

# EKONOMİK VE FİNANSAL KRİZLERİN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN 2001 VE 2007-2009 KRİZLERİ BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ

*Prof. Dr. Kerim ÖZDEMİR<sup>1</sup>*

*Arş. Gör. Murat KETEN<sup>2</sup>*

## ÖZET

Serbest piyasa ekonomisinde firmalar, varlıklarını devam ettirmek için diğer türdeş firmalarla rekabet etmek durumundadırlar. Önceleri -genellikle- yerel boyutta kendisini gösteren rekabet, küreselleşmenin etkisiyle ekonomik sınırların anlamsızlığa sürüklenmesine paralel olarak global bir nitelik kazanmıştır. Böylece, uluslararası rekabete uyum sağlamak firmalar için bir zorunluluk haline gelmeye başlamıştır. Söz konusu rekabette konumunu geliştirmeyi düşünen veya bu rekabette geriye düşmek istemeyen firmaların tercih ettikleri yönetim stratejilerinden birisi de “birleşme ve devralma”dır. Firmalar, çeşitli teşvik unsurları ile yerli veya yabancı, aynı sektörden veya yakın sektörlerden başka firmalarla birleşerek rekabet güçlerini geliştirmeyi veya korumayı amaç edinebilmektedirler.

Mevcut ekonomik sistemin firmaları zorlayıcı diğer bir tarafı da çeyrek asırda -hatta on yılda- bir ortaya çıkan ekonomik krizlerdir. Periyodik olarak görülen ana veya artçı ekonomik sarsıntılar, özellikle krizlere duyarlılığı yüksek sektörleri ve firmaları yıka bilmektedir. Böylece, firmalar üzerinde derin yaralar açabilen ekonomik (veya finansal) krizler de firmaları birleşme stratejisini uygulamaya yöneltmektedir.

Bu çalışmada, 2001 Türkiye krizinin ve 2007-2009 küresel ekonomik krizin Türkiye’deki firma birleşme ve devralmaları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu inceleme kapsamında söz konusu krizlerin öncesinde ve sonrasında birleşme ve devralmaların ne şekilde bir eğilim gösterdiği araştırılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Şirket Birleşmeleri, Devralma, Finansal Kriz, 2001 Ekonomik Krizi, Küresel Ekonomik Kriz

---

<sup>1</sup> Balıkesir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

<sup>2</sup> Balıkesir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

## **The Evaluation Of The Effects Of Economic And Financial Crises On Corporate Mergers In The Context Of 2001 And 2007-2009 Crises**

### **ABSTRACT**

Firms, acting in the free market economy, have to compete with other firms which sell similar products in order to maintain their presence. The competition, which appeared previously on local size, has gained a global dimension being affected by globalization which has removed economic borders. Thus, to accord with international competition has begun to be necessity for firms. One of management strategies, preferred by the firms which intend to improve their market positions or not to want to fall behind in the competition, is merger&acquisition. Firms may aim to enhance or sustain their market powers with various incentive factors by merging with other firms -domestic or foreign, from same sector or close sector-.

Also one of the downsides of existing economic system which afflict firms are economic crises which appear once in quarter century -even ten years-. Major and rear economic turmoils appearing periodically may devastate sectors and firms especially with high sensitivity to crisis. Thus, economic (or financial) crises, which may wound firms deeply, may lead firms to pursue merger strategy.

In this study, the effects of the 2001 Turkey crisis and the 2007-2009 global economic crises on mergers&acquisitions of Turkey's firms are examined. In the context of this examination, it is searched how trend mergers&acquisitions have before and after mentioned crises.

**Key Words:** Corporate Mergers, Acquisition, Financial Crises, 2001 Economic Crises, Global Economic Crises

## GİRİŞ

Yirminci yüzyılın son çeyreğinde başlayan ve bugüne değin artarak boyutlarını genişleten küreselleşme akımına, gelinen noktada belirli istisnalar dışında tüm ülkeler eklenmiş durumdadır. Küreselleşmenin gereklilik olarak ortaya çıkardığı uluslararası rekabet, takip eden süreçte gereksinimden öte bir zorunluluk haline gelmiştir. Uluslararası rekabette avantaj sağlamak veya söz konusu rekabetin olumsuz etkilerini bertaraf etmek amacıyla işletmelerin (mevcut ekonomik sisteme göre, tabiatları gereği gelişme ve büyümeyi amaç edinen işletmelerin) çeşitli teşvik unsurları ile birleşerek büyüme yoluna girdikleri görülmektedir. “Şirket evliliği” olarak da isimlendirilen işletmeler arası birleşme ve satınalmalar, küreselleşme sürecine paralel şekilde artış gösterme eğiliminde olmuş; gerek büyüme gerek korunma amaçlı olarak tercih edilir bir yönetim stratejisi durumuna gelmiştir.

Küreselleşmenin uluslararası rekabet dışında, diğer bir boyutu da ekonomik ve finansal krizlerdir. Krizlerin yayılım hızının artması, uluslararası finansal sisteme entegre olmuş bir ülkede baş gösteren bir krizin “kaos teorisi”ni teyit eder şekilde bulunduğu bölgeye ve zamanla tüm dünya ülkelerine etkide bulunmasına neden olmaktadır. Nitekim, son dönemde Amerikan konut piyasasında ortaya çıkan krizle patlak veren, bir virüs gibi öncelikle Amerika’nın tamamına, sonra da tüm dünyaya yayılan küresel ekonomik kriz bunun en yeni örneğidir.

Bu çalışmada, ekonomik krizlerin şirket birleşmeleri üzerindeki etkileri irdelenmiş olup, özgül olarak da 2001 Türkiye Krizi’nin ve 2007-2009 Küresel Ekonomik Kriz’in etkileri ele alınmıştır. Söz konusu krizlerin öncesinde ve sonrasında birleşme ve devralmaların nasıl bir eğilim gösterdiği araştırılarak konu ile ilgili yararlı sonuçlar elde edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde “şirket birleşmeleri”, ikinci bölümünde ise sırasıyla “2001 Türkiye Ekonomik Krizi” ile “2007-2009 Küresel Kriz” açıklanmış; son bölümünde ise çeşitli veriler ışığında ekonomik krizlerin birleşme ve satınalmalar üzerindeki etkileri ortaya konmuş, özel olarak da son ekonomik kriz çerçevesinde değerlendirmeler yapılmıştır.

## 1. BİRLEŞME VE DEVRALMA

### 1.1. Şirket Birleşmeleri

Bilindiği gibi, literatürde işletmelerin en önemli amaçlarından biri ve finansal anlamda birincil amacı “işletmenin piyasa değerini en yüksek düzeye çıkarmak (Akgüç, 1998: 1)” olarak ortaya konmaktadır. İçinde bulunduğumuz çağın artan uluslararası rekabet koşullarında, işletmeler piyasa değerini en çoklaştırma hedefi doğrultusunda tedarik, üretim, finansman, pazarlama ve yönetim fonksiyonlarında sinerji etkisinden yararlanarak büyümeye ihtiyaç duymaktadırlar. İçsel veya dışsal olarak büyüme stratejisi izleyebilecek olan işletmelerin dışsal büyüme konusundaki önemli alternatiflerinden birisi de birleşmedir. Şirket birleşmeleri, birleşme (merger) ve devralma yoluyla birleşme (acquisition) olarak iki şekilde ortaya çıkmaktadır (Çelik, 1999: 7).

Birleşme, iki veya daha fazla şirketin tüm kaynaklarını bir araya getirerek, hukuki varlıklarını kaybetmeleri suretiyle ortaya yeni bir işletme olarak çıkmalarıdır. Devralma ise bir işletmenin tüm aktif ve pasifleri ile birlikte satın alınarak satın alan işletmenin varlıklarına eklenmesidir (Wolff, 2002: 304). Devralma stratejisini birleşme stratejisinden farklılaştıran özellik, bir işletmenin alacak ve borçlarıyla birlikte bütün varlıklarının satın alan işletmenin varlıklarına eklenmesidir. Birleşme stratejisinde birleşmeye taraf işletmelerin tümü hukuki varlıklarını kaybederek yeni bir tüzel kişilik ortaya çıkarırlarken; devralma stratejisinde satın alınan işletme/işletmeler, satın alan işletmenin kimliği altına girmektedirler. Böylece, satın alan işletme hukuki varlığını devam ettirmekte, diğer işletme(ler) ise ortadan kalkmaktadır(lar) (Dinçer, 2004: 219).

Rekabet Kurulu'nun yayımladığı 1997/1 sayılı Tebliğ'in 2. maddesinde birleşme veya devralma sayılan haller şu şekilde tanımlanmıştır (Rekabet Kurulu,1997):

- *Bağımsız iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi,*
- *Herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün malvarlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması veya kontrol etmesi,*
- *Amaçlarını gerçekleştirmek üzere işgücü ve malvarlığına sahip olacak şekilde bağımsız bir iktisadi varlık olarak ortaya çıkan ve taraflar arasındaki veya taraflarla ortak girişim arasındaki rekabeti sınırlayıcı amacı veya etkisi olmayan ortak girişimler (joint-venture).*

## 1.2. Şirket Birleşmelerinin Nedenleri

Birleşmenin temel amacı, bağımsız olarak faaliyetlerini sürdüren işletmelerin birleşmeleri durumunda, varlığını koruyacak işletmenin veya yeni oluşacak işletmenin, birleşmeye katılan işletmelerin tek başlarına sahip oldukları pazar değerleri toplamından daha yüksek bir değere sahip olmasıdır; yani sinerji etkisi yaratmaktır (Akgüç, 1998: 892).

İşletmeleri birleşme konusunda teşvik eden temel unsurlar şu şekilde sıralanabilecektir:

- Gereksiz rekabeti elimine etmek ve faaliyetleri uyumlaştırmak; böylece maliyetleri azaltmak, bir araya gelerek toplam potansiyeli arttırmak,
- Yetenekleri birleştirmek ve uyumlaştırmak,
- Kaynak ve yetenek paylaşımı ile birleşim etkisi yaratmak,
- Tarafların yapısal zayıflıklarını dengelemek ve güçlerini arttırmak,
- İşletme ölçeğini arttırmak (Morden, 1993: 164).

Genel olarak ifade edilmiş olan bu teşvik unsurları, daha detaylı olarak da ele alınabilecektir. Öte yandan, hem devralan hem devralınan işletme için teşvik unsurları birbirinden ayrı olarak sıralanabilecektir. Ancak, genel itibariyle teşvik unsurları yukarıda sayılan nedenler ekseninde ortaya çıkmakta olup; bu çalışmada daha detaylı olarak ele alınması, çalışmayı öz amacından uzaklaştırabilecektir.

### 1.3. Şirket Birleşmelerinin Türleri

Birleşmeler, taraf işletmelerin bulunduğu pazar seviyesi ve işlemin rekabet üzerindeki etkisi dikkate alınarak yatay, dikey ve karma olarak üç sınıfta incelenebilecektir (Ulu, 2004: 6).

*Yatay birleşme*, aynı iş kolunda faaliyet gösteren ve üretim süreçlerinin niteliği benzer olan iki veya daha fazla işletmenin birleşmesidir (Eren, 2002: 228). Bu tür birleşmelerde temel güdü, mevcut uzmanlıklardan yararlanılarak güç birliği yapmaktır (Akay, 1997: 19).

*Dikey birleşme*, bir işletmenin tedarikçisi veya müşterisi ile birleşmeye gitmesi olarak tanımlanabilecektir. Bu tip birleşmenin ekonomik faydası, işletmenin hammadde veya ara mal temininde kontrolünü arttırması veya mamul-mal pazarlamasında dağıtım kanalları üzerinde kontrolünü arttırması şekillerinde ortaya çıkmaktadır (Gitman, 1993: 804).

*Karma birleşme*, işletme riskini azaltmak için birbirleriyle ilişkisiz alanlarda faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesidir. Sıklıkla sabit teknoloji, farklı sektörlerdeki mal ve hizmetlerin üretimini yapan işletmeler arasında gerçekleştirilmektedir. Öte yandan, etkin bir dağıtım ağının kullanılması yolunu arayan işletmeler arasında da tercih edilebilmektedir (Çelik, 1999: 21).

## 2. 2001 VE 2007-2009 EKONOMİK KRİZLERİ

### 2.1. 2001 Türkiye Ekonomik Krizi ve Öncesinde Yaşanılan Ekonomik Sarsıntılar

“2001 Türkiye Krizi”; 20. yüzyılın son on yılında Türkiye'nin politik ve ekonomik istikrarsızlığının 1997 ve 1998 yıllarında sırasıyla Güneydoğu Asya ve Rusya'da ortaya çıkan ekonomik krizlerin yarattığı olumsuz küresel konjonktür ile birleşmesinden ortaya çıkan, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri olarak da anılan ve Türkiye ekonomisini -özellikle bankacılık sektörünü- önemli bir düzeyde yapısal değişikliğe uğratan krizi temsil etmektedir. 2001 krizi, bir anlamda, Türkiye bankacılık sektörünün ekonomik krizlere karşı duyarlılığını test etmiş; bankalar bu testten başarısız bir sonuçla çıkmışlardır. Sektöre ilişkin ortaya çıkan olumsuz gelişmelerden sonra, krizlere karşı dayanıklılıklarını arttırmak amacıyla bankalar, güçlü sermaye yapısına sahip yabancı bankalarla işbirliğine gitmişlerdir. Öte yandan, kriz, mali piyasalar orijinli olsa da bütün finansal krizler gibi devamında ülke ekonomisinin bütününü olumsuz etkilemiştir.

Krizi doğru tanımlayabilmek için, kriz öncesi dönemi 1980 yılından itibaren özetlemek yerinde olacaktır. 1980 yılı, Türkiye ekonomisi için bir değişim sürecinin başlangıcı olarak kabul edilmektedir. Türkiye ekonomisi, 24 Ocak 1980 kararları ile başlayarak uygulamaya konulan serbest piyasa ekonomisinin oluşumu ve geliştirilmesine yönelik politikalar sonucunda önemli ölçüde yapısal değişikliğe uğramıştır. Bu süreçte, hızla liberal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Ancak, 1982 yılında yaşanan kriz ve beş bankanın faaliyetine son verilmesiyle finansal serbestleşme süreci daha ilk yıllarında olumsuz gelişmelerle karşı karşıya kalmıştır. Bu noktada, finansal sistemin etkin olarak sürekliliği için devletin kurumsallaşmaya ve yapısal önlemlere yer vermesinin ne denli önemli olduğu anlaşılmıştır. Devam eden dönemlerde, finansal piyasaların etkinliği için yeni finansal kuruluşlar oluşturulmuş ve yeni düzenlemeler yayımlanmıştır (Chambers, 2004: 6).

Yapılan önemli düzenlemelerden biri, 1989 yılında Türk lirasının konvertibl para birimi olarak kabul edilmesidir. Bu düzenleme, sermaye akışının liberalleşmesini kolaylaştırması açısından önemli bir değişiklik olmuştur. Ancak, takip eden dört yılın sonunda, 1994 yılında, Türkiye döviz kurlarındaki dengesizliklerden ötürü bir kriz dönemi yaşamak durumunda kalmıştır (Seyhan, 2007: 340).

5 Nisan Kararları ile krizin etkileri önlenmeye ve ekonomiye istikrar kazandırılmaya çalışılmıştır. Ancak, politik istikrarsızlığın neden olduğu belirsizlik, hazırlanan programların orta ve uzun vadeli olmasına engel olmuş; uygulanan önlemler kısa vadeli arayışlardan ibaret kalmıştır. Ekonomide 1995 yılında başlayan toparlanma eğilimi, 1998 yılı Nisan ayına kadar devam etmiş; hem ülke içindeki siyasi istikrarsızlık hem de Güneydoğu Asya'da ve daha sonra Rusya Federasyonu'nda ortaya çıkan mali kriz nedeniyle sona ermiştir (Eroğlu, 2003: 9). Türkiye ekonomisinde söz konusu krizler ile birlikte başlayan sarsıntı, 1999 yılında yaşanan büyük depremle devam etmiş, nihayetinde de 2000 yılında uygulanan iktisat politikasının iflası ile Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri yaşanmıştır (Çolak, 2001: 20).

1990'lı yıllarda sürekli artan kamu açıkları, açıkların çok kısa vadeli iç borçlanma ile finanse edilmesi, bunun sonucunda yüksek düzeyde gerçekleşen reel faizler vb. nedenlerle, 1999 yılı sonu itibariyle kamu borç stoku katlanılamayacak seviyelere ulaşmış, kamu maliyesi aşırı ölçüde bozulmuştur (Bastı, 2006: 97). Bu sürecin ardından, IMF ile Temmuz 1999'da imzalanan "Yakın İzleme Anlaşması" ve 9 Aralık 1999'da imzalanan "Stand-by Anlaşması" ile hazırlıkları tamamlanan ve 2000 yılında uygulamaya geçirilen yeni istikrar programı ile yeni bir süreç başlamıştır (Bilgin, 2002: 42). Uygulamaya konulan yeni programla kamu finansmanı dış borçlanmayla sağlanma yoluna gidilmiştir. Bu nedenle sermaye girişleri önem kazanmış ve teşvik edilmiştir. Ülkeye giren yabancı sermayenin yanında, bankalar da dış borçlanma ile edindikleri fonları yüksek getirili devlet iç borçlanma senetlerine yatırmışlardır. Bu dönemde bankacılık sektörü, asli faaliyeti olan özel sektöre finansman sağlama işlevini ihmal ederek devlet iç borçlanma senetlerini yabancı yatırımcılara pazarlayan kuruluşlar haline gelmişlerdir. Bu durum, bankaları faiz oranlarındaki ani değişikliklere karşı duyarlı hale getirmiştir (Demirci, 2005: 178). Nitekim, çok sürmeden bankacılık sektörü üzerinde derin etkiler yaratan kriz gerçekleşmiştir.

2001 krizinden hem bankacılık sistemi hem reel sektör şiddetli şekilde etkilenmiştir. Kamu bankalarının ve TMSF tarafından devralınan bankaların sermaye yapılarının yeniden düzenlenmesi ihtiyacı, zaten yüksek olan iç borç stokunun daha da artmasına neden olmuştur. Ekonomi yönetimi kredibilitésini yitirmiş, piyasada güven inşa etme gereksinimi ortaya çıkmıştır. Bu problemleri aşmak için Türkiye, Mayıs 2001’de IMF destekli yeni bir program açıklamıştır (Özatay ve Sak, 2003: 29).

## 2.2. 2007-2009 Küresel Kriz

Amerika Birleşik Devletleri (ABD) finansal pazarlarında 2007 yazında ortaya çıkan sorunlar Eylül 2008’de küresel bir krize dönüşmüştür. Kredi piyasalarında işlemler durmuş, borsalar çökmüş ve birçok firmanın ödeme güçlüğüne düşmesi finansal piyasalar üzerinde bir kabus haline gelmiştir. Zamanla tüm gelişmiş ülkelere yayılan kriz, Kasım 2008 ile birlikte derinleşerek gelişmekte olan ülkelere de sirayet etmiştir (Erdönmez, 2009: 85). 2009 yılının ikinci yarısında krizin gidişatıyla ilgili bazı olumlu sinyaller alınsa da toparlanma sürecinin çok kısa olmayacağı ortaya çıkmıştır (TCMB, 2009). Söz konusu toparlanma sürecine hız kazandırmak için 2009 yılı içerisinde ülke yönetimleri ve uluslararası kuruluşlar çeşitli önlem paketleri ile krizin atlatılması yönünde çaba göstermişlerdir. Ancak, son dönemde bazı Avrupa ülkelerinde kendisini gösteren ekonomik sıkıntılar, bu krizin etkilerinin devam etmekte olduğu ve devam edeceği yönündeki görüşlerin destekleyici bir örneği olmuştur.

Dünya piyasalarının “köpüğünün alınması” ve “balonunun sönməsi” şeklinde de ifade edilen finansal krizi (Odabaşı, 2009: 20), küresel sisteme eklenmiş her ülke gibi Türkiye de hissetmektedir. Türkiye’nin krizden etkilenme kanalları özetle şu şekilde ifade edilebilecektir: Dışarıya kredi borçlarının ödenmesinde güçlük, yurtiçi kredilerde azalma olasılığı, ihracat hacminde hızlı düşüş, özel sektör yatırımlarında erteleme, Gayrisafi Milli Hasıla (GSMH)’nın artış hızında gerileme (Parasız, 2009: 145). Bunlarla birlikte, krizin en büyük etkilerinden biri zaten yüksek oranda seyreden işsizlik oranının daha da yükselmiş olmasıdır. Her piyasa krizinde olduğu gibi bu krizde de satın almalar (harcamalar) kısılmış ve azalan satışlar karşısında firmalar karlarını koruyabilmek için işçi çıkartmışlardır (Ertuna, 2009: 7). Bu durum, diğer makroekonomik değişkenlerle ilgili önlem almak zorunda kalan ülke yönetimlerini ve dolayısıyla Türkiye yönetimini sosyal boyutlu önlemler de almaya zorlamıştır. Geçen süreçte, Türkiye hükümeti ekonomiye ve finansal sisteme yeniden canlılık kazandırmak, işsizliği azaltmak amaçlı çeşitli önlem paketleri açıklamıştır.

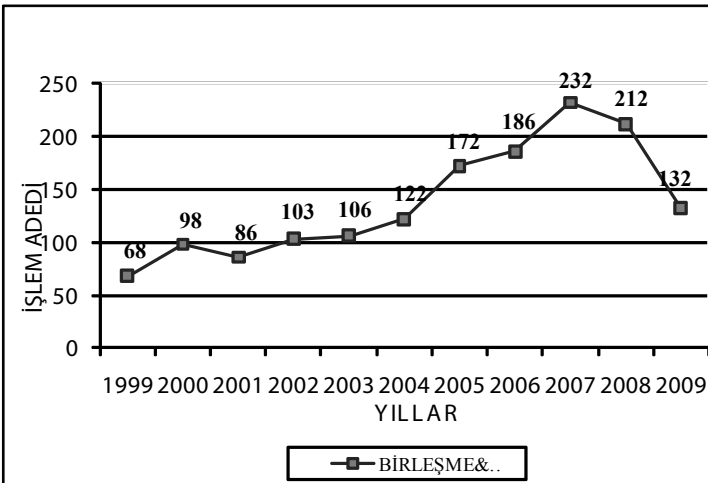
Özetle, 1929 kriziyle de benzeştirilen son ekonomik kriz tüm dünyayı etkisi altına almış; ekonomik ve sosyal boyutlarıyla önemli bir durgunluğa neden olmuştur. Öte yandan bu kriz, uluslararası sistemde öncü rol alan ve karar verici konumda olan ülkeler arasına yeni ülkelerin eklenmesinin elzem olduğunu göstermiş; küresel ekonomik ve finansal sorunların çözümünde çok boyutlu yaklaşım gösterilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

### 3. 2001 VE 2007-2009 KRİZLERİ BAĞLAMINDA EKONOMİK VE FİNANSAL KRİZLERİN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Bu bölümde; ikinci bölüm kapsamında temel dinamikleri ortaya konulan 2001 Türkiye Ekonomik Krizi'nin ve 2007-2009 yılları ile anılan küresel ekonomik krizin, birleşme ve satın alma (muhatap işletme tarafından satma) stratejisini tercih etme yönünde firmaları teşvik edici olup olmadığı irdelenecektir. Daha çok 2001 krizi sonrasında bugüne dek ortaya çıkan gelişmeler dikkate alınacak; son ekonomik krizin öncesi ve sonrasında şirket birleşmelerinde ortaya çıkan eğilim üzerinde durulacaktır.

2001 yılında Türkiye'de etkileri derin bir şekilde hissedilen kriz, temelde bankacılık krizi olarak ortaya çıkmışsa da reel sektör üzerinde de yıkıcı bir etki göstermiştir. Yerel bir kriz olarak tanımlanması mümkün olan söz konusu kriz, işletme birleşmelerini de teşvik edici bir unsur olmuştur. Bankacılık sektörü yapısal bir değişikliğe uğramış; finansal hizmetler sektöründe özellikle yurtdışı menşei uluslararası büyük finansal kuruluşların Türkiye'de faaliyet gösteren finansal kuruluşlara ya belli oranlarda iştirak ettikleri ya da finansal kuruluşları tamamen satın aldıkları görülmüştür. Reel sektör tarafında da yine işletme birleşmelerinin kriz öncesi döneme göre artış eğilimine girdiği görülmüştür. İçine düştüğü mali darboğazı aşmak veya küçülerek maliyeti azaltmayı ve verimliliği arttırmayı planlayan şirketlerin Rekabet Kurulu'na yaptıkları birleşme başvurularında hissedilir oranda bir artış yaşanmıştır. 1997 yılında yalnızca 8 şirket birleşme ve devralma izni için Rekabet Kurulu'na başvururken, takip eden yıllarda bu sayının giderek arttığı görülmüştür (Dünya Gazetesi, 21 Kasım 2002).

Aşağıda yer alan grafik 1, 1999 yılından 2010 yılına dek görülen işletme birleşme ve devralma adetlerini; grafik 2 ise 2003-2009 periyodundaki işletme birleşme ve devralma işlem hacimlerini yıllık olarak göstermektedir.





Yukarıda yer alan grafik 1 ve grafik 2'nin teyit ettiği gibi; 2000'li yıllar, şirket birleşmeleri için artış eğiliminin görüldüğü bir dönem olmuştur. 1990'lı yılların son dönemlerinde ortaya çıkan söz konusu pozitif eğilim, krizden sonra da belirli bir düzeyde artmıştır. Esasen, 2001 krizinin şirket birleşmeleri üzerindeki etkisi değerlendirilirken 1999 yılının son dönemleri ve 2000 yılı da bu değerlendirmeye eklenebilecektir. Anılan dönemde gerçekleşen birleşme ve satınalma adetleri incelendiğinde, krizi güdüleyen ana sebeplerin ortaya çıktığı 2000 yılı son çeyreğinde ve 2001 yılı ilk yarısında fon sahiplerinde bir tereddüt olduğu yorumu yapılabilecektir. Buna bağlı olarak, şirket birleşmelerinin 2001 yılı genelinde önceki yıla kıyasla küçük bir azalma kaydettiği grafik 1'de görülmektedir. Ancak, genel olarak bakıldığında, 2001 krizi'nin şirket birleşmelerini artı yönde teşvik ettiği görülmektedir. Kriz sonrası işletme birleşmelerinde görülen artış eğilimi, 2002 ve 2003 yıllarında temkinli bir seyir izlemiş; 2004 yılında görece önemli bir düzeye ulaşmıştır. 2005 yılında ise "patlama (Deloitte, 2010)" denilebilecek düzeyde bir artış gerçekleşmiş; bu olumlu seyir son ekonomik kriz sahne alana dek devam etmiştir.

Küresel ekonomik kriz dönemine geçmeden önce, burada 2001 krizi ve son ekonomik kriz arasındaki dönemde şirketleri birleşme ve satınalma konusunda tetikleyen ana hususlar belirtilecektir. 2001 krizinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerine bağlı olarak, 2001 krizini takip eden dönemde birleşme ve satın almaların artış göstermesinin temel sebepleri şu şekilde belirtilebilecektir: anılan krize de temel teşkil eden finansal hizmetler sektörünün yapısal bir değişikliğe uğrayarak bu sektörde belirgin bir artış gösteren el değiştirmeler, reel sektör içerisinde durgunluğa giren ve bundan dolayı firmaları finansal sıkıntıya sokan işkollarında görülen birleşme ve devralmalar.

2001 krizi sonrası dönem, 2008 yılına dek süren periyodu kapsayacak şekilde tanımlandığında, şu unsurların da üst kısımda sayılan hususlara eklenmesi gerekecektir: makroekonomide istikrar sağlanması neticesinde Türkiye'nin potansiyel yatırımcılar nezdinde cazibesini arttırmış olması, dünya çapında etkileri görülen likidite bolluğu, girişim sermayesi şirketlerinin Türkiye'de kullandıkları fonların artış göstermesi, geniş hacimli özelleştirmeler, uluslararası düzeyde faaliyet gösteren yerli ve yabancı büyük holdinglerin stratejik olarak gördükleri sektörlerde yoğunlaşma çabaları ve kendileri açısından verimsiz gördükleri sektörlerden çekilme arayışları.

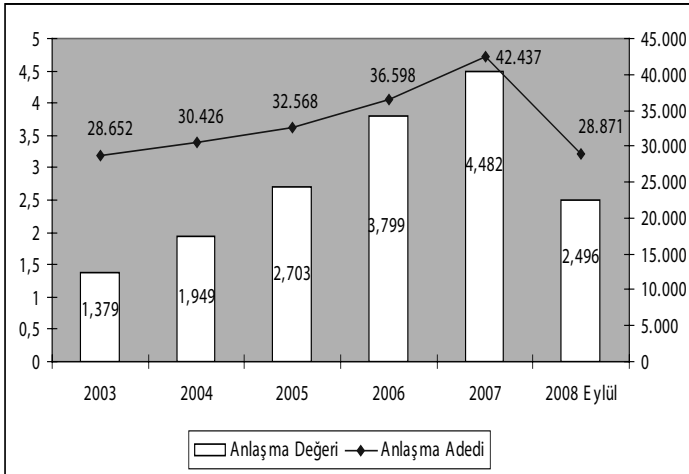
2001 krizi sonrası dönemde şirket birleşme ve satınalmalarının hacim genişlemesinde -yukarıda belirtildiği gibi- finansal hizmetler sektöründeki yapısal değişiklikten kaynaklanan satınalmalar ve gerçekleştirilen özelleştirmeler en büyük etken olmuşlardır. 2003-2007 arası 5 yıl içinde şirket birleşmelerinin en yoğun görüldüğü sektör 85'den fazla anlaşma ile finansal hizmetler sektörü olmuştur. Anılan 5 yıllık dönemde 650'den fazla işlemle 75 milyar \$'lık hacme ulaşan birleşme ve satınalmalar içerisinde finansal hizmetler sektöründeki işlemlerin ve özelleştirmelerin ağırlığı yadsınamaz. Aşağıda yer alan tablo 1'de söz konusu dönemde tutar olarak toplam içerisinde büyük bir yüzde oluşturan bazı işlemler yer almaktadır.

| HİSSE SATIN ALAN ŞİRKET                | HİSSESİ SATILAN ŞİRKET         | SATIN ALINAN HİSSE | ANLAŞMA DEĞERİ (milyon \$) |
|--|--------------------------------|--------------------|----------------------------|
| Saudi Oger                             | Türk Telekom                   | 55%                | 6,550                      |
| Koç-Shell Konsorsiyumu                 | Tüpraş                         | 100%               | 4,550                      |
| National Bank of Greece                | Finansbank                     | 80%                | 3,975                      |
| Dexia                                  | Denizbank                      | 99%                | 3,228                      |
| ING Bank                               | Oyak Bank                      | 100%               | 2,673                      |
| Socar, Turcas Enerji ve Injaz Projects | Petkim                         | 51%                | 2,040                      |
| National Commercial Bank               | Türkiye Finans Katılım Bankası | 60%                | 1,080                      |

Yukarıda bulunan tablo 1'deki üçü özelleştirme ile gerçekleşen, dördü finansal hizmetler sektörüne yabancı ortak girmesi ile gerçekleşen büyük hacimli 7 işlemin, yaklaşık 75 milyar \$ olduğu belirtilen 5 yıllık işlem hacmi içerisindeki payı % 32 civarında olmaktadır. Özelleştirmelerin ve finansal hizmetler sektöründeki yapısal değişikliğin etkilerinin yanında, girişim sermayesi şirketlerinin Türkiye'ye olan ilgisi de birleşme ve devralmaların artış göstermesinde etkili olmuştur. Girişim sermayesi şirketlerinin söz konusu ilgisi; 2005, 2006 ve 2007 yılları süresince 6,5 milyar \$ fon akımı ile görülmüştür (Deloitte, 2010).

Küresel ölçekte bakıldığında, Türkiye bazında ele alınan birleşme ve satınalma konjonktürünün tüm dünyada aynı paralelde olduğu görülecektir. Dünyada gerçekleşen birleşme ve satınalmalar, 2003 ile 2008 yılları arasında sürekli artış göstermiş; 2008 yılında ise bir düşüş ortaya çıkmıştır. Aşağıda yer alan grafik 3, adet ve işlem değeri bazında dünyadaki birleşme ve satınalmaların 2003-2008 periyodunda kaydettiği eğilimi yansıtmaktadır.

**Grafik 3: 2003-2008 Periyodunda Dünyada Ortaya Çıkan Birleşme ve Devralmalar**

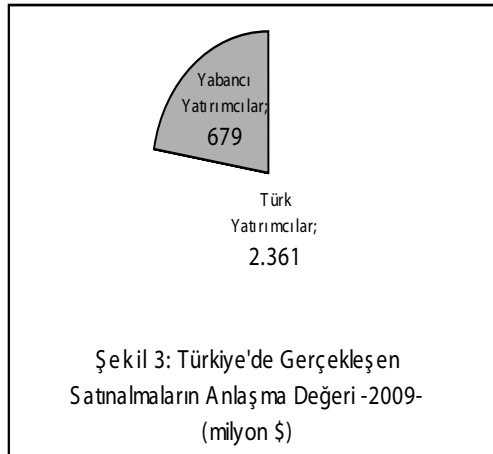
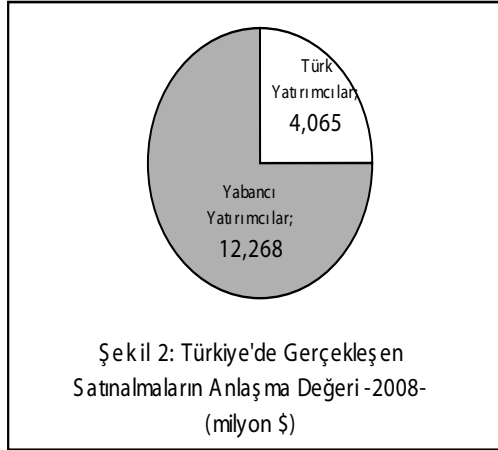
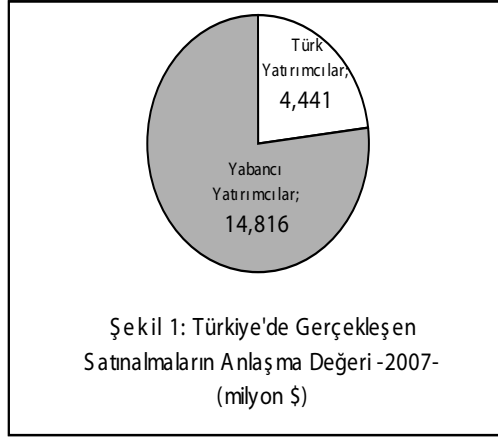


Yandaki sayfada bulunan grafik 3’de de görüldüğü üzere, 2008 yılına kadar pozitif eğilim gösteren birleşme ve devralmalar 2008 yılında belirgin düzeyde azalış göstermiştir. (Grafikte 2008 yılına ait değerlendirme ilk üç çeyreği kapsıyor olsa da söz konusu düşüşün yıl sonunda da mevcut olduğu bilinmektedir.) Zaten 2008 yılı son çeyreğinde birleşme ve satınalmalarda ortaya çıkan azalma, önceki dönemlere ve yine 2008 yılının ilk üç çeyreğine göre dikkat çekici oranda bir düşüş sergilemiştir. Önceden kararlaştırılmış birçok anlaşmanın da yine söz konusu çeyrek dönemde ertelendiği veya iptal edildiği bilinmektedir (Deloitte, 2010).

Bilindiği gibi, 2008 yılının son çeyrek dönemi, ekonomik krizin tüm dünyada derinlik kazandığı dönem olmuştur. Krizin söz konusu dönemle birlikte yarattığı olumsuz konjonktür, hem dünyada hem Türkiye’de şirket birleşme ve satınalmaları üzerinde de önemli düzeyde etkisini göstermiştir. Burada üzerinde durulması elzem bir husus da şudur ki son küresel ekonomik kriz, ilk sinyallerini ABD’de vermiştir. Yani; bu kriz, gelişmiş ülke orijinli olarak ortaya çıkmış ve gelişmiş tüm ülkeleri yıpratıcı düzeyde etkilemiştir. Kriz sürecinde devasa hacimdeki firmaların iflasına tanık olunmuş ve birçok büyük şirket de iflas etmese de derin yara almıştır. Denilebilir ki güvenilir ve sağlam olarak addedilen birçok devasa finansal ve ticari gemi, “fırtına” olarak nitelendirilebilecek kriz döneminde su almış; kimi batarak yaşamına son vermek durumunda kalmış, kimi ise batmasa da yaşamını devam ettirmede zorluklarla karşılaşmıştır. Gelişmiş ülkelerin ve büyük çokuluslu şirketlerin de bu şekilde zor bir döneme girmesi, şirket birleşme ve devralmalarındaki olumlu konjonktürü tersine çevirmiştir. Çünkü, şirket birleşmelerinde özellikle büyük hacimli işlemlere konu olan fonların birçoğu gelişmiş ülkelere sağlanmaktadır.

Küresel ekonomik krizle birlikte sınır ötesi birleşmelerde önemli bir düşüş ortaya çıkmıştır. Bu düşüşe neden olarak birkaç ana faktör sayılabilecektir. İlk olarak, gelişmiş ülkelerin menkul kıymet pazarlarında hisse senedi fiyatlarının keskin bir düşüş göstermesi, birleşme ve satınalmaları işlem değeri açısından çok olumsuz etkilemiş; birleşme ve satınalmalar fiyat olarak çok önemli düşüşler yaşamıştır. İkinci olarak; küresel kriz, gerçekleştirilecek bir şirket birleşmesinin finansmanının menkul kıymet ihracı ile finansmanını çok daha zor ve pahalı hale getirmiştir. Krizden dolayı nakdi finansman da satın alma işlemini gerçekleştirecek firma için daha zorlaşmıştır. Şirket karlarının düşmesi ve menkul kıymet pazarlarına olan güvenin azalması, planlanan bir birleşme ve satınalma işlemi için finansman sağlamada sıkıntılar yaratmıştır. Ayrıca, bankaların kredi koşullarının sıkılaşması ile birlikte banka kredisi ile finansman da cazibesini yitirmiş, firmalar için kredi maliyetlerinde artış yaşanmıştır (United Nations, 2009: 11). Tüm bu nedenlerle, gerçekleştirilecek bir birleşme ve satınalma işleminin finansmanı kriz öncesi döneme kıyasla daha sıkıntılı bir hal almış ve bu durum şirket evliliklerini sekteye uğratmıştır.

Bahsedilen olumsuz konjonktürün Türkiye’ye yansımaları da sınır ötesi birleşme ve satınalmaların önceki yıllara kıyasla daha az sayıda ve değerde gerçekleşmiş olmasıdır. Aşağıda yer alan şekil 1, şekil 2 ve şekil 3, Türkiye’de yabancı yatırımcıların gerçekleştirmiş olduğu satınalmaların son 3 yılda değer bazında nasıl bir eğilim gösterdiğini yansıtmaktadırlar.



Yukarıda yer alan şekillerde görüldüğü üzere, 2009 yılında yurtdışı yatırımcıların Türkiye’de gerçekleştirdiği satınalma işlemlerinin değerinde gözle görülür bir azalış yaşanmıştır. Burada dikkat çekilmesi gereken bir husus da kriz etkisinin 2009 yılındaki rakamlar üzerinde net bir şekilde görülmesine rağmen, 2008 yılındaki düşüşün çok yüksek düzeyde gerçekleşmemiş olmasıdır. Bu duruma, 2008 yılının birleşme ve satınalmalar açısından önceki yıllara uygun bir konjonktür sergileyerek artış gösterecekken, yılın son çeyrek döneminde ortaya çıkan olumsuz tablonun etkisi ile yıllık değerinde de düşüş yaşanması neden olarak gösterilebilecektir.

Küresel ekonomik krizin birleşme ve satınalmalar üzerindeki etkisini daha detaylı bir şekilde gösterdiğinden, aşağıda yer alan tablo 2’nin de incelenmesi yerinde olacaktır.

|                            | 2007           | 2008           | 2009          |
|----------------------------|----------------|----------------|---------------|
| Anlaşma Değeri             | 20,5 milyar \$ | 16,2 milyar \$ | 5,8 milyar \$ |
| Özelleştirme               | 4,8 milyar \$  | 5,3 milyar \$  | 1,8 milyar \$ |
| Yabancı Yatırımcılar       | 77%            | 75%            | 38%           |
| Finansal Yatırımcılar      | 12%            | 35%            | 12%           |
| Ortalama Anlaşma Büyüklüğü | 125 milyon \$  | 100 milyon \$  | 55 milyon \$  |
| En Büyük Anlaşma           | 2,7 milyar \$  | 3,1 milyar \$  | 606 milyon \$ |

Tablodaki değerlerden anlaşılacağı üzere, ekonomik krizin şirket birleşme ve satınalmaları üzerindeki olumsuz etkisi 2009 yılı verilerine net bir şekilde yansımıştır. Önceki yıllarda büyük hacimli anlaşmalara sıkça rastlanırken, sınır ötesi birleşmeler işlem hacminde ağırlıkta iken; 2009 yılı ile birlikte bu eğilim son bulmuştur. 2009 yılında yabancı yatırımcıların ve girişim sermayesi şirketlerini de kapsayan finansal yatırımcıların şirket satınalma konusundaki arzuları azalmıştır. Gerçekleşen anlaşmalarda yerli yatırımcıların ağırlığı görülmüş; değer bazında 1 milyar \$ üzerinde bir işlem ortaya çıkmamıştır. Yabancı literatürde “mega deal” olarak ifade edilen 1 milyar \$ üzeri birleşme ve satınalma işlemlerinin azalmış olması da krizin etkisini anlamak açısından önemlidir. Zira, kriz öncesinde; söz konusu kategoriye dahil edilecek anlaşmalar, küresel ölçekte olsun Türkiye ölçeğinde olsun, hem adet hem değer bazında daha fazla idi. Aşağıda yer alan tablo 3 de “mega deal” kategorisindeki anlaşmaların yıllar itibarıyla seyirini yansıtmaktadır.

**Tablo 3:** 2003-2009 Periyodunda Dünyada Gerçekleşen Büyük Hacimli (1 milyar \$ üzeri) Birleşme ve Satınalmalara İlişkin Değerler

|                 | ANLAŞMA SAYISI | TOPLAM ANLAŞMALAR İÇİNDEKİ YÜZDESİ | ANLAŞMA DEĞERİ (milyar \$) | TOPLAM DEĞER İÇİNDEKİ YÜZDESİ |
|-----------------|----------------|------------------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| 2003            | 78             | 1,2                                | 184                        | 44,8                          |
| 2004            | 111            | 1,5                                | 291                        | 51,5                          |
| 2005            | 182            | 2,1                                | 569                        | 61,3                          |
| 2006            | 215            | 2,4                                | 711                        | 63,6                          |
| 2007            | 319            | 3,0                                | 1,197                      | 70,4                          |
| 2008            | 251            | 2,6                                | 823                        | 68,3                          |
| 2009 (İlk 6 ay) | 40             | 1,2                                | 171                        | 67,2                          |

**Kaynak:** United Nations, World Investment Report 2009.

Tablo 3’de görüldüğü gibi, 2008 yılından itibaren yüksek hacimli işlemlerde bir azalma görülmüştür. Küresel ölçekte bu şekilde ortaya çıkan eğilim, Türkiye’ye de yansımıştır. Önceki yıllarda yüksek değerli satınalmalara ve özelleştirmelere tanık olunurken; 2009 yılında en yüksek hacimli işlem, şeker fabrikalarının 606 milyon \$ ile satılması olmuştur. 2007 ve 2008 yıllarında sırasıyla en büyük beş anlaşmanın yaklaşık toplam değerleri sırasıyla 8.340 milyon \$ ve 8.352,2 milyon \$ iken; 2009 yılında aynı değer 1.931,5 milyon \$ olarak gerçekleşmiştir (Deloitte, 2010).

Sonuç olarak; 2001 krizi sonrasında dünya konjonktürünün de uygunluğu ile Türkiye’de artış eğilimine giren şirket birleşme ve satınalmaları, küresel ekonomik krizin yarattığı olumsuz koşullar ile durma ve daha sonra gerileme eğilimi göstermiştir. Önemli bir husus da dünya ölçeğinde 2008 yılından itibaren düşüş eğilimine giren şirket birleşmeleri adet ve değerlerinin, Türkiye’ye daha çok 2009 yılı verilerinde yansımış olmasıdır.

Yerleşik algıya göre, kriz dönemlerinde kendisini gösteren arz ve talep şoklarının yarattığı dışlayıcı etkiler nedeniyle birleşme ve devralmaların yoğunluk kazanması beklenmeyen bir durum değildir. Zaten, piyasa ekonomisinin gelişme sürecinde kriz dönemleri, işletme birleşme ve devralmalarının patlama gösterdiği dönemler olmuştur. Bu düşünce dinamikleri ile son ekonomik krizin de birleşme ve devralmalar üzerinde arttırıcı bir etki göstereceği beklenmiştir. Ancak, birleşme ve devralmalarda artış yaşanması bir tarafa, normal konjonktür dönemlerine göre dikkate değer bir oranda düşüş görülmüştür (Türkkan, 2009).

#### 4. SONUÇ

Son ekonomik krize kadar geçerliliğini sürdüren paradigma ile ekonomik ve finansal krizlerin şirket birleşme ve satınalmaları üzerinde arttırıcı etkide bulunacağı söylenecektir. Ekonomik konjonktürün çalkantılı bir döneme girmesi, sermaye biri-

kimi yüksek düzeyde olmayan ülkelerde veya mikro düzeyde düşünülürse firmalarda finansal açıdan sıkıntı yaratacak; böylelikle zorluk içerisinde düşecek firmaların büyüme stratejisi takip eden geniş hacimli firmalarla birleşmeleri kaçınılmaz olacaktır. Ancak, birleşme ve satınalmaların hem adet hem hacim olarak seyrine bakıldığında; son ekonomik kriz çerçevesinde, mevcut paradigmaya paralel olarak yapılacak bir değerlendirme kuvvetle muhtemel yanıltıcı olacaktır.

Türkiye’de de 1980 sonrası dönemin temsil ettiği küreselleşme süreci içerisinde 2007-2009 küresel ekonomik krize dek gerçekleşen ekonomik ve finansal krizler ağırlıklı olarak “gelişmekte olan ülkeler” orijinli olmuştur. Söz konusu krizlere Türkiye için 1994 krizi ve bu çalışmada da bahsedilmiş olan 2001 krizi örnek gösterilebilecektir. Nitekim, 2001 krizi sonrasında şirketler birleşme stratejisine yönelmiş ve ülke içerisinde sermaye birikimi yüksek düzeyli firmalar ile yurtdışında küresel büyüme stratejisi izleyen firmalar ve de fonlarını karlı yatırım alanlarında değerlendirmek isteyen girişim sermayesi şirketleri, krizden piyasadaki etkinliklerini yitirerek çıkmış olan firmalarla birleşmişler ya da bu firmaları devralmışlardır.

2001 krizini takip eden dönemde birleşme ve satınalmaların artış göstermesine neden olan ana husular şu şekilde sıralanabilecektir: anılan krizin de temelini teşkil eden finansal hizmetler sektörünün yapısal bir değişikliğe uğrayarak bu sektörde belirgin bir artış gösteren el değiştirmeler, reel sektör içerisinde durgunluk içerisine giren ve rekabet gücünü kaybeden firmaların birleşmeleri veya satın alınmaları. Kriz sonrası dönem, 2008 yılına dek süren periyodu kapsayacak şekilde tanımlandığında; şu unsurların da üst kısımda sayılan hususlara eklenmesi gerekecektir: makroekonomide istikrar sağlanması neticesinde Türkiye’nin potansiyel yatırımcılar nezdinde cazibesini arttırmış olması, dünya çapında etkileri görülen likidite bolluğu, girişim sermayesi şirketlerinin Türkiye’de kullandıkları fonların artış göstermesi, geniş hacimli özelleştirmeler, uluslararası düzeyde faaliyet gösteren yerli ve yabancı holdinglerin stratejik olarak gördükleri sektörlerde yoğunlaşma çabaları ve kendileri açısından verimsiz gördükleri sektörlerden çekilme arayışları.

Son ekonomik krizin birleşme ve satınalmalar üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesinde, 1980 sonrası yaşanan diğer krizlerden farklı olarak bir paradigma değişikliğine ihtiyaç vardır. Son otuz yıl içerisinde ortaya çıkan diğer ekonomik ve finansal krizler, ağırlıklı olarak “gelişmekte olan ülke” orijinli iken; küresel nitelik kazanmış son ekonomik kriz “gelişmiş ülke” orijinli olarak kendisini göstermiştir. Krizle birlikte, mevcut ekonomik sistemin hacim olarak önemli bir yüzdesinde ekonomik faaliyetlerde sıkıntılarla karşılaşmıştır. Daha önceki ekonomik krizler, Türkiye için 1994 ve 2001 krizleri, daha çok yerel veya bölgesel nitelikte olduklarından; yurtdışı fonların önünde firma satınalmalarına yönelme konusunda önemli bir engel oluşturmamışlardır. Bu tezin kuvveti, son ekonomik krize kadar birleşme ve satınalmalarda görülen yabancı fonların toplam içerisinde teşkil ettiği yüzdeden anlaşılacaktır. Ancak, ekonomik krizin etkilerinin derinden hissedildiği ve pek çok kaynak tarafından krizin tüm dünyayı sarmasına milat olarak gösterilen 2008 yılı son çeyrek dönemini

ve 2009 yılı bütününe kapsayan süreçte, sınır ötesi fonların birleşme ve satınalmalar içindeki ağırlığı hızla düşmüştür. Küresel ekonomik kriz, şirket birleşmelerine fon yaratan unsurlardan biri olan firma karlarının azalmasına ve yine dış kaynaklardan finansman sağlamada güçlükler yaşanmasına neden olduğundan, birleşme ve satınalma işlemlerinin gerçekleştirilmesini zorlaştırmıştır. Ayrıca, ekonomik krizden ötürü firmalar, birey ve grup psikolojisinin tezahürü olarak daha ihtiyatlı politikalar takip etmişler; kendileri için öncelikli olmayan alanlar dışında yeni yatırımlara girişmekten imtina etmişlerdir. Küresel ölçekte gerçekleşen kar azalışları, finansman sıkıntısı ve ihtiyatlılık politikası, fon dolaşımını önemli ölçüde azaltmış; böylece, şirket birleşme ve satınalmalarında dikkat çekici azalışlar olmuştur.

## KAYNAKÇA

- Akay, Hüseyin (1997). *İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi*, İstanbul: Yaylım Matbaası.
- Akgüç, Öztin (1998). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Bastı, Eyüp (2006). *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Bilgin, Mehmet Hüseyin, Gökhan Karabulut ve Hakan Ongan (2002). *Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Chambers, Nurgül (2004). *Kriz Dönemi ve Sonrasında Bankaların Finansal Yapısının Analizi*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Çelik, Orhan (1999). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Çolak, Ömer Faruk (2001). “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri”, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 3 (2), 15-30.
- Dalay, İsmail, Recai Coşkun ve Remzi Altunışık (Ed.) (2002). *Modern Yönetim Yaklaşımları (Stratejik Boyutuyla)*. 1. Baskı. İstanbul: Beta.
- Deloitte. “Deloitte M&A Reports”. [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com) (15 Mart 2010).
- Demirci, Nedret (2005). *Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Diñçer, Ömer (2004). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*. 7. Baskı. İstanbul: Beta.
- Dünya Gazetesi (21 Kasım 2002). “Kriz, şirket evliliklerini artırdı”. <http://www.dunyagazetesi.com.tr/haberArsiv.asp?id=103380> (25 Mart 2010).
- Erdönmez, Pelin Ataman (2009). “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi”, *Bankacılar Dergisi*. 68, 85-101.
- Eren, Erol (2002). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*. 6. Baskı. İstanbul: Beta.
- Eroğlu, Nadir. “Türkiye’de İktisat Politikalarının Gelişimi (1923-2003)”, **80. Yılında Türkiye Cumhuriyeti Sempozyumu**. İstanbul: T.C. Marmara Üniversitesi Atatürk İlkeleri ve İnkılap Tarihi Araştırma ve Uygulama Merkezi. 29-31 Ekim 2003.
- Ertuna, Özer. “Krizden Alınacak Dersler Yeni Bir Fırsat mı?”, **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**. Sayı.43 (2009). ss.6-13.
- Gitman, Lawrence J.. **Principles of Managerial Finance**. 6<sup>th</sup> Edition. England: McGraw-Hill. 1993.
- Morden, Tony. **Business Strategy and Planning-Text and Cases**. England: Mc-Graw-Hill. 1993.
- Odabaşı, Yavuz. “Paradigmadan Enigmaya”, **Pi Dergisi**. Sayı.2009/02 (Bahar 2009). ss.19-39.
- Özatay, Fatih ve Güven Sak. “Banking Sector Fragility and Turkey’s 2000-01 Financial Crisis”, *TCMB Research Department Discussion Paper*. Ankara: The Central Bank of The Republic of Turkey. 2003. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper68.pdf> (22 Mart 2010).



- 
- Parasız, İlker. **Küresel Kriz Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi**. 1. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi, 2009.
- Rekabet Kurulu. *Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ(Tebliğ No: 1997/1)*. www.rekabet.gov.tr
- Seyhan, Kutay. “Interdependence, Crisis and Contagion In The Financial Markets”. (**Yayınlanmamış Doktora Tezi**, Marmara Üniversitesi SBE, 2007).
- TCMB. **Finansal İstikrar Raporu-Kasım 2009**. www.tcmb.gov.tr
- Türkkan, Erdal. “Kriz Döneminde Birleşme ve Devralmalar”, *Rekabet Günlüğü*. 2009. www.rekabet.gov.tr (12 Mart 2010).
- Ulu, Harun. **Birleşme ve Devralmalarda Ortaya Çıkan Rekabet Sorunları ve Koşullu İzin**. Ankara: Rekabet Kurumu. 2004.
- United Nations(Birleşmiş Milletler). “World Investment Report 2009”. New York: United Nations. www.unctad.org/en/docs/wir2009\_en.pdf (19 Mart 2010).

