

DÜNYADA ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMA DALGALARI*

MERGER AND ACQUISITION WAVES IN THE WORLD

Arş. Gör. Dr. Ozan GÖNÜLLÜ

Kocaeli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü

ozangonullu@kocaeli.edu.tr, Kocaeli / Türkiye

ÖZ

Küreselleşme ve finansal serbestleşme süreci ile rekabetin sınır ötesi boyut kazanması sonucu, rekabet gücünü artırmak isteyen şirketler için içsel büyüme yöntemi yetersiz kalmaya başlamıştır. Şirketler, büyümek, pazar payını artırmak, ölçek ekonomisinden faydalanarak maliyetleri düşürmek, kapsam ekonomisinden faydalanarak ürün yelpazesini genişletmek ve çeşitlendirme ile riski azalmak amacı ile bir dışsal büyüme yöntemi olan şirket birleşmelerine yönelmişlerdir.

Şirket birleşme ve devralmalarının başlangıcı 19. yüzyılın sonuna rastlamaktadır. Tarihsel gelişim içerisinde, birleşme ve devralma olayları, farklı amaçlarla ve farklı yöntemlerle gerçekleşmekte ve birbiri ile benzer birleşme işlemleri birleşme dalgalarını oluşturmaktadır. Yatay birleşmeler ile oluşan devasa şirketlerin piyasalardaki rekabeti bozması sonucu uygulanan rekabeti koruyucu politikalar, dikey birleşmelerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. 20. yüzyılın ortasından sonra ise küresel rekabet gücü kazanmak ve faaliyetlerini farklı alanlara yaymak isteyen şirketler karma birleşmeleri tercih etmişlerdir. Bu bağlamda, Dünya ekonomi tarihinde görülen, farklı birleşme çeşitlerinin ağırlık kazandığı beş birleşme dalgasının ele alındığı bu çalışmada; birleşme dalgalarının özellikleri ve birbirinden farkları ortaya konularak anlatılmış; günümüzde varlığı henüz tartışılan altıncı dalga hakkında bilgiler sunulmuştur.

Anahtar kelimeler: Şirket Birleşme ve Devralmaları, Birleşme Dalgaları, Birleşme Çeşitleri

ABSTRACT

As a result of the competition's acquiring cross-border dimensions with the process of globalization and financial liberalization, the internal growth method has become insufficient for the companies that want to increase their competition power. For the purpose of growing, increasing market share, cost reduction through utilizing economies of scale, expanding product range through economies of scope, companies have canalized into mergers known as an external growth method.

The beginning of merger and acquisition dates back to the end of 19th century. Throughout historical development process, the occurrence of both of these activities not only included different methods but also included different aims and also the similar acquisition operations constituted merger waves. The politics of the protection of competition which was applied due to the fact that the giant companies constituted through horizontal mergers distorted the competition, caused the occurrence of vertical mergers. After the mid of 20th century, the companies desired to gain global competition power as well as to diversify their activities into different areas preferred conglomerate mergers. In this context, in this study, five merger waves seen in the World Economic History, in which different types of mergers gained importance, taken into consideration; the features of each of the merger waves were clarified by putting forward their differences from each other; the information about the sixth wave, the existence of which was still discussed nowadays, was presented.

Keywords: Merger and Acquisitions, Merger Waves, Merger Types

* Bu çalışma Ozan Gönüllü tarafından 2017 yılında tamamlanan "Birleşme ve Devralmaların Pay Senedi Performansı Üzerine Etkisi ve Paydaş Değerini Etkileyen Faktörler: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

1. GİRİŞ

Küresel rekabetin artması ile birlikte şirketler, pazarda rekabeti lehlerine bozacak fırsatları ilgiyle takip etmekte ve değerlendirmektedirler. Rekabeti bu şekilde değiştirebilmek için en hızlı çözüm yatay düzlemde yapılan birleşme ve devralmalar olarak görülmektedir. Yatay birleşmeler, aynı ana faaliyet alanındaki bir başka şirketin devralınması veya söz konusu şirket ile birleşilmesi yoluyla pazar payının artırılmasının yanında, üretim kapasitesinin de ani bir şekilde artmasından dolayı ölçek ekonomileri vasıtasıyla maliyetlerin düşmesine de neden olmaktadır.

Maliyetleri düşürmenin bir başka yolu da dikey düzlemde yapılan birleşmelerdir. Kısa dönemde içsel büyüme metotları ve araştırma geliştirme harcamaları ile maliyetleri düşürmek mümkün olmamaktadır. Günümüzde, maliyetleri düşürmeyi amaçlayan şirketler, hammadde veya yarı mamul tedarikçileri ile birleşerek söz konusu şirketlerin kâr marjlarından kurtulabilmektedir. Dikey birleşme ve devralmalar ile, şirketler, maliyet düşüşünün yanı sıra rakiplerinin de ihtiyaç duyduğu girdilerin kontrolünü de ele geçirmiş olmaktadır. Söz konusu birleşmelerin bir başka avantajı da ihtiyaç duyduğu hammadde ve yarı mamullerin, zamanında, istenilen miktar ve kalitede elde edebilme avantajıdır.

Günümüzde risk yönetimi şirketler için hayati önem taşımaktadır. Karma şekilde yapılan şirket birleşmeleri ve devralmaları ile endüstriden kaynaklanan riskler çeşitlendirme ile dağıtılabilmektedir.

Yukarıda özetlenen birleşme çeşitleri, dünyada ve Türkiye’de farklı dönemlerde dalgalar halinde öne çıkmıştır. Birleşmenin etkinliğini etkileyen faktörleri belirlemek için birleşmelerin tarihsel bir perspektiften incelenmesi önemlidir. Birleşme faaliyetleri, ekonomik değişimler, teknolojik gelişmeler, küreselleşme olgusunun yarattığı değişiklikler ve rekabeti düzenleyici regülasyonlara bağlı olarak dalgalar halinde gerçekleşmektedir (Vancea, 2012: 390-397).

Birçoğu ABD’de başlayarak yayılan birleşme dalgaları, altı dalga halinde sınıflandırılmaktadır. Her bir dalgayı birbirinden ayıran farklı özellikler bulunmaktadır. Ekonomik koşullar, regülasyonlar, deregülasyonlar, yeni yasalar ve teknolojik değişiklikler meydana geldiğinde, birleşme dalgalarının özellikleri değişim göstermektedir. Özetle, dalgaları oluşturan, tekeli ve oligopol piyasaları yaratan, farklı birleşme ve devralma kombinasyonlarıdır. Buna ek olarak, şirketlerin değişen bir ortama uyum sağlamaları için birleşmeler, zamanla, düşmanca bir taktikten stratejik bir silaha dönüşmüştür. Bir başka deyişle, farklı dalgalar, gelişme dönemine özgü farklı motivasyon ve özelliklere dayanmaktadır. Birleşme dalgaları arasında benzerlikler de bulunmaktadır. Her bir dalganın ana benzerlikleri, politik, hukuki ve makroekonomik faktörlere dayanmaktadır.

Birleşme dalgalarının sebebi ile ilgili son yıllardaki tartışmalar, birleşme dalgalarının yüksek sermaye piyasası değerlemeleri ile ilişkili olduğu gerçeğini vurgulamıştır (Harford, 2005: 530). Birleşme ve devralma dalgaları, yüksek değerli işlemler oluşturulabilmesi için ekonomik motivasyona ek olarak görece düşük işlem maliyetlerinin var olmasını gerektirir. Makro düzeydeki bu likidite, endüstri şokları olmasa bile, endüstriyel birleşme dalgalarına yol açabilmektedir.

Birleşmeler genellikle döngüsel modellerde gerçekleşmektedir. Birleşme dalgalarının başındaki yoğun birleşme dönemlerini, azalarak devam eden birleşme dönemleri izlemektedir. Tarihçiler ve birleşme ve devralma uzmanları, Birleşik Devletler tarihinde beş birleşme dalgası tespit etmişlerdir. Günümüzde ise altıncı ve yedinci dalganın varlığı ile ilgili tartışmalar devam etmektedir. Birleşme dalgalarının dönemleri şu şekildedir (Owens, 2009: 1):

- ✓ Birinci Birleşme Dalgası (1897-1907)
- ✓ İkinci Birleşme Dalgası (1916-1929)
- ✓ Üçüncü Birleşme Dalgası (1965-1969)
- ✓ Dördüncü Birleşme Dalgası (1981-1989)
- ✓ Beşinci Birleşme Dalgası (1992-2000)
- ✓ Altıncı Birleşme Dalgası (2003-2007)

Alexandridis, Mavrovitis ve Travlos, 6. büyük birleşme dalgasının 2003 yılında başlayıp 2007 yılının ortalarında sona erdiğini öne sürmüşlerdir (Alexandridis, Mavis ve Travlos, 2012: 663-688). 2007 yılından

2010 yılına kadar olan sub-prime kredi krizi ve sonrasında yaşanan ekonomik krizle birlikte, birleşme ve devralma işlemleri en düşük işlem hacmi noktasını görmüştür.

Birçok denetim, değerlendirme ve raporlama şirketi için, 2011 yılı birleşme ve devralma işlemleri için yeni bir dalganın (7. Dalga) başlangıç noktası gibi görünmektedir. Özellikle 2011 yılından sonra çevre üzerindeki önemli değişiklikler (örneğin, yenilikçi teknolojik gelişmeler), mevzuat değişiklikleri ve sermaye eksikliğinin yol açtığı birleşme ve devralma faaliyetinin bir sınırla önceki dalgalardan ayrılması gerektiği savunulmaktadır. İş dünyası hala volatil bir yapıya sahip olmasına rağmen, bu dönemde; şirketler, “büyümeyi devralmak, inşa etmekten daha kolaydır” anlayışını kabul etmiş görünmektedir. Böylece, birleşmeler ve devralmalar, dünya üzerinde kurumsal büyüme tercihleri içerisinde üst sıralarda yer almaya başlamaktadır (Vasiliki, 2015: 6).

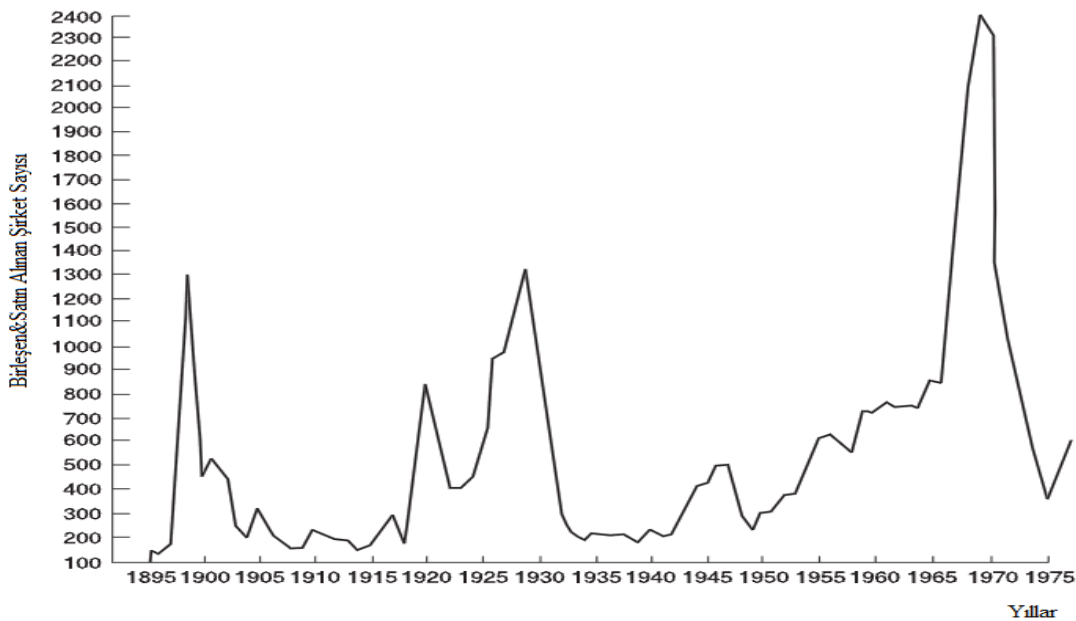
Geçtiğimiz yüzyılda gerçekleşen birleşme ve devralma dalgalarının özellikleri, dönemlerin başlamasına ve bitmesine yol açan ekonomik gelişmeler Tablo 1’de yer almaktadır:

Tablo 1: Geçtiğimiz Yüzyılda Gerçekleşen Birleşme ve Devralma Dalgalarının Özellikleri

	1. Dalga	2. Dalga	3. Dalga	4. Dalga	5. Dalga
Dönem	1897-1907	1916-1929	1965-1969	1981-1989	1992-2000
Tercih Edilen Ödeme Yöntemi	Nakit	Özsermaye	Özsermaye	Nakit/Borç	Özsermaye
Dönemin Sonucu	Monopollerin Oluşması	Oligopollerin Oluşması	Çeşitlendirme ve Karma Yapıların Oluşması	Tartışmalı Devralmalar, Kaldıraçlı Devralmalar	Küreselleşme
Birleşme ve Devralma Yaklaşımı	Dostça	Dostça	Dostça	Düşmanca	Dostça
Dönemin Başlangıcı	Ekonomik genişleme, yeni kurumsal kanunlar, teknolojik yenilikler	Ekonomik toparlanma dönemi, anti-tröst yasaları	Rekabet açısından uygun olmayan birleşme ve devralma yasalarının güçlendirilmesi; İkinci Dünya Savaşı sonrasında ekonomik toparlanma	Finansal Serbestleşme süreci, Ekonomik toparlanma	Güçlü ekonomik büyüme; Deregülasyonlar ve özelleştirmeler
Dönemin Sonu	Sermaye Piyasalarının Çöküşü, I. Dünya Savaşı	1929 Büyük Buhran	1970 Petrol Krizi	Sermaye Piyasalarının Çöküşü	Piyasadaki Aşırı Genişleme ve 11 Eylül Terör Saldırıları

Kaynak: (Nouwen, 2011).

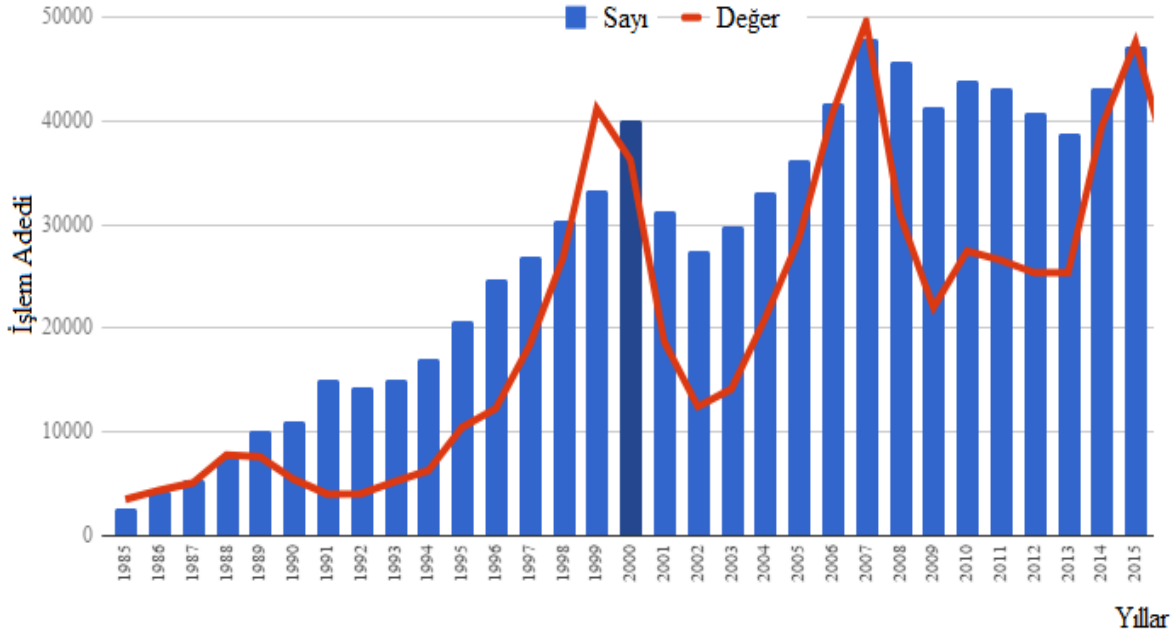
1895-1975 yılları arasındaki, ilk üç birleşme dalgasının tepe noktaları Şekil 3’de görülebilmektedir.



Şekil 1: 1890-1978 Arasındaki Üç Birleşme Dalgası ve Tepe Noktaları

Kaynak: (Salter ve Weinhold, 1979).

1985-2015 yılları arasındaki birleşme dalgaları, işlem sayıları ve kamuya açıklanan değerler Şekil 4'te gösterilmiştir:



Şekil 2: 1985-2015 yılları arasında Dünya Çapında Gerçekleşen Birleşme ve Devralma İşlemlerini Sayısı ve Değeri

Kaynak: (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, 2016).

2. BİRLEŞME VE DEVRALMA DALGALARI

Bu bölümde, her birleşme dalgasının özellikleri yakından incelenmiştir. Bu dalgalar tipik özelliklerine göre: 1890'ların yatay birleşme dalgası, 1920'lerin dikey birleşme dalgası, 1960'ların karma birleşme dalgası, 1980'lerin yeniden odaklanma dalgası ve 1990'ların küresel birleşmeler dalgası olarak sınıflandırılmaktadır (Betton, Eckbo ve Thorburn, 2008: 291-300).

2.1. Birinci Birleşme Dalgası (1897-1907)

Birinci dalga, ABD'de, ağırlıklı olarak temel üretim ve taşımacılık endüstrilerinde (başlıca çelik, telefon, petrol, maden, demiryolu ve diğer) gerçekleşmiştir. Bu dönem, sektör devlerinin oluşturan büyük yatay birleşmeler dönemi olarak tanımlanmaktadır. 1904'te ABD Yüksek Mahkemesi'nin verdiği kararlar, hala geçerli olan antitröst yasalarının öncülüğünü yapmış ve yatay birleşmelerin hızını kesmiştir. Bu gelişmenin ardından, Birinci Dünya Savaşı'na yol açacak olan gelişmelerin başlaması ilk dalganın sona ermesinin nedenleri olarak belirtilmektedir (Lipton, 2006: 4).

Birinci dalganın özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Owens, 2009):

- ✓ İlk birleşme dalgası, 1883 yılındaki depresyon döneminin devamında ortaya çıkmıştır. İlk birleşme dalgası sırasında gerçekleştirilen birleşme faaliyetlerinin yaklaşık üçte ikisi, petrol ürünleri, maden, metal, gıda ve ulaşım alanlarında yoğunlaşmıştır.
- ✓ İlk birleşme dalgası, birçok yatay birleşmeyi içerdiğinden, etkilenen sektörlerde tekelleşme sürecini başlatmıştır. Örneğin, J.P. Morgan, bu dönemde US Steel ile Carnegie Steel'e ek olarak 700'den fazla küçük çelik şirketi ile birleşmiştir. Birleşmeler sonrası ortaya çıkan aşırı büyüklükteki çelik şirketi, ABD'deki çelik üretiminin %80'ini kontrol altına almıştır.
- ✓ İlk birleşme dalgası sırasında yaratılan tekellere piyasanın gösterdiği tepki sonrası, Birleşik Devletler Adalet Bakanlığı, bir dizi büyük tekeli, Sherman Antitröst Yasasını (1890) ihlal etmekle suçlamıştır. Görevi süresince tröstlerle agresif bir şekilde mücadele eden Başkan Theodore Roosevelt (1901-1907), tröst düşmanı anlamı taşıyan "trustbuster" lakabı ile anılmaya başlanmıştır. Trustbusting, rekabeti koruyarak tröst ve benzeri yapılarının oluşumunun engellenmesi, eğer yapı oluşmuş ise parçalanması amacı güden ABD hükümetinin resmi politikası haline gelmiştir. Halefi William Howard Taft da Sherman Antitröst Yasasını şiddetle uygulamıştır.

İlk dalganın tepe noktasına, on yıl süren ekonomik durgunluğun ardından ekonomik genişleme döneminde ulaşılmıştır. Bu dönemde sanayi üretimi %100 büyümüş, bu dalgada gerçekleştirilen işlemler, tüm üretim varlıklarının ve çalışanlarının yaklaşık %15'ini içermiştir. Bu birleşme dalgasının bir diğer önemli özelliği ise, üreticilerin sektörler arasında eşzamanlı olarak birleşmesi, dolayısıyla “yatay birleşme” tanımına uygun olmasıdır. General Electric, Eastman Kodak, American Can, American Tobacco ve DuPont gibi ABD iş dünyasının devleri bu dönemdeki birleşmeler sonucunda oluşmuşlardır. Yaklaşık 71 önemli oligopol veya yarı-rekabetçi endüstriler birleşme ve devralmalarla monopollere dönüşmüştür. 1800'den fazla şirketin, gerçekleştirdikleri birleşmeler ve devralmalar sonucunda, tüzel kişilikleri sona ermiştir. Birleşmeler sonucu oluşan büyük şirketlerden, 72'si piyasanın en az %40'ının, 42'si ise kendi sektörlerinin en az %70'inin kontrolünü eline geçirmiştir. Amerikan endüstrisinin bu muazzam yeniden yapılanması, takip eden 50 yıl boyunca bozulmadan devam etmiş, tekellerin kontrol altına alınması ve önlenmesi için çıkarılan Sherman Yasası'na rağmen, ilk dalganın ilerlemesi, ancak yavaşlatılabilmiş, uzun süre durdurulamamıştır (Sudarsanam, 2003: 15).

2.2. İkinci Birleşme Dalgası (1916-1929)

İkinci dalga, Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra, ekonomik iyileşme ve tekelci güç hakkındaki kaygıların artması sonrasında ortaya çıkmıştır. İlk dalganın monopolleri yaratan dalga olarak bilinmesine benzer şekilde ikinci dalga oligopollerin yaratıcısı olarak nitelendirilir. Dalganın sonunda, her endüstrinin lideri konumunda monopolleşmiş büyük bir şirket olmamasına rağmen, iki veya üç şirket piyasayı, arzı ve fiyatları etkileme gücünü ellerinde bulundurmushlardır. Önceki dalgadan “kurtulabilen”, özellikle küçük şirketler, birleşme ve devralma pazarında oldukça rağbet görür hale gelmişlerdir. Söz konusu şirketler, daha önceki dalgalarda oluşmuş monopollerin gücüne karşı koyabilmek adına, ölçek ekonomilerini kullanmaya yönelmişlerdir. Oligopollerin ortaya çıkışının arkasındaki mantık, bir önceki dalganın birleşmiş şirketlerinin, önceki kriz ve anti-tröst yasaları sebebi ile kısıtlı kaynaklarla karşı karşıya kalmış olmalarıdır (Stigler, 1950: 22-34).

Birleşme faaliyetinin, gıda, kâğıt, matbaa ve demir endüstrilerinde yoğunlaştığı 1910'larda başlayan ikinci dalga, ilk dalgaya göre önemli ölçüde daha küçüktür. İlk dalganın büyüklüğünün, ABD pazarındaki toplam varlıkların %15'inden fazlasını aştığı sürede, ikinci dalganın büyüklüğü, %10'un altında kalmıştır.

İkinci dalgaya, ekonomik büyüme ve sermaye piyasalarının gelişmesi eşlik etmiştir. Bu dönemde yaklaşık 12.000 şirket birleşme ve devralma işlemleri sonucu tüzel kişiliğini kaybetmiştir. Çeşitli nedenlerden ötürü, büyük şirketlerin, sanayilerin pazar yapısı üzerindeki etkisi, ilk dalga sırasındaki etkisine göre azalmıştır. İmalat sektöründe gerçekleşen birleşmelerin çoğunun sonucunda, şirketler için küçük pazar payı artışları veya dikey entegrasyon sağlanmıştır. Böylece, ikinci dalga pek çok sanayide oligopol ve benzeri yapıların oluşması yönünde bir gelişim göstermiştir. 1929'da, o yılki borsa çöküşü ve buhranla birlikte, kurulan holdinglerin birçoğu iflas etmiştir (Sudarsanam, 2003: 15).

İkinci dalgadaki birleşmelerin özellikleri şu şekilde özetlenebilir (Owens, 2009):

- ✓ İkinci birleşme dalgası Birinci Dünya Savaşı sırasında başladı ve 29 Ekim 1929'da borsa çöküşüne kadar devam etmiştir.
- ✓ İlk birleşme dalgasının sonuna doğru hükümetin rekabeti koruma yönündeki tedbirlerinin artması ile birlikte, ikinci birleşme dalgası sırasında birleşmeler, hükümet denetimine daha fazla maruz kalmıştır. Clayton Yasası (1914), federal makamların artık rekabetçi birleşmelere karşı kullanabilecekleri ek bir enstrüman olarak öne çıkmıştır.
- ✓ Genel olarak, ikinci birleşme dalgasında gerçekleşen birleşmeler, ilk dalgada ortaya çıkan tekeller yerine yarattığı oligopollerle özdeşleştirilmiştir. Bu dönemde, yatay birleşmelerden daha fazla dikey birleşme ve devralma işlemi yapılmıştır.

2.3. Üçüncü Birleşme Dalgası (1965-1969)

Üçüncü birleşme dalgası dönemi, karma birleşmelerin ağırlık kazandığı birleşmeler dönemidir. IT&T, LTV, Teledyne ve Litton gibi büyük şirketler bu dönemdeki birleşmeler sonucunda yaratılmışlardır. Birçok önemli şirket, karma birleşme konseptini benimsemiş, faaliyetlerini yeni sanayi ve alanlara yayarak çeşitlendirme yoluna gitmiştir (Lipton, 2006: 5).

1965-1975 yılları arasındaki birleşmelerin %80'ini karma (conglomerate) birleşmeler oluşturmaktadır. Karma birleşmelerle oluşturulan şirketler, yalnızca ürün çeşitlendirmesi yoluyla değil, tamamen ilgisiz sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerle de birleşerek çeşitlendirilme stratejilerini oluşturmuşlardır. Aynı endüstrideki şirketler arasındaki birleşmeleri ciddi anlamda sınırlandıran katı anti-tröst yasalarının bir sonucu olarak,

şirketler, çeşitlendirme stratejileri oluşturmuş ve karma birleşmelerin sayısı hızla artmıştır. 1950'deki Celler-Kefauver Yasası'nın, katı anti-tröst yaptırımları, birinci ve ikinci dalganın büyüyen tekelleri ve oligopollerine tepki olarak uygulanmıştır. Yasanın temel amacı, kurumsal varlıkların rekabete sakatlayacak şekilde birleşmesini engellemektir. Bu tarz, rekabetin korunması yönündeki kanunların, yatay ve dikey birleşmelere yönelik olması ile şirketler, dışsal büyüme stratejilerini güncelleyerek, karma birleşmeler yolu ile büyüme yolunu seçmişlerdir (Shleifer ve Vishny, 1991: 51-59).

Fortune 500 şirketleri içerisinde, ilgisiz iş alanlarında faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleştirilen birleşmelerin oranı, 1949'da yaklaşık %4 iken, 1964'te yaklaşık %9'a yükselmiş; 1974'te ise %21'in üzerine çıkmıştır. Bu dönemdeki birleşmelerin, sanayilerin pazar payı dağılımları veya büyük şirketlerin endüstrilerde yarattığı yoğunlaşmalar üzerindeki etkisi çok az olmuştur. 1973'te Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) tarafından başlatılan petrol krizi ve devamında ortaya çıkan enflasyon sarmalı ve ekonomik durgunluğun beraber görüldüğü stagflasyon dönemi üçüncü dalganın sonunu getirmiştir (Sudarsanam, 2003: 16).

Üçüncü dalga birleşmelerin özellikleri şu şekilde özetlenebilir (Owens, 2009):

- ✓ Üçüncü birleşme dalgası birçok ülkenin ekonomik refah dönemleriyle çakışmıştır. Güçlü ekonomiler, şirketlerin, diğer şirketleri devralmak için gerekli kaynaklar sağlanmasını kolaylaştırdı.
- ✓ Üçüncü birleşme dalgası, conglomerate birleşmeleri olarak da bilinen ilişkisiz şirketler arasındaki birleşmelerle özdeşleşmiştir.
- ✓ Üçüncü birleşme dalgası sırasında, gerçekleştirilmek istenen yatay birleşmeler, katı bir anti-tröst kontrolüne tabi tutulmuştur. Bu dönemde, anti-tröst yasası uygulayıcılarının, ellerinde önemli bir mevzuat daha vardı: 1950 Celler-Kefauver Yasası. Bu yasa, Clayton ve Sherman Yasalarını güçlendirmiştir.

2.4. Dördüncü Birleşme Dalgası (1981-1989)

Dördüncü birleşme dalgasındaki işlemlerin ana karakteristiği düşmanca devralmaların önemli bir rol oynaması şeklindedir. Kurumlar ve stratejik iş ortaklıkları, kısa sürede anormal getiriler elde etmek amacı ile düşmanca devralmalara yönelmişlerdir. Bu dönemde görülen çok sayıdaki düşmanca birleşmeye rağmen, dördüncü dalga, stratejik birleşmelere karşı artan bir yoğunlaşma ile hatırlanmaktadır. Şirketler, bu dönemde birçok saldırı ve savunma stratejisi geliştirmiştir. Dördüncü birleşme dalgası, üçüncü dalgadaki aşırı yayılma ve çeşitlendirmenin düzeltilmesi, operasyonların küçültülmesi ve uzmanlaşmanın tekrar ön plana çıkartılması amacı güden önemli sayıdaki birleşme işlemi ile bilinmektedir (Gaughan, 2011).

Bu dönemde finansal serbestleşme ve deregülasyonların etkisi, özellikle, birleşmelerin yoğunlaştığı havayolu endüstrisinde görülmüştür. Mitchell ve Mulherin (1996), yaptıkları çalışmada; deregülasyonun etkilerinin, 1980'lerdeki serbestleşmenin, petrol fiyatı şoklarının, artan dış rekabet ve finansal yeniliklerin devralma faaliyetinin önemli bir bölümünü açıklayabileceğini ortaya koymuşlardır. Dördüncü birleşme dalgasının öne çıkan özelliklerinden bir diğeri ise birleşme faaliyeti sonrası transfer edilen teknolojilerle, üretim faaliyetlerinde yaratılan sinerjilerdir. Buna paralel olarak, sektörel yoğunlaşmalar teknoloji yoğun sektörlerde yaşanmıştır (Kleinert ve Klodt, 2002: 4).

Dördüncü dalga birleşmelerin özellikleri şu şekilde özetlenebilir (Owens, 2009):

- ✓ Dördüncü birleşme dalgası, Ronald Reagan'ın başkanlığı ve 1980'lerin ortalarından sonlarına doğru devam eden ekonomik refah ve finansal serbestleşme dönemine denk gelmiştir.
- ✓ Dördüncü birleşme dalgasında gerçekleşen birleşmelerin çoğunun dostça olmasına rağmen, bu dönem daha önceki birleşme dalgalarına göre daha fazla düşmanca devralmalar içeriyordu. Dördüncü birleşme dalgasında "kurumsal haydutluk" terimi ortaya çıkmıştır.
- ✓ Dördüncü birleşme dalgasının birleşmeleri önceki dönemlerin birleşimlerinden daha büyüktü. Milyar dolar büyüklüğündeki birleşmeler sıradan hale gelmiştir.
- ✓ Birleşmelerin finansmanında, borçlanma daha yaygın şekilde kullanılmıştır.

2.5. Beşinci Birleşme Dalgası (1992 - 2000)

Beşinci birleşme dalgası, dördüncü dalgaya benzer şekilde şirketlere birçok fırsat sunmuştur. Bununla birlikte, bu dönemde, düşmanca birleşmelerden ve kısa vadeli mali kumarlardan kaçınılmıştır. Şirketler, uzun vadeli taahhütlerden oluşan stratejik ve "dostça" anlaşmalara daha fazla odaklanmaya başlamıştır. Diğer birleşme dalgalarında olduğu gibi bu birleşme noktası da ekonomik büyümenin tepe noktasına denk gelmektedir. Bu

dönemde, borsalarda ve piyasa endekslerinde yeni zirveler görülmüştür. Şirketler, genişleme döneminde artan talebe cevap verebilmek adına yeniden birleşmeye başlamışlardır.

Beşinci dalga büyük anlaşmalar dönemi olarak da anılmaktadır. Bu dönem, milenyum balonunun patlamasıyla ve kurumsal yönetişimde devrime neden olan Enron gibi büyük skandallarla sona ermiştir. Beşinci dalga sırasında, eşi görülmemiş büyüklükteki uluslararası şirketler oluşmuş ve şirket büyüklüğünün önemi üzerinde durulmuştur. Yüksek pay senedi fiyatları, şirketleri cesaretlendirmiş ve şirketlerin rekabet edebilmesi için büyük olmaları gerektiği görüşü yaygınlaşmıştır. Citibank ve Travelers, Chrysler ve Daimler Benz, Exxon ve Mobil, Boeing ve McDonnell Douglas, AOL ve Time Warner, Vodafone ve Mannesmann'ın birleşmeleri gibi bir zamanlar imkânsız gibi gözükken birliktelikler ile dünya çapında birleşme hacimleri 2000'de dünya genelinde 3,3 trilyon dolara yükselmiştir. Tarihteki en büyük on anlaşmanın dokuzu 1998-2000 yılları arasında gerçekleşmiştir. Devasa büyüklükteki şirketlerin birbiri ile birleştiği bu dönemde, birleşme görüşmelerinin başlatılması için kullanılan slogan "eşitlerin birleşmesini görüşmek ister misiniz?" olmuştur. 2000 yılı, Time Warner ve AOL'un rekor seviyedeki, 165 milyar dolar değerindeki birleşmesinin ilanı ile başlamıştır (Lipton, 2006: 7).

Beşinci dalga, küreselleşme ve deregülasyonlar ile özdeşleştirilebilir. Küreselleşme, pazarların genişlemesine yol açmış ve şirket büyüklükleri bu eğilimi takip etmek durumunda kalmışlardır. Deregülasyon ile pazarlara giriş çıkışların kolaylaştırılması, ulusal tekel yapıları için uluslararası rakiplerin ortaya çıkmasına sebep olmuş ve sınır ötesi birleşmeler ve devralmalar yoluyla dış pazarlara girmek için zengin fırsatlar sunulmuştur. Bu dalganın anti-tröst politikaları, küresel rekabet alanındaki eksiklikleri sebebi ile ilgili yoğun eleştiriler almıştır. Beşinci birleşme dalgasında, en aktif endüstriler, küreselleşmiş (örneğin, motorlu araç veya ilaç endüstrileri) ve serbestleşmenin rekabet yoğunluğunu önemli ölçüde değiştirdiği (telekomünikasyon ve bilişim) endüstriler olmuştur (Kleinert ve Klodt, 2002: 5).

Beşinci dalga birleşmelerinin özellikleri şu şekilde özetlenebilir (Owens, 2009):

- ✓ Beşinci birleşme dalgası, 1990-91 ekonomik durgunluğundan sonra ortaya çıkmıştır.
- ✓ Dördüncü birleşme dalgasında olduğu gibi yine büyük ölçeklerde birleşmeler gerçekleşmiş; ancak düşmanca birleşme ve devralmalar azalmıştır.
- ✓ Dördüncü dalgadaki birleşmelerin birçoğu kısa dönemli mali kazançlar için yapılmıştır, bu dönemin birleşmeleri, uzun vadeli ticari stratejilere dayanmıştır.
- ✓ Borçla finanse edilen birleşmeler dördüncü dalgaya göre azalma eğilimi göstermiştir.

2.6. Altıncı Birleşme Dalgası (2003 - 2007)

2003 ve 2007 arasında diğer birleşme dalgalarına nazaran daha kısa, ancak yoğun bir birleşme dönemi bulunmaktadır. Bu dönemin altıncı birleşme dalgası oluşturduğuna dair güncel tartışmalar mevcuttur (Gaughan, 2011).

Altıncı birleşme dalgasının başladığı dönemde, ekonomideki durgunluk sonrasında faiz oranları düşük seviyelerde seyretmekteydi. Ekonomi düzelmeye başlamış olsa da faiz oranları düşük tutulmaya devam etmiş ve bunun sonucunda özel sektöre, birleşme ve devralmaları finanse edebilecekleri kaynaklar yaratılmıştır. Beşinci dalgada olduğu gibi, altıncı dalgada da şirketler, birleşmeleri, yabancı kaynaktan çok özkaynaklarını kullanarak finanse etmişlerdir.

Martynova ve Renneboog (2005), altıncı birleşme dalgasının oluşmasının nedeninin, esas olarak ABD'deki 11 Eylül terörist saldırısından sonraki işlemlerin ertelenmesi olduğunu iddia etmektedirler. Yaptıkları çalışmada, güven bunalımı yaşayan piyasalarda yatırımların ertelendiği, ancak, piyasalar normale dönmeye ve belirsizlik kaybolmaya başlayınca, yeniden başlayan yatırımların yeni bir dalga başlattığı görüşünü öne sürmektedirler.

Altıncı dalga süresince, 2002'de toplam değeri 1,2 trilyon dolardan düşük olan birleşme aktivitesi, 2006'nın sonuna kadar toplam 3,4 trilyona yükselecek şekilde hızlı bir artış trendine girmiştir. Bu artışın altında yatan faktörler arasında; küreselleşme, birleşmelerin bazı ülkelerin hükümetlerince teşvik edilmesi (örneğin Fransa, İtalya ve Rusya), emtia fiyatlarındaki yükseliş, düşük faizli finansman imkanları, hedge fonu ve özel sermaye fonlarının muazzam büyümesi sayılabilir (Lipton, 2006: 7).

Tablo 2'de Dünya'da gerçekleşmiş en büyük 30 birleşme ve devralma işlemi ve kamuya açıklanan değerleri yer almaktadır:

Tablo 2: Dünya’da Gerçekleşmiş En Büyük 10 Birleşme ve Devralma İşlemi

Sıra	Yıl	Devralan Şirket	Hedef Şirket	Değer (Milyar \$)	Değer (Milyar €)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,79	204,79
2	2000	American Online Inc	Time Warner	164,75	160,71
3	2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	130,30	100,46
4	2015	Anheuser-Busch Inbev	SABMiller PLC	101,48	92,27
5	2007	Spin-off	Philip Morris Intl Inc	107,65	68,08
6	2015	Anheuser-Busch Inbev	SABMiller PLC	101,10	91,93
7	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding	98,19	71,30
8	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,17	84,94
9	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	85,41	78,46
10	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	78,95	68,36

Kaynak: (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, 2016)

3. SONUÇ

Birleşme ve devralmaların ilk dalgası, 1800’lü yılların sonunda gerçekleştirilen yatay birleşmeler ile başlamıştır. Yatay birleşmeler yolu ile birleşen şirketler, 20. yüzyılın başlarında devasa büyüklükteki şirketlerin ortaya çıkmasına sebep olmuş ve sektör devlerini oluşturmuşlardır. Sektöre giriş çıkışın imkânsız olduğu, her sektörün rekabet edilemez bir hâkim güce teslim olduğu bu yıllarda, birleşme dalgasının oluşturduğu tekeller, özellikle ABD ekonomisini içinden çıkılmaz bir girdaba sürüklemiştir. Dönemin iktidarları, rekabeti bozacak birleşmeleri önlemek amacı ile bir dizi yasa çıkartarak yatay birleşmelerin hızını kesmişler; ancak durduramamışlardır.

İkinci dalgada, yavaşlayan şirket birleşmelerinin hızı, sektörlerdeki tekelleşmeleri azaltmış, ancak ortadan kaldıramamıştır. Birinci Dünya Savaşı ile 1929 Dünya Ekonomik Krizi (Büyük Buhran) arasındaki dönemi kapsayan ikinci birleşme dalgasında, piyasalar, monopol düzeninden oligopol düzenine evrilmiştir. Başka bir deyişle her sektör, bir olmasa bile, birkaç büyük şirketin egemenliği altındadır ve sektörlerde rekabet imkânı bulunmamaktadır. Endüstriye hâkim şirketlerin, fiyatlara etki edebilme gücü, bu ikinci dalgada da devam etmiştir. Bu dönemde de, rekabeti koruyucu kanunlar çıkarılmaya devam edilmiştir.

Temeli, birinci ve ikinci birleşme dalgaları dönemlerinde atılan rekabet kurumları, gerçekleştirilmek istenen yatay birleşmeleri, günümüzde hala dikkatle incelenmekte ve izne tâbi tutmakta; rekabeti bozabilecek birleşmeleri engellemektedir. Aynı faaliyet alanındaki şirketlerin birleşmesi olarak tanımlanabilecek yatay birleşmeler, hem ani bir şekilde üretim hacminin artırılmasına hem de yüksek pazar kontrolüne imkân sağlaması açısından, değer kazanarak büyümek isteyen şirketler tarafından sıklıkla tercih edilmektedir.

1960’lı yıllara rastlayan üçüncü birleşme dalgası ise karma birleşmeler dönemi olarak anılmaktadır. Birbiri ile ilişkili olmayan sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirdiği karma birleşmelerden, şirket birleşmeleri literatüründe, değer kaybettirici birleşmeler olarak söz edilmektedir. Söz konusu birleşmelerin, şirket ve paydaş değeri üzerinde olumsuz etkileri bulunmaktadır. Rasyonel amacı çeşitlendirme olarak tanımlanabilecek bu birleşmeler, sektörel riskleri azaltmak için şirketlerin tercih ettiği bir yöntem olarak bilinmektedir. Çeşitlendirme yolu ile, ülke riskinden kurtulmak isteyen şirketler ise uluslararası birleşmeler yolu ile bu amaçlarını gerçekleştirebilmektedirler.

1980’li yıllardan itibaren şirket birleşmeleri, dünya ekonomisine yön veren çok uluslu şirketlerin, büyümek ve kontrol alanlarını genişletmek amacı ile kullandıkları en önemli yöntemdir. Ülkelerden daha büyük şirketlerin olduğu bu dönemde, yabancı bir ülkeye doğrudan yatırım yaparak yeni işletme kurmanın maliyetlerine katlanmak yerine tercih edilen birleşmeler, özellikle kriz dönemlerini takip eden yıllarda artış göstermektedir.

Yapılan bu tarihsel değerlendirme ile görüldüğü gibi, birleşme ve devralma dalgalarını başlatan ve bitiren büyük ekonomik dönemeçlerdir. Her bir birleşme ve devralma dalgası, farklı birleşme çeşitlerini ortaya çıkartmış ve şirketler, bu dönemlerde farklı amaçlarla birleşme işlemlerini gerçekleştirmişlerdir. Büyümek, rekabet avantajını ele geçirmek ve maliyetleri düşürmek amaçlarının güdüldüğü birleşme işlemleri, günümüzde rekabet kurumlarının yaptırımları sebebi ile daha çok riski dağıtmak amacı ile karma birleşmeler şeklinde gerçekleştirilmektedir.

KAYNAKÇA

Alexandridis, G., Mavis, C. P., & Travlos, N. G. (2012). “How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave”, *European Journal of Finance*, Vol. 18: 663-688.

- Betton, S., Eckbo, E., & Thorburn, K. (2008). "Corporate Takeovers" (Ed. E. Eckbo), Handbook Of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Cilt 47, ss. 291-430, Elsevier/North-Holland, USA.
- Gaughan, P. A. (2011). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- Harford, J. (2005). "What drives merger waves?", Journal of Financial Economics, Vol. 77: 529-560.
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, (15.02.2016).
- Kleinert, J., & Klodt, H. (2002). "Causes and Consequences of Merger Waves", Kiel Working Paper No. 1092: 1-30.
- Lipton, M. (2006). "Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries", Osgoode Hall Law School/ York University. <http://cornerstone-business.com/MergerWavesTorontoLipton.pdf> (03.03.2015).
- Owens, J. K. (2009). Mergers & Acquisitions: The Five Merger Waves, West Texas A&M University, <http://www.wtamu.edu/~jowens/FIN6320/MERGER%20WAVES.htm> (28.05.2016).
- Salter, M. S., & Weinhold, W. A. (1979). Diversification Through Acquisition: Strategies for Creating Economic Value, Free Press, New York.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1991). "Takeovers in The '60s and '80s", Strategic Management Journal, Vol.12: 51-59.
- Stigler, G. J. (1950). "Monopoly and Oligopoly by Merger", The American Economic Review, Vol. 40, No:2: 22-34.
- Sudarsanam, S. (2003). Creating Value From Mergers And Acquisitions: The Challenges, Prentice Hall, New Jersey.
- Vancea, M. (2012). "An Overview on the Determinants of Mergers and Acquisition Waves", Economic Science Series: 390-397.
- Vasiliki, R. (2015). Mergers & Acquisitions: Evidence from the Pharmaceutical Industry in Europe, International Hellenic University <https://repository.ihu.edu.gr/xmlui/bitstream/handle/11544/14523/1103140016-.pdf?sequence=1>, (15.04.2016).