

Türkiye’de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo

Evrin AKDOĞU*

ÖZET

Bu çalışmada Türkiye’de 1988-2008 yılları arasında gerçekleşen firma birleşme ve satın almaları ile ilgili işlemsel özelliklere bakılarak genel bir ampirik tablo sunulması amaçlanmıştır. Araştırmanın büyük bir bölümü Thomson One veritabanı kullanılarak yapılmıştır. Bu tarihler içerisinde birleşme dalgası diye tanımlayabileceğimiz iki önemli dönem görülmüştür: Bunlardan biri 2000-2001, diğeri ise 2005-2008 yılları arasında gerçekleşmiştir. Fakat bu iki döneme baktığımızda işlem değerleri ve alıcı firma profilleri arasında farklılıklar gözlemlenmiştir. 2005-2008 yılları arasında gerçekleşen satın almaları hem sayı hem de işlem değeri olarak yabancı alıcı firmalar domine etmiş, 2000-2001 yılları arasında ise sayı olarak yerli, değer açısından ise yine yabancı alıcı firmalar öne çıkmıştır. En aktif sektörler içerisinde işlem sayısı olarak bankacılık, hammadde ve imalat sanayii, işlem değeri olarak da ayrıca telekomünikasyon ve enerji sektörleri bulunmuştur. Son yıllarda alıcı firmanın hedef firmada kontrolü ele geçirdiği işlem sayısında bir artış görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Firma birleşmeleri, Satın alma, Türk Piyasası, Birleşme Dalgası
Jel Sınıflandırması: G30, G34

Mergers, Acquisitions and Merger Waves in Turkey during the years of 1988-2008

ABSTRACT

In this empirical study, we try to shed some light on the general patterns of merger and acquisition activity that occurred in the Turkish market during the years 1988-2008 with respect to deal characteristics using Thomson One as our primary database. In the last 20 years, there has been two major periods which can be identified as a ‘merger wave’: One occurred during the years 2000-2001 and other during 2005-2008. However, when we look at these two periods, we noticed difference with respect to the total deal values and the acquirer profiles. The 2005-2008 period has been dominated by the foreign acquirers both with respect to the deal numbers and also deal values whereas the 2000-2001 period has been dominated by the domestic acquirers with respect to numbers and again by the foreign acquirers with respect to deal values. The most active industries, based on the number of acquisitions, have been the banking, materials and the industrials. If we look at deal values, we also have to add telecommunications and energy and power to that list. Also, we found that the acquiring firms are mostly public and private firms whereas the target firms are mostly private firms and subsidiaries. Finally, we found that the number of acquisitions after which the acquiring company gains control of the target firm has increased in the last several years.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Turkish Market, Turkey, Merger Wave

Jel Classification: G30, G34

* Yrd. Doç. Dr. Evrin Akdoğu, Koç Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, eakdogu@ku.edu.tr

1. Giriş

Gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırım araştırmalarına baktığımızda özellikle son 50 yılda firma birleşme ve satın almaları ile ilgili çalışmaların çok önemli bir bölümü oluşturduğunu görmekteyiz. Alıcı firmalar açısından çok büyük yatırımlar yapılmasını gerektiren satın alma işlemleri, akademik olarak ve iş dünyası açısından dikkati çekmektedir. Yapılan araştırmalar birleşme ve satın alma gerekçelerini, yoğunlaşma dönemlerini, performans etkilerini detaylıca inceleyip sistematik tablolar oluşturmaya ve bu yatırımları daha anlamlı/anlaşılır çerçevelere oturtmamıza yardımcı olmaktadır.^a Bu çalışmalar çoğunlukla gelişmiş ülkelerdeki satın almalara genel bir bakış sunmuş, gelişen ülkelerdeki birleşmeler üzerinde pek durulmamıştır.

Son 10-15 yıllık dönemlerde ise gelişen piyasaların daha ön plana çıkması, küresel ekonominin önem kazanması ve çokuluslu firmaların sayılarının artması, 2008 krizi ile biraz duraksamasına rağmen (Anbar ve Karabıyık, 2010), ulusal sınırları aşan birleşme ve satın almalarda gözle görülür bir artış yaşanmasına sebep olmuştur. Coğrafik birleşmeler ile alakalı çalışmalarda çoğunlukla Amerika (Doukas ve Travlos, 1988, Markides ve Ittner, 1994), Kanada (Eckbo ve Thorburn, 2000) İngiltere (Conn vd., 2005, Danbolt, 2004) veya Avrupa bazlı (Georgen ve Renneboog, 2004) alıcı firmaların yaptığı veya hedef olduğu satın almalara yer verilmiş Türkiye'ye yönelik satın almalar bu araştırmaların odak noktası olmamıştır.

1988-2008 dönemindeki firma birleşmelerine baktığımızda Türkiye'de 1990'ların başında başlayan firma birleşmelerinin, ekonominin gittikçe liberalleşip kurumsal ortamın da bundan pay alması ile, 2000'lerin başında ivme kazandığını görmekteyiz. Özellikle 2000'li yılların başında oluşan aktif bir firma birleşme piyasasının 2001 yılında yaşanan krizle biraz duraksamasına rağmen 2000'li yılların sonunda çok daha etkin bir şekilde Türkiye ekonomisinde rol oynadığını gözlemliyoruz. Buna ek olarak özellikle 2000'li yılların son yarısında gözlemlenen coğrafik birleşmelerle gelişen piyasalarda artan yabancı firma yatırımlarından Türkiye piyasasının da büyük bir pay aldığını görebiliriz. Türkiye'de yabancı direkt yatırımın (Göker, 2007) ve birleşmelerin (Ertaş, 1998; Mandacı, 2004) etkisi üzerine çalışmalar yapılmış ancak bu çalışmalar çoğunlukla incelenen zaman diliminin kısıtlı olması veya çok yönlü bir tablo gerçekleştirme amacı gütmemesinden dolayı birleşmelere genel bir bakış sunmakta kısıtlı kalmıştır.

Bu bağlamda bu çalışmanın amacı 20 yıllık bir dönemde (1988-2008) Türkiye'de gerçekleşen firma birleşme ve satın almaları ile ilgili genel bir tablo sunmaktır. Bu tablo içerisinde öncelikle bu 20 yıl süresinde gerçekleşen satın almaların sayısı ve işlem değeri

^a Bu konulardaki araştırmaları özetleyen başarılı çalışmaların örnekleri arasında Andrade ve Stafford (2004), ve Andrade, Mitchell ve Stafford (2001) gösterilebilir.

olarak senelere dağılımına bakılmıştır. Sonrasında işlemlerin yoğunlaştığı senelere bakarak Türkiye’de bu süre zarfında gerçekleşen satın alma/birleşme dalgalarının hangi dönemlerde gerçekleştiği gösterilmiştir. Ayrıca sene bazında işlem sayısı ve değerlerindeki farklılara (sayı-değer oranlarına) bakarak satın almaların çoğunlukla küçük hedef firmalara yönelik olduğu dönemler ile büyük hedef firmaların satın alınıp Türkiye piyasasına büyük yatırımlar yapıldığı dönemler kıyaslanmıştır.

Bu yıllarda satın almalar açısından en aktif olan sektörler ve alıcı/hedef firmalar arasındaki sektörel eşleşme eğilimleri de incelenen işlemsel özellikler arasındadır. Çalışmada satın almalarındaki alıcı firmaların ülke kökenine (yerli ve yabancı) de yer verilmiştir. Buradaki amaç son yıllarda artış gösteren yabancı direk yatırım ve çokuluslu firmaların gelişen ülkelere yaptıkları yatırımların Türkiye piyasasına ne şekilde yansıdığını görmek ve satın alma dalgalarında etkin olan alıcı firma profillerini belirlemektir. Hem alıcı firma kökeni hem de işlem değerlerine bakmak ise yerli ve yabancı alıcı firmaların yaptıkları yatırımın seviyesini anlamamızda yardımcı olmuştur.

Son yıllarda yapılan akademik çalışmalarda (Chang, 1998; Fuller vd., 2002) alıcı ve hedef firmaların sahiplik tipinden (özel, hala açık, yardımcı, vb.) kaynaklanan performans farklılıklarının bulunması, firmaların sahiplik tipini de incelediğimiz özellikler içerisine dahil etmemize neden olmuştur. Son olarak da alıcı firmaların hedef firmada birleşme sonrası satın aldıkları hisse oranlarına bakılmıştır. Bu oranlara bakmamızın iki amacı vardır. Birincisi işlem değerine ek olarak alıcı firmaların hedef firmalarda yaptıkları yatırımın derecesini anlamamıza yardımcı olmasıdır: Alıcı firmaların talip oldukları hedef firmaların varlık değerleri kadar, bu firmalarda satın aldıkları hisse oranı da Türkiye’ye yapılan toplam yatırımın bir göstergesi olmaktadır. İkinci amacımız ise satın alma sonrasında hedef firmanın kontrolünün alıcı firmaya teslim edilip edilmediğini ve bunun hangi sıklıkta gerçekleştiğini incelemektir.

Çalışmamızın önemli bir özelliği bu 20 yıllık dönemde gerçekleşen satın almaları yabancı ve yerli alıcı firmaları dahil edecek şekilde oluşturmamızdır. Başka bir deyişle bu 20 yıllık sürede Türk firmalarının satın alındığı (hedef firma olduğu) tüm işlemler örnekleme dahil edilmiştir. Bu işlemlerde satın alan firmalar ise yerli ve yabancı tüm alıcı firmalardan oluşmaktadır. Bu özellik çalışmamızda hem çok daha kapsamlı bir tablo oluşturabilmemizi hem de yabancı-yerli alıcı firma birleşmelerini kısmi de olsa kıyaslayabilmemizi sağlamıştır. Çalışma için gerekli verilerin çoğu Thomson One Banker veritabanından^b, eksik kalan ve ulaşabildiğimiz diğer veriler ise çeşitli finans internet siteleri ile firmaların resmi internet sayfalarından toplanmıştır. Bu veriler kullanılarak yukarıda listelenen işlemsel özelliklerdeki

^b Thomson One Banker veritabanı (<http://banker.thomsonib.com/>).

satın almaları sene bazlı gösteren şekiller oluşturulmuş, bu şekiller üzerinden çıkan sonuçlar ise (gerekli bölümlerde yorumlar da eklenerek) ‘Bulgular’ bölümünde sunulmuştur.^c

2. Veriler ve Örneklem

İşlemler ile ilgili veriler (birleşmenin açıklandığı tarih, hedef ve alıcı firma kimlikleri, işlem değeri, birleşme sırasında alınan hisse yüzdesi, vb.) çoğunlukla Thomson One Banker veritabanından elde edilmiştir. Eksik kalan veriler için kullandığımız diğer kaynaklar arasında Yahoo/Google finans ve Bloomberg sayfaları bulunmaktadır. Gerekli durumlarda hedef ve alıcı firmaların finansal raporları kullanılmıştır.

Örneklemimizi oluşturmak için Thomson One Banker veritabanında firma birleşmeleri ve satın almaları hakkında yaptığımız taramada kullandığımız ilk kriter satın alınan hedef firmanın Türk firması olmasıydı. Bu bize toplam 1445 açıklanmış birleşme işlemi verdi. Verilerin listelenmesi 1984 yılında başlamasına rağmen, 1985, 1986, 1987 yıllarında bu kritere uyan işlem bulunamadı. 1984 yılı için ise sadece bir işlem listelendi. Bu 1988’e kadar yeterli veri toplanamamasından dolayı olabilir.

3. Bulgular

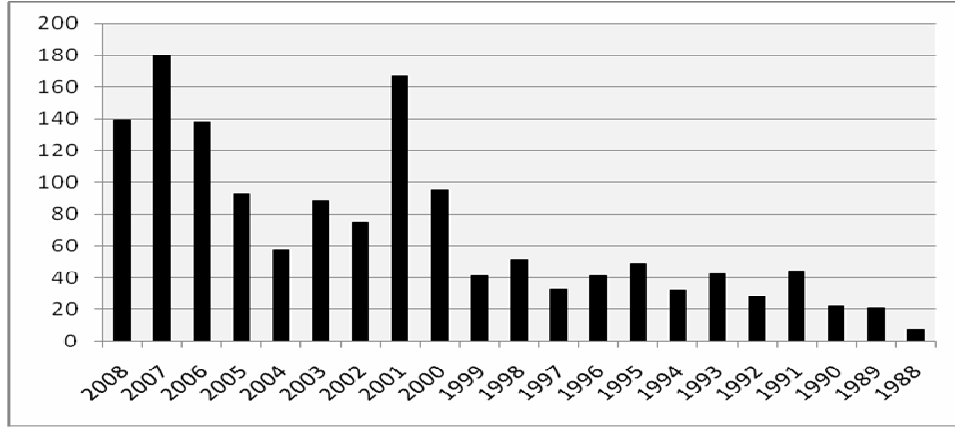
Aşağıda Türk piyasasında 1988-2008 yılları arasında gerçekleşen firma birleşmeleri hakkında genel bir bilgi verilmiştir.

3.1. 1988-2008 Döneminde Türkiyede Firma Birleşmeleri Tarihi (İşlemsel Özellikler)

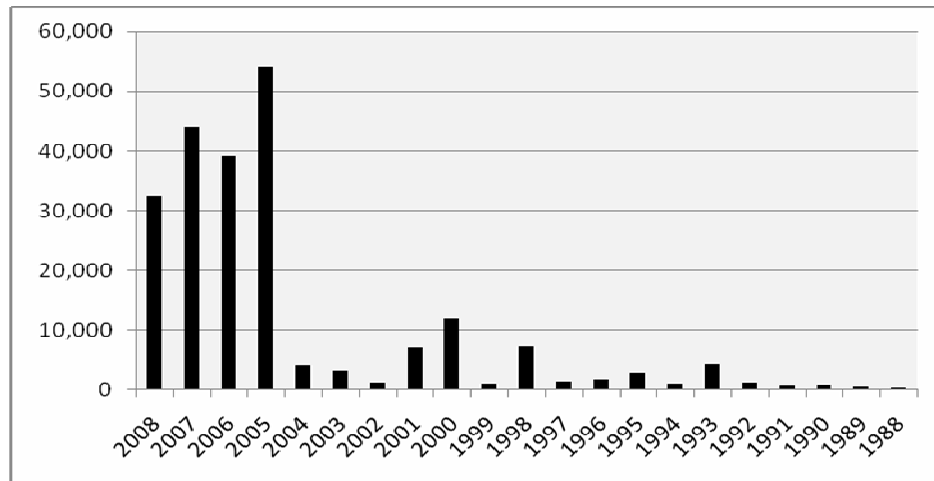
3.1.1. İşlemlerin Sayı ve Değer Açısından Senelere Dağılımı

Türkiyede firma birleşmelerinin tarihi gelişimine baktığımız zaman ilk göze çarpan özellik 1990’larda da birleşmelerin gerçekleşmesine rağmen sayı ve işlem değeri açısından 2000’lerde gerçekleşen birleşmelerin yanında çok büyük bir yüzdeyi oluşturamamasıdır. Şekil 1 firma birleşmelerinin sayısını sene bazında göstermektedir. Sayılara baktığımız zaman 20 yıl boyunca açıklanan 1045 birleşme isteğinin 1032’sinin aslında 2000-2008 yıllarında açıklandığını ve toplam rakamın %71’ini oluşturduğunu görmekteyiz. Bu bir sene zarfında özellikle 2000-2001 yıllarındaki artış/işlem yoğunluğu ve de 2005-2008 yılları arasındaki dalga göze çarpmaktadır: 1988-1999 yılları arasında yıllık satınalma ortalaması 40’ın altındayken 2000 yılında 100’e yakın, 2001 yılında ise 170 kadar işlem gerçekleşmiştir. 2001 krizi ile biraz duraksayan birleşme piyasası, 2005 yılından itibaren bu yükseliş trendine geri dönüş yaşamıştır.

^c Tüm şekiller yazar tarafından oluşturulmuştur.

Şekil 1: Sene Bazında Açıklanan Firma Birleşme ve Satın Alma Sayısı

Bu birleşmelerin piyasa değerlerine baktığımız zaman ise bu yüzdenin (2000 yılı sonrası gerçekleşen birleşmelerin değerlerinin toplam işlem değerine oranı) çok daha yüksek olduğunu gözlemlemekteyiz. Şekil 2 senelik işlem değerlerini göstermektedir. 1988-2008 döneminde gerçekleşen satınalma ve birleşme işlemlerinin toplamda 187 milyar dolar olduğunu, bunun 163 milyar dolarının ise 2000 yılı sonrasında açıklanan işlemlerden oluştuğunu görmekteyiz. Bu da toplam işlem değerinin %87'sinin 2000 sonrası döneme denk geldiğini göstermektedir. Biraz daha detaylı bakarsak da aslında bu yaratılan toplam değer çok büyük bir bölümünün ise (137 milyar dolarlık bir işlem değeri ile %73'ünün) 2005 ve 2008 dönemleri arasındaki birleşme dalgası dönemine denk geldiğini görüyoruz. Burada ilgi çekici iki nokta (sayı ve değerler açısından farklılık gösteren iki sene) 2000-2001 ve 2005 yıllarında gerçekleşmiştir. Sayılara baktığımızda 2001 yılında açıklanan satın almaların 2000 yılında açıklananlardan neredeyse iki kat fazla olmasına rağmen 2000 yılında gerçekleşen birleşmelerin toplam işlem değerinin 2001 yılında gerçekleşenlerden daha fazla olduğunu görmekteyiz.

Şekil 2: Sene Bazında Açıklanan Firma Birleşme ve Satın Alma Değerleri (milyon \$ olarak)

Benzer bir sayı-işlem değeri farkının 2005 yılında da gerçekleştiğini gözlemlemekteyiz. Sayı açısından çok yüksek bir rakama sahip olmasa da 2005 yılında gerçekleşen birleşmelerin toplam değerlerinin tüm 20 yıl içerisindeki en yüksek yıllık değer olduğunu gözlemliyoruz. Bu da 2005 yılında gerçekleşen işlemlerin (10 milyar 508 milyon dolar olan) yıllık ortalamanın çok üstünde bir varlık değerine sahip hedef firmalar içerdiğini göstermektedir. Buna alternatif olarak da satın alınan hedef firmalara alıcı firmalar tarafından gerçek varlık değeri üzerinde çok yüksek primler verdiği de düşünülebilir.

3.1.2. Dalga Dönemleri ve Önemi

Son 20 yıllık birleşme ve satın alma tarihine baktığımızda *birleşme ve satın alma dalgası* diye tanımlayabileceğimiz -birleşmelerin birkaç sene zarfında çok yoğun bir şekilde yaşandığı- iki önemli dönem görmekteyiz. Bunlardan birincisi 2000-2001 yılları içerisinde diğeri ise 2004 yılından sonraki birkaç yıl içerisinde (2005-2008) gerçekleşmiştir. Ayrıca toplam işlemlerin sayı olarak %71'inin, işlem değeri olarak da %87'sinin de bu iki dalga dönemini de kapsayan 2000-sonrası dönem içerisinde gerçekleştiğini söyleyebiliriz.

Fakat bu iki döneme baktığımız zaman iki dalga arasında önemli farklılıklar görmekteyiz. Bunlardan birincisi iki dalgada yaratılan toplam işlem değeri olarak göze çarpmaktadır. Öncelikle baktığımız 20 yıllık dönemde birleşme sayısı açısından iki büyük birleşme dalgası var görünüyor olsa da bu birleşmelerin değerlerine ve yatırım ortamında yarattığı hacme baktığımız zaman 2005-2008 döneminde gerçekleşen dalganın diğer tüm zamanlara ve 2000-2001 dönemine göre de keskin bir ayrışma gösterdiğini gözlemliyoruz: 1988-2008 yılları arasında yapılan işlemlerin toplam değerlerine bakıldığında, 2000 sonrası dönemin bunun %87'lik kısmından, 2005-2008 yılları arasında açıklanan birleşmelerin ise 20 yıllık toplam değerinin %73'ünden sorumlu olduğunu görmekteyiz. Bu da bu birkaç yıllık aktif dönemin Türkiye ekonomisi ve genel yatırım ortamı açısından ne kadar ne kadar büyük bir rol oynadığını net bir şekilde göstermektedir.

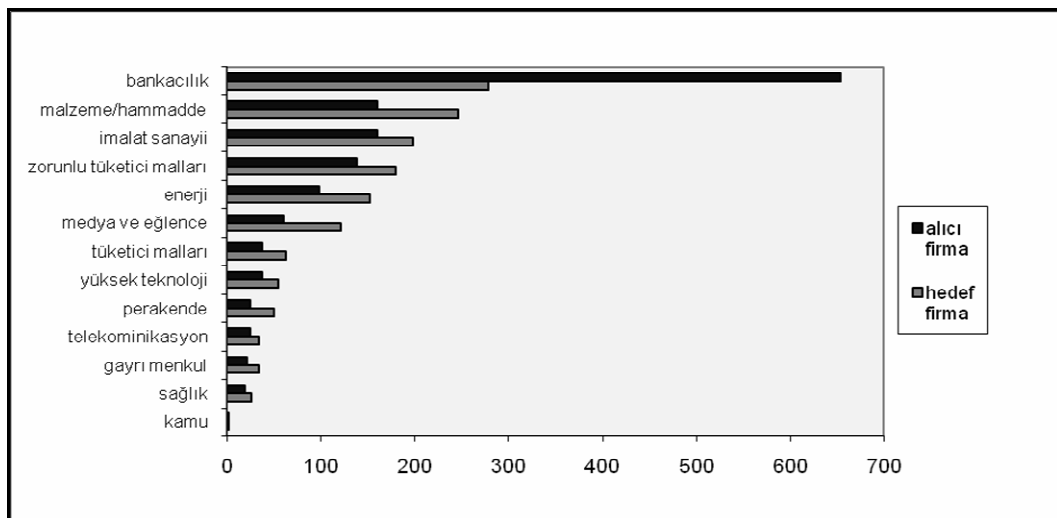
Bu iki dalga arasındaki bir diğer fark ise dalga dönemlerinin ve de firmaların bu süre zarfında gerçekleştirdikleri satın almalarındaki amaçları olarak özetlenebilir. Dalga literatüründe firma birleşmelerinin yoğun bir şekilde yaşandığı dönemlerin genellikle regülasyon değişimleri veya ekonomik, teknolojik ve endüstriyel şoklar (pozitif veya negatif) sonrası dönemlere rast geldiği gösterilerek dalgaların firmaları köklü bir şekilde etkileyecek olan bu değişikliklere bir tepki oldukları iddia edilmiştir. Harford (2005), Mitchell ve Mulherin (1996) ve Mulherin ve Boone (2000) satın alma dalgalarının ekonomik veya sektörel şoklarla ilintili olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde yaşanan iki dalgayı da bu tip firmaların ekonomik rekabet ortamını önemli ölçüde etkileyici nitelikteki değişim veya şoklarla ilişkilendirmek mümkün olabilir.

Bu şekilde baktığımız zaman da dalgaların başlangıç noktası ve firmaların birleşme amaçları bazında da farklılıklar görmekteyiz: 2001 sonrası oluşan çok sayıdaki firma birleşmeleri kriz sonrası toparlanma çabalarının bir etkisi olarak görülebilir. Bu dönemde yaşanan dalgayı firmaların maruz kaldığı *negatif şok* sonrası hayatta kalma çabaları olarak değerlendirebiliriz. Bunun aksine 2005-2008 yılları arasında yaşanan dalga ise aslında pozitif bir şok sonrası firmaların yeni fırsatlardan yararlanma çabası şeklinde yorumlanabilir. 2004 yılına kadar yaşanan politik istikrar ve ekonomik liberalleşme reformlarının yarattığı çekici ortam, sonrasında da Avrupa Birliği ile başlatılan müzakereler özellikle yabancı yatırımcıların Türkiye piyasasını çok daha değerli görmelerine sebep olmuştur. Bunun neticesinde de 2005-2008 yılları arasında, küresel likitide bolluğunun da etkisiyle, Türk firmalar yüksek getiri piyasaları arayan yabancı firmalar için hedef haline gelmiştir.

3.2. İşlemlerin Sayı ve Değer Açısından Sektörel Dağılımı

Yapılan işlemlerin sektörel bazlı detaylarına baktığımızda firma satın almalarında işlem sayısı olarak en aktif sektörlerin bankacılık, hammadde ve imalat sanayii olduğunu görmekteyiz.^d Şekil 3 birleşmelerin sayısı olarak en fazla hangi endüstrilerde yoğunlaştığını yani alıcı ve hedef firmaların ait olduğu sektörlerin sene bazında dağılımını yansıtmaktadır. Alıcı firmaların %45'i bankacılık sektöründen gelirken, %11'i de hammadde sektöründen, yine %11'i de imalat sanayisinden gelmektedir. Hedef firmalara baktığımızda da bunların %20'sinin yine bankacılık sektöründe olduğunu, %17'sinin hammadde ve %14'ünün de imalat sektörüne bağlı olduklarını görebiliriz.

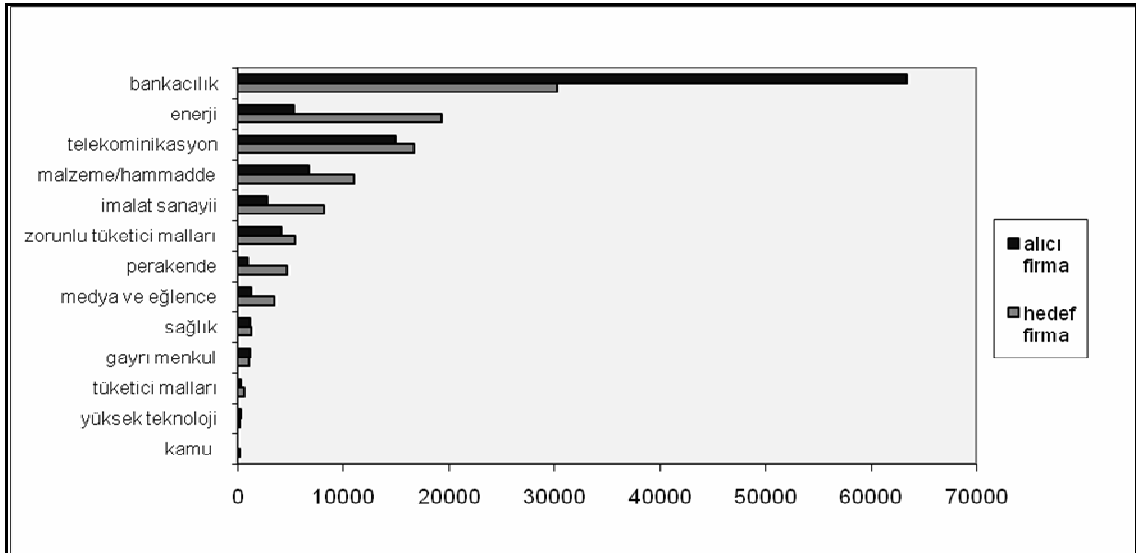
Şekil 3: İşlemlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Sayısı)



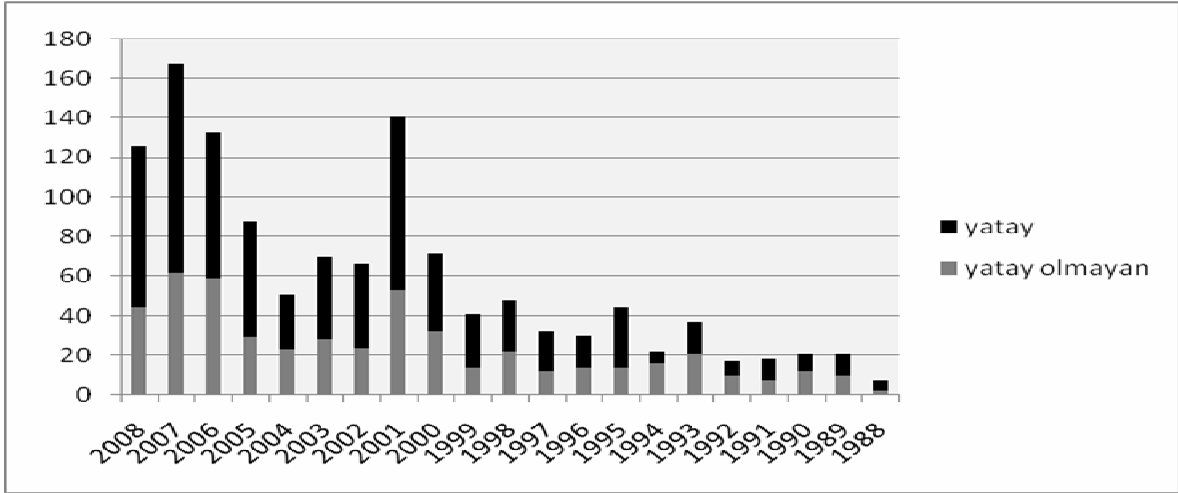
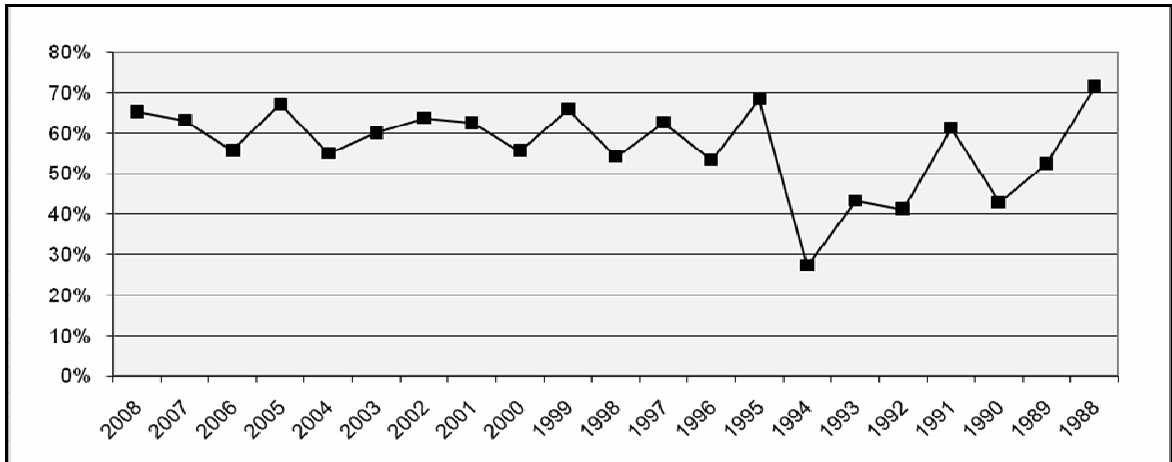
^d Sektörel tanımlar Thomson One Banker veritabanındaki 'makro sektörel kod'larına göre yapılmıştır.

İşlem değerleri baz alındığında ise (hem alıcı hem de hedef firmalarda) bankacılık ve hammadde sektörlerine ek olarak enerji ve telekomünikasyon sektörleri ön plana çıkmaktadır. Bunun ezici çoğunluğu %62 ile bankacılık sektörüne ait firmaların yaptığı satınalmalardan kaynaklanmaktadır. Telekom sektöründeki alıcı firmalar bunu %14'lük bir işlem değeri ile takip etmektedir. Satın alınan (hedef) firmalar içerisinde bankacılık sektörüne ait firmaların çekiciliğini %20 işlem değeri ile enerji sektöründeki firmaların izlediğini görüyoruz. Telekomünikasyon firmalarının da 2005-2008 döneminde özellikle yabancı alıcı firmalar tarafından sıklıkla hedef alındığını söyleyebiliriz. Türk birleşme tarihinde yapılan toplam işlem değerinin %16'sının satın alınan (hedef) telekom firmalarından oluştuğunu söylemek mümkündür. Şekil 4 yaratılan işlem değerlerinin sektör bazlı dağılımını göstermektedir.

Şekil 4: İşlemlerin Sektörel Dağılımı (İşlem Değeri) (milyon \$ olarak)

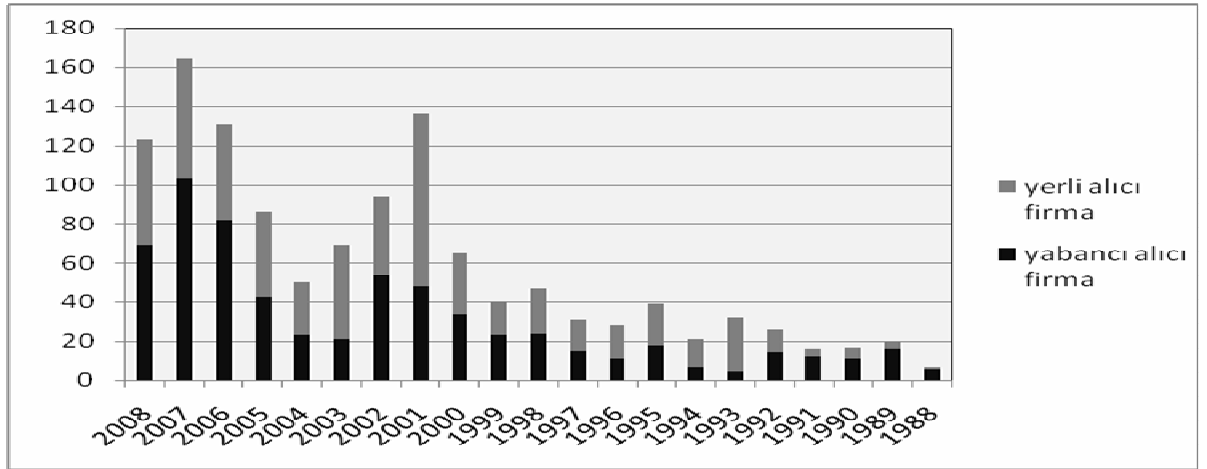


Alıcı ve hedef firmalar arasındaki sektörel eşleşmelere baktığımızda 1988 ve 2008 yılları arasında yapılan birleşmelerin %57'sinin aynı endüstride bulunan iki firma arasında olup yatay birleşme olarak tanımlandığını görüyoruz. Şekil 5 ve 6 yatay birleşmelerin tüm birleşmelere olan oranını sene bazında göstermektedir. Şekil 5'e baktığımızda 2001 yılında ve 2005-2008 yılları arasında yatay birleşme sayılarının averajın çok daha üstünde olduğunu görsek de, Şekil 6'da yatay birleşme yüzdesinin özellikle 1995 yılından sonra çok büyük bir değişikliğe uğramamış olduğunu görmekteyiz. Sonuç olarak diyebiliriz ki yatay birleşmelerin tüm birleşmelere olan oranında 20 senelik zaman zarfında çarpıcı bir değişiklik yaşanmamıştır.

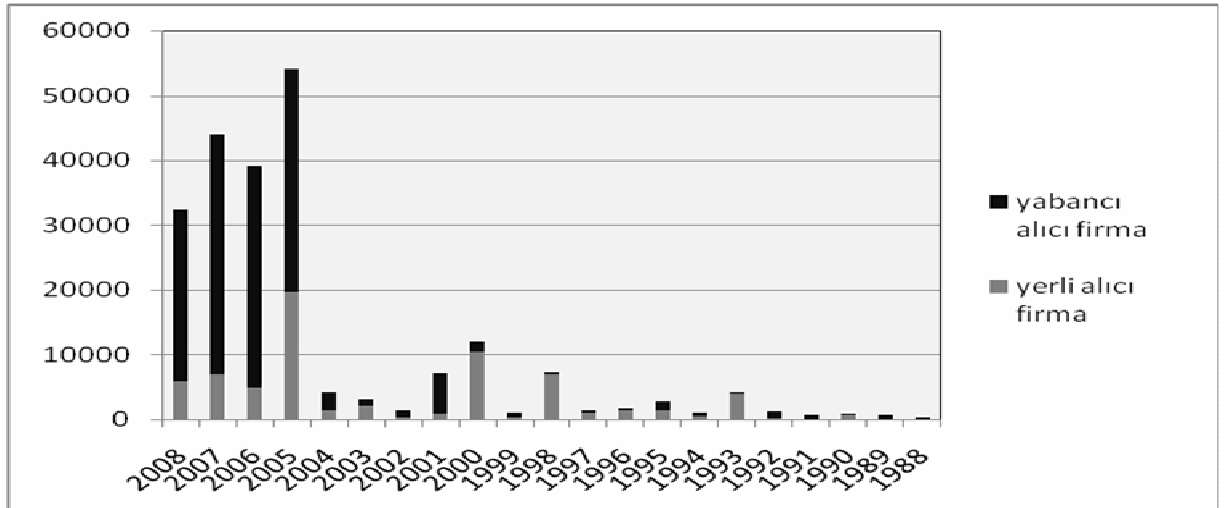
Şekil 5: Yatay ve Yatay Olmayan Birleşme Sayısının Sene Bazında Dağılımı**Şekil 6:** Yatay Birleşme Sayısının Yıllık Toplam Sayıya Oranı

3.3. İşlemlerin Yerli/Yabancı Alıcı Firmalara Olan Dağılımı

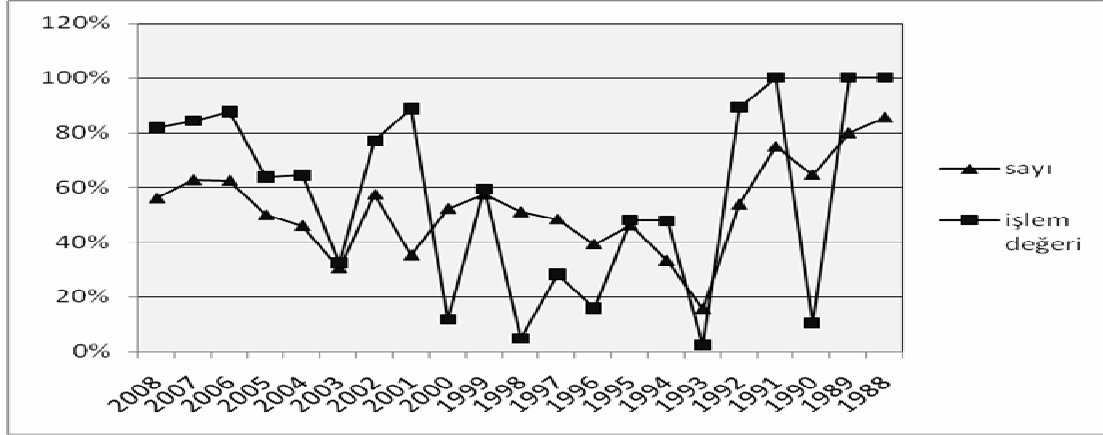
2000 öncesi ve sonrası yapılan birleşmelerde alıcı firmaların profilinde de ayrışmalar gözlemlenebilir. 2000 öncesinde firma birleşmelerinde yerli firmaların alıcı olarak ön plana çıkmalarının aksine 2000 sonrasındaki firma satınalmalarının çoğunluğu yabancı firmalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Şekil 7'de de görülebileceği üzere yabancı firma alımlarının toplam firma alımlarına oranı hem sayı hem de piyasa değeri olarak büyük bir artış göstermiştir. 1988-2008 yıllarını kapsayan dönemdeki işlemlere baktığımızda bu işlemlerin %53'ünde alıcı firmaların yabancı olduğunu gözlemliyoruz. Bu da gösteriyor ki bu 20 yıllık dönemde gerçekleşen satınalmaların yarısından çoğu yabancı alıcı firmalar tarafından gerçekleştirilmiştir. 2004 sonrası döneme baktığımızda bu yüzdenin çok daha yüksek olduğunu görmekteyiz.

Şekil 7: Yerli ve Yabancı Alıcı Firmaların Toplam İşlem (Birleşme ve Satın Alma) Sayısı

İşlem değerlerine baktığımız zaman ise yabancı alıcı firma satın alma oranının %57 ile daha yüksek bir seviyede olduğunu gözlemlemek mümkündür. Şekil 8 yabancı-yerli firma alıcılarının Türk firmalarını hedef alarak yaptıkları işlemlerin değerlerinin sene bazında dağılımını göstermektedir.

Şekil 8: Yerli ve Yabancı Alıcı Firmaların Toplam İşlem Değeri (milyon \$ olarak)

Firma satın almalarının en yüksek seviyeye ulaştığı 2005-2008 dönemlerinde ise yaratılan piyasa değerinin %79'unun yabancı firma alımlarının oluşturduğu gözlemlenmektedir. Burada da görüldüğü gibi 2004 sonrası firma birleşme değerlerindeki artışın çoğundan yabancı firmalar sorumludur. Buradan çıkaracağımız sonuç ise, özellikle 2004 sonrası Türk piyasasında yabancı alıcı firmalar Türk alıcı firmalarından çok daha fazla satınalma gerçekleştirmiş, ayrıca hedef olarak da varlık değerleri daha yüksek (ortalamanın üzerinde) firmalarına yönelmişlerdir. Bunu daha iyi görebilmek için Şekil 9'a bakabiliriz: Şekil 9 yabancı alıcı firma işlem sayı ve değer yüzdelerini sene bazında göstermektedir.

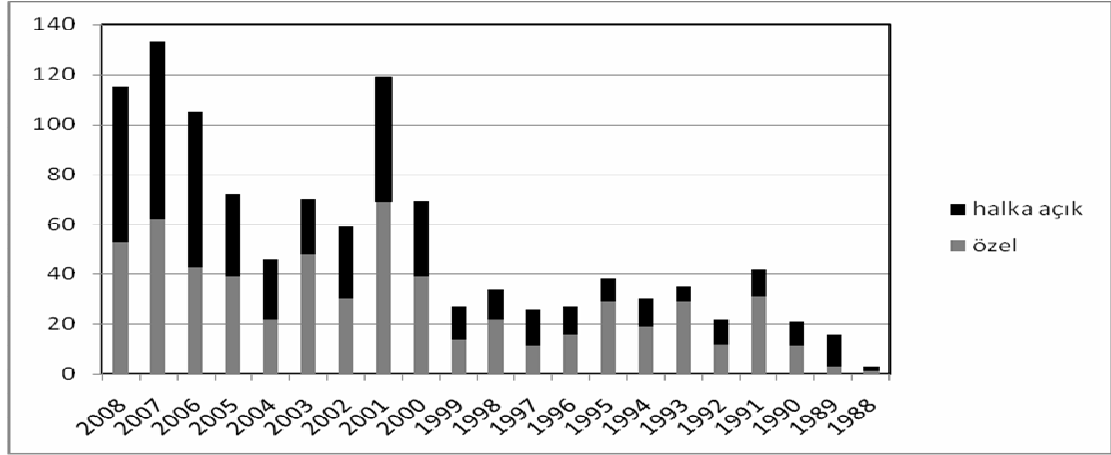
Şekil 9: Yabancı Alıcı Firma Satın Almalarının Sayı ve İşlem Değer Yüzdeleri

Sayı yüzdesinin değer yüzdesinden daha yüksek olduğu yıllarda yabancı firmalar çoğunlukla daha küçük (varlık değeri o yıl gerçekleşen satınalmadaki ortalama hedef firmanın altında olan) Türk firmalarına yönelmişlerdir. Alternatif olarak büyük hedef firmalarda düşük yüzeyde hisse sahibi olmayı tercih etmişlerdir. 2000 yılına kadar olan dönemde yabancı firmaların bu tip yatırımlar yaptığını görmekteyiz. 2001 yılı ve sonrasında ise bu bulgu tersine dönmektedir. Bu süreç içerisinde yabancı firma işlem değeri yüzdesi her yıl (bu yüzdelerin eş olduğu 2003 yılı hariç) işlem sayı yüzdesinden daha yüksek olmuştur. Bu da 2001 yılı sonrasında yabancı firmaların Türk piyasasında hem daha çok satınalma gerçekleştirdiğini hem de daha büyük yatırımlar yapmayı tercih ettiğini göstermektedir.

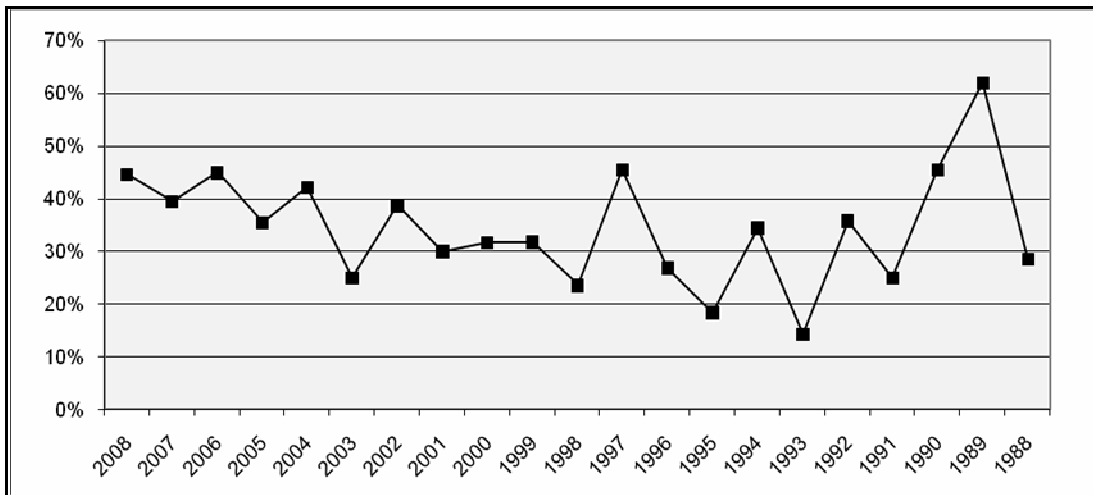
Bu bölümden çıkan bir başka sonuç ise bu dönemde gerçekleşen iki satınalma dalgasının en belirgin farklılığıdır ki bu da alıcı firmaların profili, özellikle de ülke kökeni, olarak göze çarpmaktadır: 2001 sonrası döneme rastgelen firma birleşmeleri dalgasındaki alıcı firmaları çoğunlukla Türk firmalarının oluşturması bu dönemin ağırlıklı olarak bir domestik dalga (yerli alıcı firma dalgası) gibi görünmesine, 2004 yılı sonrasında gerçekleşen aktif birleşme piyasasındaki alıcı firmaların da çoğunlukla yabancı firmalardan oluşması ise bu dönemi bir yabancı alıcı firma dalgası şeklinde tanımlamamıza sebep olmaktadır.

3.4. İşlemlerin Alıcı/Hedef Firmaların Statüsü (Halka Açık/Özel Firmalara Olan Dağılımı)

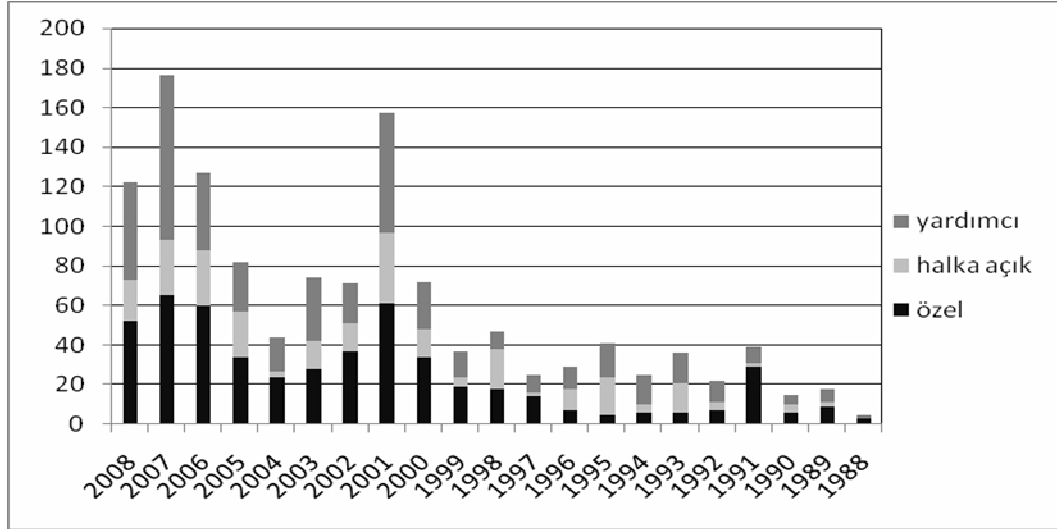
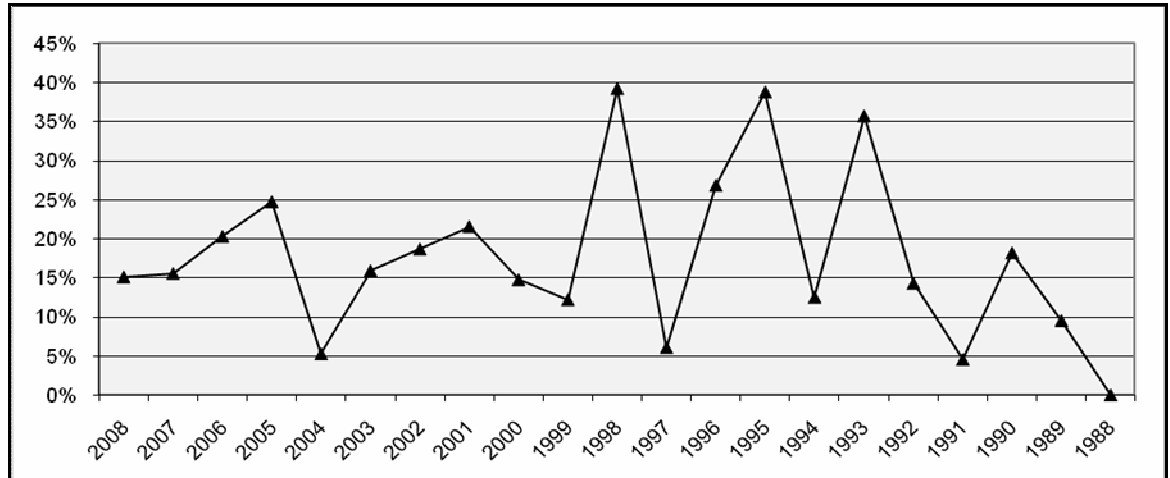
Şekil 10,11 ve 12 alıcı ve hedef firmaların sahiplik tipine dair bilgi vermektedir. 1988-2008 döneminde gerçekleşen birleşmelerin %33'ünün ve yaratılan toplam değerinin de %39'unun halka açık alıcı firmalar tarafından gerçekleştirildiğini görmekteyiz. Şekil 10'a baktığımızda ise hem özel hem de halka açık alıcı firmaların her yıl işlemlere dengeli bir şekilde dağıldığını görebiliriz.

Şekil 10: Özel ve Halka Açık Alıcı Firmaların Sene Bazında Dağılımı

Şekil 10’da her iki tipte firmanın birleşme aktivitelerinde benzer oranlarda rol aldığını görsek de Şekil 11’e bakınca biraz daha detaylı bir bilgi alabiliyoruz. Genel tabloya baktığımızda özellikle 2004 ve sonrasında halka açık alıcı firma oranında az da olsa bir artış görülmüştür. Özellikle son 4-5 yıl içerisinde yabancı firma satınalmalarında yaşanan artış ve bu firmaların çoğunlukla varlık değeri yüksek, halka açık firmalar olma ihtimali göz önünde bulundurulduğunda ise bu aslında beklenen bir sonuç olmuştur.

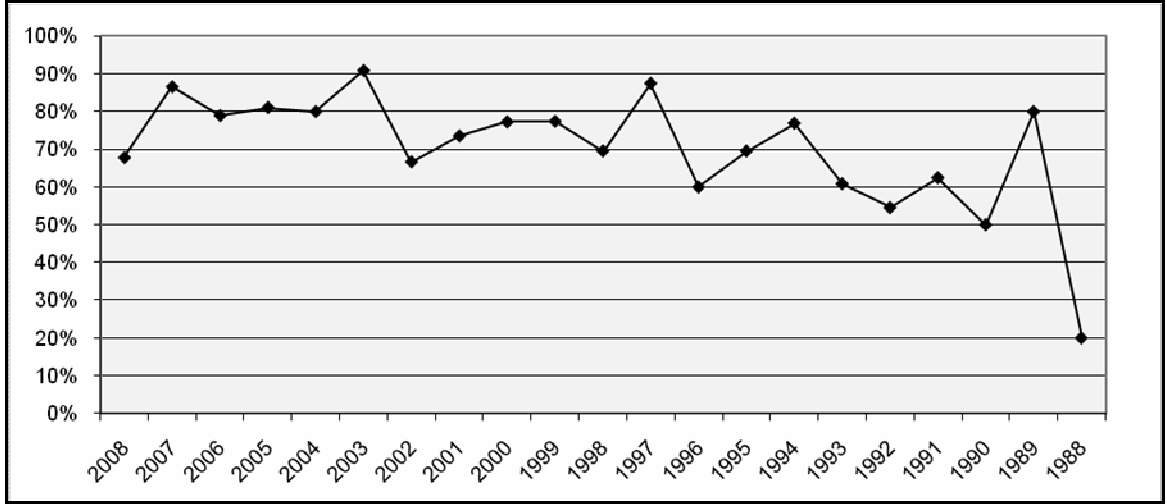
Şekil 11: Halka Açık Alıcı Firmaların Toplam Alıcı Firmalara Oranı

Hedef firmalara baktığımızda ise (Şekil 12) en fazla talip olunanların özel ve yardımcı firmalar olduğunu görüyoruz. Halka açık hedef firmaların toplama olan oranı ise (Şekil 13) bu süre zarfında büyük bir oynaklık göstermiş ve ortalamada herhangi bir artış ya da azalma gözlemlenmemiştir.

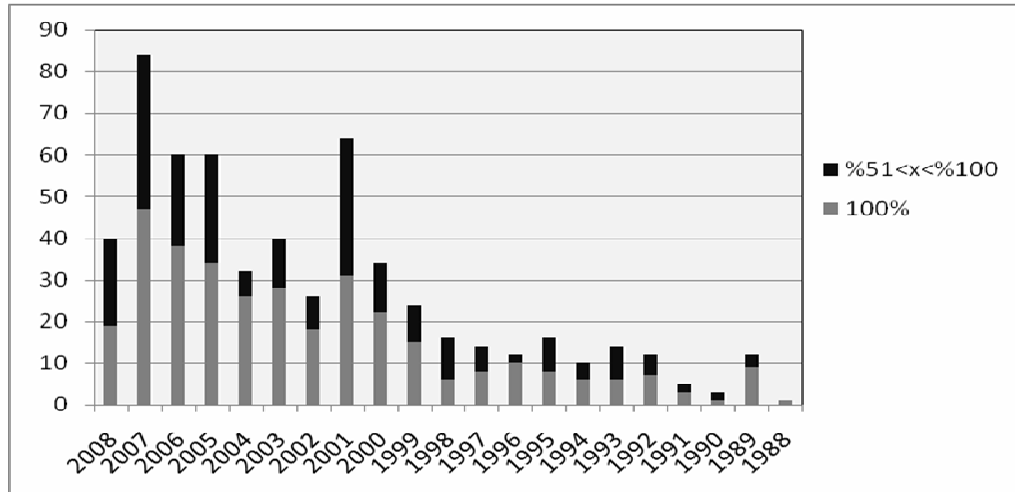
Şekil 12: Hedef Firmaların Sahiplik Tipine Göre Dağılımı**Şekil 13:** Halka Açık Hedef Firmaların Toplam Hedef Firmalara Oranı

3.5. Hedef Firmada Kontrol (en az %51 hisse) Kazandıran İşlemler

Son olarak işlem sonucunda hedef firmanın en az %51 hissesine sahip olunan satınalma oranlarına bakabiliriz. Şekil 14 bu işlemlerin sene bazındaki yüzdeleri göstermektedir. Burada da görüldüğü gibi hedef firmanın en az %51 hissesinin ve de yönetiminin el değiştirdiği satınalmalar özellikle de son yıllarda artış göstermiştir. Bu da alıcı firmaların hedef firmada daha düşük hisse oranı ile küçük yatırımlar yapmak yerine, kontrolü ele geçirecek seviyede yüksek sahiplik oranı ile büyük ve cesur yatırımlar yapmayı son dönemlerde daha çok tercih ettiğini göstermektedir.

Şekil 14: Kontrol Kazanılan İşlemlerin Toplama Oranı

Şekil 15 kontrol kazanılan işlemleri %51'den yüksek ama %100'den az bir hisse oranı ile kazanılanlar ve %100 hissesi satın alınıp kontrolü kazanılanlar şeklinde ikiye ayırıp daha detaylı bir şekilde göstermiştir.

Şekil 15: Kontrol Kazanılan İşlemlerin Sahiplik Oranına Göre Dağılımı

4. Sonuç

Bu çalışmada 1988-2008 döneminde Türk piyasasında gerçekleşen satınalma ve birleşmeleri incelenmiştir. Türkiyede firma birleşmelerinin tarihi gelişimine baktığımız zaman ilk göze çarpan özellik (giriş bölümünde de belirtildiği gibi) 2000'li yıllarda gerçekleşen

işlemlerin hem sayı hem de değer açısından toplamın büyük bir bölümünü oluşturduğudur. Ayrıca dalga diye tabir edebileceğimiz iki dönem de (2000-2001 ve 2005-2008) bu yıllar içerisinde gerçekleşmiştir. Bu 20 yıllık süre içerisinde gerçekleşen birleşmelerin işlemsel özelliklerine daha detaylı baktığımızda ise bulduğumuz sonuçlar bu bölümde özetlenmiştir.

Yapılan işlemlerin sektörel bazlı detaylarına baktığımızda firma satınalmalarında işlem sayısı olarak en aktif sektörlerin bankacılık, hammadde ve imalat sanayii olduğunu görmekteyiz. İşlem değerleri baz alındığında ise bankacılık ve hammadde sektörlerine ek olarak enerji ve telekomünikasyon sektörleri ön plana çıkmaktadır. Bunun ezici çoğunluğu %62 ile bankacılık sektörüne ait firmaların yaptığı satın almalarından kaynaklanmaktadır. Sektörel eşleşme eğilimlerinde bir değişikliğe rastlanmamıştır. Alıcı ve hedef firmalar arasındaki sektörel eşleşmelere baktığımızda 1988 ve 2008 yılları arasında yapılan birleşmelerin %57'sinin aynı endüstride bulunan iki firma arasında olup yatay birleşme olarak tanımlandığını görüyoruz.

2000 öncesi ve sonrası yapılan birleşmelerde alıcı firmaların profilinde de ayrışmalar gözlemlenmiştir. 2000 öncesinde firma birleşmelerinde yerli firmaların alıcı olarak ön plana çıkmalarının aksine 2000 sonrasındaki firma satın almalarının çoğunluğu yabancı firmalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu süre içerisinde gerçekleşen iki satın alma 'dalga'sına baktığımız zaman ise ilginç bir tablo ile karşılaşmıştır: 2005-2008 dönemini hem sayı hem de işlem değeri açısından yabancı alıcı firmalar domine etmiştir. 1999-2001 döneminde ise işlem sayısı olarak bakılınca bu bulgu tersine dönse de (bu sürede yapılan birleşmelerin sayı olarak büyük çoğunluğu yerli alıcı firmalar tarafından gerçekleştirildi) birleşmelere işlem değeri açısından baktığımızda yabancı firmalar tarafından yapılan işlemlerin özellikle 2001 yılında yıl içi yapılan toplam işlem değerinin %80'lerini oluşturduğunu görülmüştür.

Alıcı ve hedef firmaların sahiplik tipine göre dağılımlarına baktığımızda ise çıkan genel sonuç özellikle son 4-5 yıl içerisinde halka açık alıcı firma oranında bir artış olduğu ama yine de çok sayıda özel alıcı firma bulunduğudır. Hedef firmalarda ise en çok talep olunanların özel ve yardımcı firmalar olduğu görülmüş, halka açık hedef firma oranlarında ise düzenli herhangi bir artış veya azalmaya rastlanılmamıştır. Son olarak işlem sonucunda hedef firmanın en az %51 hissesine sahip olunan satın alma oranlarına baktığımızda ise hedef firma yönetiminin el değiştirdiği satın almalarda özellikle de son yıllarda artış görülmüştür. Bu da alıcı firmaların hedef firmada daha düşük hisse oranı ile küçük yatırımlar yapmak yerine, kontrolü ele geçirecek seviyede yüksek sahiplik oranı ile büyük ve cesur yatırımlar yapmayı son dönemlerde daha çok tercih ettiğini göstermektedir.

KAYNAKLAR

Anbar, A. – Karabıyık, L. (2010), "Küresel Ekonomik Krizin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 46, Nisan, ss. 44-57.

- Andrade, G. – Mitchell, M. – Stafford, E. (2001), “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 103-120.
- Andrade, G. – Stafford, E. (2004), “Investigating the Economic Role of Mergers”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 1-36.
- Chang, S. (1998), “Takeovers of Privately Held Targets, Method of Payment and Bidder Returns” , *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 773-784.
- Conn, R. – Cosh, A. – Guest, P. – Hughes, A. (2005), “The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, pp. 815-870.
- Danbolt, J. (2004), “Target company cross-border effects in acquisitions into the UK”, *European Financial Management*, Vol. 10, pp. 83-108.
- Doukas, J. – Travlos, N. (1988), “The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 43, No.5, pp. 1161-1175.
- Eckbo, E. – Thorburn, K. (2000) “Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, pp. 1-25.
- Ertaş, F. (1998), “Küreselleşme Sürecinde Türkiye’de Şirket Birleşmesi”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt 13, Sayı 142, ss. 47-57.
- Fuller, K. – Netter J. – Stegemoller, M. (2002), “What Do Returns to Acquiring Firms Tell us?”, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1763-1793.
- Georgen, M. - Renneboog, L. (2004), “Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids”, *European Financial Management*, Vol. 10, pp. 9-45.
- Göker, Z. (2007), “Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Etkisi”, *İktisat, İşletme ve Finans*, Cilt 22, Sayı 253, ss. 31-45.
- Harford, J. (2005), “What Drives Merger Waves”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 529-560.
- Mandacı, P. E. (2004), “Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine etkileri”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt 19, Sayı 225, ss. 118-124.
- Markides, C. – Ittner, D. (1994), “Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 25, pp. 343-366.
- Mitchell, M. – Mulherin, H. (1996) “The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 193-229.
- Mulherin, J. – Boone, A. (2000), “Comparing Acquisitions and Divestitures”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp. 117-139.
- Thomson One Banker veritabanı, (<http://banker.thomsonib.com/>)