işıl, *Satınalma ve Birleşme Stratejilerinin Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi*, (İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2007.

Wright, Peter, Kroll, Mark & Detelin, Elenkov, “Acquisition returns, increase in firm size and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring”, *Academy of Management Journal*, 45, 2002, s. 599 – 608.

