

T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN RAKİP
ŞİRKETLERİN NAKİT YÖNETİM POLİTİKALARI VE
STRATEJİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: AVRUPA'DA
SEKTÖREL BİR KARŞILAŞTIRMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Barışcem ÖZGÜR

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Oğuzhan BAHADIR

Haziran 2024

ÖNSÖZ

Bu tezi tamamlama sürecinde bana rehberlik eden ve destek olan birçok kişiye teşekkür etmek istiyorum. Öncelikle uzmanlığı ve tecrübesiyle bana yol gösteren ve destek olan Doç. Dr. Oğuzhan Bahadır'a teşekkürlerimi sunarım. Onun bilgisi, deneyimi ve teşviki bu çalışmayı tamamlamam için bana çok yardımcı oldu. Bana birçok konuda yol gösteren ve farklı bakış açıları kazandıran Doç. Dr. Melik Ertuğrul ve Arş. Gör. Muhammet Sergen Akarsu'ya teşekkürü borç bilirim. Onların katkıları ve fikirleri tezi geliştirmemde ve zenginleştirmemde önemli rol oynadı. Zor zamanlarımda anlayışla arkamda duran ve sabırla her şekilde bana destek olan anneme ve aileme sonsuz minnettarım. Onların destekleri ve sevgileri olmadan bu zorlu süreci tamamlamak benim için mümkün olmazdı. Bu tezi tamamlarken katkısı olan herkese en içten teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	v
TABLO LİSTESİ	vi
RÉSUMÉ	vii
ABSTRACT	x
ÖZET	xiii
GİRİŞ	1
1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ KAVRAMI	6
1.1. Birleşme ve Şirket Alımlarının Kapsamı	6
1.2. Birleşme Türleri	8
1.2.1. Yatay Birleşme ve Satın Alma İşlemleri	9
1.2.2. Dikey Birleşme ve Satın Alma İşlemleri.....	11
1.2.3. Türdeş Birleşme ve Satın Alma İşlemleri	13
1.2.4. Aykırı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri	13
1.3. Tarihsel Süreçte Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Gelişimi.....	14
1.3.1. Birinci Dalga (1897 – 1907)	16
1.3.2. İkinci Dalga (1916 – 1929)	17
1.3.3. Üçüncü Dalga (1965 – 1969)	18
1.3.4. Dördüncü Dalga (1981 – 1989).....	19
1.3.5. Beşinci Dalga (1992 – 2000).....	20
1.3.6. Altıncı Dalga (2002 – 2007)	21
1.3.7. Yedinci Dalga (2011 - Günümüz)	21
2. YATAY BİRLEŞMELERİN RAKİP ŞİRKETLER ÜZERİNDEKİ OLASI ETKİLERİ	22
3. ŞİRKET SATIN ALMA VE BİRLEŞME İŞLEMLERİNİN NEDENLERİ VE SONUÇLARI	25
3.1. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Arkasındaki Motivasyonlar.....	25
3.1.1. Sinerji	26
3.1.2. Ölçek Ekonomisi	27
3.1.3. Pazar Gücü	28

3.1.4.	Hızlı Büyüme	29
3.1.5.	Çeşitlendirme	29
3.1.6.	Finansal Nedenler.....	30
3.1.7.	Vergi Avantajları.....	31
3.1.8.	İşletmeyi Potansiyel Kapasitesine Ulaştırmak	31
3.1.9.	Küreselleşme ve Serbestleşme	32
3.1.10.	Fikri Mülkiyet ve Bilgi Birikimi Transferi.....	33
3.2.	Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Performansına Etki Eden Faktörler	34
4.	BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN RAKİP ŞİRKETLERİN NAKİT YÖNETİM POLİTİKALARINA ETKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI	37
4.1.	Sektörel Etkiler.....	38
4.2.	Finansal Performans Üzerindeki Etkiler	40
5.	ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE HİPOTEZ	44
5.1.	Değişkenlerin Seçimi ve Modelin Belirlenmesi	44
5.2.	Veri Setinin Belirlenmesi	52
6.	BULGULAR VE DEĞERLENDİRME	57
6.1.	Sektör Bazlı Sonuçlar ve Yorumlar	57
6.2.	Sektör ve Ülke Bazlı Sonuçlar ve Yorumlar	60
7.	SONUÇ.....	62
	KAYNAKÇA.....	65
	EKLER.....	75
	ÖZGEÇMİŞ.....	76

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Nakit Ak.	: Nakit Akışı
Art. Ort.	: Aritmetik Ortalama
Ar-Ge	: Araştırma ve Geliştirme
Bağımlı Değ.	: Bağımlı Değişken
BSA İşlemi	: Birleşme ve Satın Alma İşlemi
BSKO	: Borç Servisi Karşılama Oranı
Fin. Nakit Akışı Oranı	: Finansal Nakit Akışı Oranı
İst.	: İstatistiksel
M	: Milyon
Maks.	: Maksimum
Min.	: Minimum
Önem. Der.	: Önemlilik Derecesi
Özs.	: Özsermaye
TİS	: Ticari İşletme Sermayesi
Oper. Gider Oranı	: Operasyonel Giderler Oranı
Reg.	: Regresyon
Serb. Nakit Akışı Marjı	: Serbest Nakit Akışı Marjı
s.	: Sayfa
Telek.	: Telekomünikasyon
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
ve diğ.	: ve diğerleri
v.b.	: ve benzeri
Yatırım Harc. Oranı	: Yatırım Harcamaları Oranı

TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1. Birleşme ve Satın Alma Dönemleri ve Özellikleri	16
Tablo 5.1. İncelemeye Konu Olan Birleşme ve Satın Alma İşlemi Sayısı	53
Tablo 5.2. İncelemeye Konu Olan Şirket Sayısı	54
Tablo 5.3. Perakende Sektörü Özet İstatistikler.....	55
Tablo 5.4. İlaç Sektörü Özet İstatistikler.....	55
Tablo 5.5. Tarım Sektörü Özet İstatistikler.....	56
Tablo 5.6. Telekom. Sektörü Özet İstatistikler.....	56
Tablo 6.1. İst. Veriler ve Analiz Sonuçları.....	59
Tablo 6.2. Birleşik Krallık Sektör Bazlı Sonuçlar	61
Tablo 6.3. Almanya ve Fransa Sektör Bazlı Sonuçlar	61

RÉSUMÉ

L'IMPACT DES FUSIONS ET ACQUISITIONS SUR LA GESTION DE TRÉSORERIE DES ENTREPRISES CONCURRENTES: UNE COMPARAISON SECTORIELLE EN EUROPE

Barişcem ÖZGÜR

Les fusions et acquisitions (M&A) sont des stratégies fréquemment employées par les entreprises pour maintenir leur présence sur le marché, atteindre la croissance et acquérir des avantages concurrentiels. Ces transactions peuvent avoir des implications significatives non seulement sur les entités fusionnées ou acquises, mais aussi sur d'autres entreprises rivales au sein de l'industrie. Cette étude vise à examiner l'impact des transactions de fusion et acquisition sur les politiques et stratégies de gestion de trésorerie des entreprises rivales.

L'objectif principal de la recherche est de déterminer comment les transactions de fusion et acquisition influencent les politiques de gestion de trésorerie des entreprises rivales et de délimiter ces effets dans différents contextes industriels et nationaux. L'étude se concentre sur les secteurs de la vente au détail, des télécommunications, de la pharmacie et de l'agriculture, où le flux de trésorerie joue un rôle crucial. Divers indicateurs financiers tels que les données de flux de trésorerie des entreprises cotées en bourse, les ratios de la dette par rapport aux capitaux propres et les mesures d'efficacité opérationnelle sont pris en compte.

En utilisant une analyse de régression en panel, cette recherche examine les entreprises cotées en bourse dans les cinq plus grandes économies d'Europe : l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Italie et l'Espagne. Les effets des transactions de fusion et acquisition survenues entre 2005 et 2022 sont examinés, avec des analyses plus détaillées sur une base spécifique à chaque pays. Les méthodes utilisées dans cette étude permettent une évaluation approfondie de l'impact des transactions de fusion et acquisition sur les politiques de gestion de trésorerie des entreprises rivales sous différents angles.

Dans le cadre de cette étude, la relation entre les stratégies de gestion de trésorerie des entreprises rivales dans les secteurs de la vente au détail, de la pharmacie, de l'agriculture et des télécommunications et les transactions de fusion et acquisition est explorée, en tenant compte de diverses variables de contrôle. Les hypothèses concernant l'existence de relations significatives entre les transactions de fusion et acquisition et les stratégies de gestion de trésorerie des entreprises rivales constituent la base de l'investigation. Un modèle économétrique est utilisé pour examiner l'impact des transactions de fusion et acquisition sur les stratégies de gestion de trésorerie et les performances financières des entreprises rivales. Diverses mesures financières telles que les ratios de flux de trésorerie, les ratios de la dette par rapport aux capitaux propres, les cycles de conversion de trésorerie, les ratios de rotation du fonds de roulement, les ratios de dépenses d'investissement, les ratios d'endettement net, les

ratios de Q de Tobin et les ratios de dépenses opérationnelles par rapport aux ventes nettes sont utilisées comme variables de contrôle. Inspirée par les travaux de Hu et Li (2022), le ratio de liquidités par rapport aux actifs totaux est désigné comme la variable dépendante pour l'analyse des stratégies de gestion de trésorerie.

Ensuite, une analyse de données de panel est réalisée pour examiner si les transactions de fusion et acquisition modifient les stratégies de trésorerie des entreprises rivales. La pertinence du Modèle à Effets Fixes ou du Modèle à Effets Aléatoires est déterminée à l'aide du Test de Hausman, le Modèle à Effets Fixes étant jugé plus approprié. De plus, la présence d'hétéroscédasticité et de problèmes d'autocorrélation est testée et des ajustements nécessaires sont apportés.

Basé sur la revue de littérature concernant les effets potentiels des transactions de fusion et acquisition, il est généralement soutenu que ces transactions améliorent le pouvoir de marché, entraînant des gains opérationnels et financiers. Cependant, certaines études ont examiné comment ces transactions affectent les dynamiques de concurrence et les structures de coûts à l'échelle de l'industrie. De plus, diverses analyses ont exploré les facteurs déterminants et les impacts des transactions de fusion et acquisition sur les performances financières.

Les études examinant les effets des transactions de fusion et acquisition (F&A) sur la performance financière présentent des perspectives divergentes. Alors que certains prônent la création de synergies grâce aux transactions de F&A, d'autres soutiennent que l'impact de ces transactions sur la performance financière est ambigu. Les études menées en Turquie suggèrent que les transactions de F&A affectent généralement de manière négative la performance des entreprises acquéreuses. Selon les observations d'une étude similaire à celle-ci, les entreprises concurrentes tendent à ajuster leurs politiques de trésorerie après des fusions horizontales pendant une période pouvant aller jusqu'à trois ans. En particulier, les entreprises ayant des ratios Q de Tobin plus élevés tendent à augmenter leurs réserves de trésorerie après la fusion, tandis que les entreprises disposant de sources de financement externe limitées tendent à augmenter stratégiquement leurs positions de trésorerie pour renforcer leurs positions concurrentielles. Les entreprises investissant massivement dans la recherche et développement (R&D) montrent une augmentation significative de leurs réserves de trésorerie après la fusion, ce qui pourrait indiquer leur inclination à exploiter les opportunités d'innovation. Cependant, dans les secteurs à forte concentration de marché, les entreprises concurrentes tendent à apporter moins de modifications à leurs réserves de trésorerie après la fusion, ce qui est attribué à la domination des entreprises leaders du marché dans la détermination des prix.

Les résultats de l'analyse indiquent que les transactions de fusion et acquisition exercent des effets variables sur les politiques et stratégies de gestion de trésorerie des entreprises rivales, avec des disparités observées entre les secteurs et les pays. En particulier, le secteur agricole présente la sensibilité la plus élevée aux transactions de fusion et acquisition. Les entreprises de ce secteur ont tendance à analyser méticuleusement les impacts potentiels des fusions et acquisitions et à façonner en conséquence leurs stratégies de gestion de trésorerie.

On observe que les entreprises des secteurs de la vente au détail et de l'agriculture ont tendance à augmenter leurs positions de trésorerie en réponse aux transactions de fusion et acquisition, tandis que celles des secteurs pharmaceutiques et des

télécommunications ont tendance à diminuer leurs positions de trésorerie. Cependant, des résultats statistiquement significatifs ne sont obtenus que pour le secteur agricole. Cela suggère que les effets des transactions de fusion et acquisition sur les politiques de gestion de trésorerie des entreprises rivales ne sont pas toujours statistiquement significatifs.

Les analyses spécifiques à chaque pays révèlent que les entreprises du secteur agricole présentent une réponse plus prononcée aux transactions de fusion et acquisition au Royaume-Uni. Cependant, des résultats statistiquement significatifs n'ont pas pu être obtenus pour la France et l'Allemagne en raison de tailles d'échantillon insuffisantes. De plus, aucune corrélation statistiquement significative n'est trouvée entre les transactions de fusion et acquisition et les stratégies de gestion de trésorerie dans les secteurs pharmaceutique, de la vente au détail et des télécommunications. Ces résultats soulignent la variabilité des effets des transactions de fusion et acquisition en fonction des dynamiques sectorielles et nationales spécifiques.

En conclusion, cette recherche fournit une analyse détaillée des effets des transactions de fusion et acquisition sur les politiques de gestion de trésorerie des entreprises rivales, mettant en lumière les disparités sectorielles et nationales. L'étude éclaire sur divers facteurs que les entreprises devraient prendre en compte lors de l'élaboration de leurs stratégies de gestion de trésorerie et offre des aperçus précieux pour la recherche future. Comprendre les déterminants clés influençant les stratégies de gestion de trésorerie englobe des considérations stratégiques et des dynamiques de marché dans les processus de prise de décision financière des entreprises. Dans ce contexte, les effets des transactions de fusion et acquisition sur les politiques de gestion de trésorerie des entreprises rivales devraient être évalués en tenant compte des dynamiques sectorielles et nationales spécifiques.

Mots-Clés : Fusions et Acquisitions, Gestion De Trésorerie, Stratégies Des Concurrents, Commerce De Détail, Télécommunications, Produits Pharmaceutiques, Agriculture, Europe

ABSTRACT

THE IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON RIVAL FIRMS' CASH MANAGEMENT: A SECTORAL COMPARISON IN EUROPE

Barişcem ÖZGÜR

Mergers and acquisitions (M&A) are strategic moves frequently employed by companies to sustain their presence in the market, achieve growth, and gain competitive advantages. These transactions can have significant implications not only on the entities being merged or acquired but also on other rival firms within the industry. This study aims to investigate the impact of M&A transactions on the cash management policies and strategies of rival companies.

The primary objective of the research is to ascertain how M&A transactions influence the cash management policies of rival companies and to delineate these effects across industry and country contexts. The study focuses on the retail, telecommunications, pharmaceutical, and agricultural sectors, where cash flow plays a critical role. Various financial indicators such as cash flow data of publicly traded companies, debt-to-equity ratios, and operational efficiency metrics are considered.

Using panel regression analysis, this research examines publicly traded companies in the five largest economies of Europe: Germany, the United Kingdom, France, Italy, and Spain. The effects of M&A transactions occurring between 2005 and 2022 are scrutinized, with analyses further detailed on a country-specific basis. The methods employed in this study allow for a comprehensive evaluation of how M&A transactions affect the cash management policies of rival companies from various perspectives.

Within the framework of this study, the relationship between the cash management strategies of rival companies in the retail, pharmaceutical, agricultural, and telecommunications sectors and M&A transactions is explored, accounting for various control variables. Hypotheses regarding whether significant relationships exist between M&A transactions and the cash management strategies of rival companies form the basis of the investigation. An econometric model is utilized to examine the impact of M&A transactions on rival companies' cash management strategies and financial performances. Various financial metrics such as cash flow ratios, debt-to-equity ratios, cash conversion cycles, working capital turnover ratios, investment expenditure ratios, net indebtedness ratios, Tobin's Q ratios, and operational expenses to net sales ratios are employed as control variables. Inspired by the work of Hu and Li (2022), the cash-to-total-assets ratio is designated as the dependent variable for analyzing cash management strategies.

Subsequently, panel data analysis is conducted to examine whether M&A transactions alter rival companies' cash strategies. The suitability of Fixed Effects Model or Random Effects Model is determined using the Hausman Test, with the

Fixed Effects Model deemed more appropriate. Additionally, the presence of heteroskedasticity and autocorrelation issues is tested and necessary adjustments are made.

Based on the literature review concerning the potential effects of mergers and acquisitions (M&A) transactions, it is generally argued that M&A transactions enhance market power, resulting in operational and financial gains. However, some studies have examined how these transactions affect competition dynamics and industry-wide cost structures. Furthermore, various analyses have explored the determining factors and impacts of M&A transactions on financial performance.

Studies examining the effects of M&A transactions on financial performance present differing perspectives. While some advocate for the creation of synergy through M&A transactions, others argue that the impact of these transactions on financial performance is ambiguous. Studies conducted in Turkey suggest that M&A transactions generally negatively affect the performance of acquiring companies. According to observations in a study similar to this one, rival companies tend to adjust their cash policies following horizontal mergers for up to three years. Particularly, companies with higher Tobin's Q ratios tend to increase their cash reserves post-merger, while firms with limited external financing sources tend to strategically increase their cash positions to strengthen their competitive positions. Companies making high R&D investments exhibit a significant increase in cash reserves post-merger, potentially indicative of their inclination to capitalize on innovation opportunities. However, in sectors with high market concentration, rival companies tend to make fewer changes to their cash reserves post-merger, attributed to the dominance of market-leading companies in price determination.

The findings of the analysis indicate that M&A transactions exert variable effects on the cash management policies and strategies of rival companies, with disparities observed across sectors and countries. Particularly, the agricultural sector exhibits the highest sensitivity to M&A transactions. Companies in this sector tend to meticulously analyze the potential impacts of mergers and acquisitions and shape their cash management strategies accordingly.

It is observed that companies in the retail and agricultural sectors tend to increase their cash positions in response to M&A transactions, while those in the pharmaceutical and telecommunications sectors exhibit a tendency to decrease their cash positions. However, statistically significant results are only obtained for the agricultural sector. This suggests that the effects of M&A transactions on the cash management policies of rival companies may not always be statistically significant.

Country-specific analyses reveal that companies in the agricultural sector exhibit a more pronounced response to M&A transactions in the United Kingdom. However, statistically significant results could not be obtained for France and Germany due to insufficient sample sizes. Moreover, no statistically significant correlation is found between M&A transactions and cash management strategies in the pharmaceutical, retail, and telecommunications sectors. These findings underscore the variability of the effects of M&A transactions depending on sectoral and country-specific dynamics.

In conclusion, this research provides a detailed analysis of the effects of M&A transactions on the cash management policies of rival companies, highlighting sectoral

and country-specific disparities. The study sheds light on various factors that companies should consider when shaping their cash management strategies and offers valuable insights for future research. Understanding the key determinants influencing cash management strategies encompasses strategic considerations and market dynamics in companies' financial decision-making processes. In this context, the effects of M&A transactions on the cash management policies of rival companies should be evaluated considering sectoral and country-specific dynamics.

Keywords : **Mergers and Acquisitions, Cash Management, Competitor Strategies, Retail, Telecommunication, Pharmaceuticals, Agriculture, Europe**



ÖZET

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN RAKİP ŞİRKETLERİN NAKİT YÖNETİM POLİTİKALARI VE STRATEJİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: AVRUPA'DA SEKTÖREL BİR KARŞILAŞTIRMA

Barışcem ÖZGÜR

Birleşme ve satın alma işlemleri, şirketlerin pazarda varlıklarını sürdürmek, büyümek ve rekabet avantajı elde etmek için sıklıkla başvurdukları stratejik hamlelerdir. Bu işlemler sadece birleşen veya satın alınan şirketler üzerinde değil, aynı zamanda sektördeki diğer rakip şirketler üzerinde de önemli etkiler yaratabilir. Bu çalışmada, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikaları ve stratejileri üzerindeki etkisinin araştırılması amaçlanmıştır.

Araştırmanın temel amacı, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikalarına nasıl yansıdığını belirlemek ve bu etkilerin sektörel ve ülkesel farklılıklarını ortaya koymaktır. Çalışmada, nakit akışının kritik öneme sahip olduğu perakende, telekomünikasyon, ilaç ve tarım sektörleri incelenmiştir. Bu sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin nakit akışı verileri, borç/öz sermaye oranları ve operasyonel verimlilik metrikleri gibi çeşitli finansal göstergeleri dikkate alınmıştır.

Panel regresyon analizi kullanılarak yapılan bu çalışmada, Almanya, Birleşik Krallık, Fransa, İtalya ve İspanya gibi Avrupa'nın beş büyük ekonomisindeki halka açık şirketler analiz edilmiştir. 2005-2022 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin etkileri incelenerek, ülke bazlı analizlerle detaylandırılmıştır. Çalışmada kullanılan yöntemler, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikalarına olan etkilerini çeşitli açılardan değerlendirme imkânı sunmuştur.

Bu çalışmada, perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon sektörlerindeki rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri ile birleşme ve satın alma işlemleri arasındaki ilişki çeşitli kontrol değişkenleri dikkate alınarak araştırılmaktadır. Bu çerçevede, birleşme ve satın alma işlemleri ile rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı hipotezleri araştırmanın temelini oluşturmaktadır. Bu kapsamda, ekonometrik bir model kullanılarak birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri ve finansal performansları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Modelde, çeşitli nakit akışı oranları, borç / özsermaye oranı, nakit dönüş süresi, ticari işletme sermayesi oranı, yatırım harcamaları oranı, net borçluluk oranı, Tobin Q oranı ve operasyonel giderlerin net satışlara oranı gibi çeşitli finansal ölçütler kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Hu ve Li'nin (2022) çalışmasından esinlenerek, nakit yönetim stratejilerini analiz etmek için nakit / toplam varlıklar oranı bağımlı değişken olarak belirlenmiştir.

Sonrasında ise panel veri analizi yöntemi kullanılarak, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit stratejilerini değiştirip değiştirmediği analiz edilmiştir. Çalışmada, Sabit Etkiler Modeli veya Rassal Etkiler Modeli'nin uygunluğunu belirlemek için Hausman Testi uygulanmış ve Sabit Etkiler Modeli'nin daha uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, heteroskedasite ve otokorelasyon sorunlarının varlığı test edilmiş ve gerekli düzeltmeler yapılmıştır.

Birleşme ve satın alma işlemlerinin olası etkileri üzerine yapılan literatür taramasına göre, birleşme ve satın alma işlemlerinin genellikle pazar gücünü artırarak operasyonel ve finansal kazançlar sağladığını öne sürülmektedir. Bununla birlikte bazı araştırmalar ise, bu işlemlerin rekabet dinamiklerini ve sektör genelindeki maliyet yapılarını nasıl etkilediğini de ele almıştır. Ayrıca farklı araştırmalarda birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal performans üzerindeki etkilerini analiz etmiştir.

Birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal performans üzerindeki etkileri inceleyen çalışmalarda, bazı araştırmacılar birleşme ve satın alma işlemlerinin sinerji yaratması gerektiğini savunurken, diğer bazı araştırmacılar bu işlemlerin finansal performans üzerindeki etkisinin net olmadığını öne sürmektedir. Türkiye'de yapılan çalışmalar ise, birleşme ve satın alma işlemlerinin genellikle alıcı şirketlerin performansını olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Bu çalışmaya benzer bir araştırmadaki gözlemlere göre, yatay birleşmelerin ardından rakip şirketlerin üç yıl boyunca nakit politikalarını değiştirme eğiliminde oldukları öne sürülmektedir. İlk olarak, bu şirketler arasında, özellikle daha yüksek Tobin Q oranlarına sahip olanların, birleşme sonrası nakit rezervlerini artırma eğiliminde oldukları görülmektedir. Ayrıca, dış finansman kaynakları sınırlı olan şirketler, rekabet pozisyonlarını güçlendirmek amacıyla stratejik olarak nakit pozisyonlarını artırma eğilimindedir. Yüksek Ar-Ge yatırımları yapan şirketler de birleşmelerden sonra nakit rezervlerinde belirgin bir artış göstermekte olup, ilgili çalışmada bu durumun onların inovasyon odaklı yatırımlar için fırsatları değerlendirme eğilimleriyle bağlantılı olduğu öne sürülmektedir. Bununla birlikte, yüksek pazar konsantrasyonuna sahip sektörlerde, rakip şirketlerin birleşmelerden sonra nakit rezervlerinde daha az değişiklik yapma eğiliminde oldukları görülmektedir. Bu, piyasa gücüne sahip şirketlerin fiyat belirleyici olmaları ile bahse konu araştırmada açıklanmaktadır.

Analizler sonucunda elde edilen bulgular, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikaları ve stratejileri üzerinde değişken etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Bu etkilerin sektöre ve ülkeye göre farklılık gösterebildiği belirlenmiştir. Özellikle tarım sektöründe birleşme ve satın alma işlemlerine karşı en yüksek hassasiyetin olduğu tespit edilmiştir. Tarım sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin, birleşme ve satın alma işlemlerinin potansiyel etkilerini detaylı bir şekilde analiz etme eğiliminde oldukları ve nakit yönetim stratejilerini bu doğrultuda şekillendirdikleri gözlemlenmiştir.

Perakende ve tarım sektörlerindeki şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerine tepki olarak nakit pozisyonlarını artırma eğiliminde oldukları, ilaç ve telekomünikasyon sektörlerinde ise nakit pozisyonlarını azaltma eğilimi gösterdikleri tespit edilmiştir. Ancak, bu bulgular arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar sadece tarım sektörü için elde edilmiştir. Bu durum, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikaları üzerinde her zaman anlamlı bir etkiye sahip olmayabileceğini göstermektedir.

Ülke bazlı analizlerde ise, tarım sektöründeki şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerine verdikleri tepkinin, Birleşik Krallık'ta daha belirgin olduğu tespit edilmiştir. Fransa ve Almanya'da ise yeterli örneklem sayısına ulaşamadığı için istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. İlaç, perakende ve telekomünikasyon sektörlerinde ise birleşme ve satın alma işlemleri ile nakit yönetim stratejileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir bağlantı bulunamamıştır. Bu bulgular, birleşme ve satın alma işlemlerinin etkilerinin sektörel ve ülkesel dinamiklere bağlı olarak değişebileceğini göstermektedir.

Sonuç olarak, bu araştırma, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikaları üzerindeki etkilerini detaylı bir şekilde analiz etmiş ve bu etkilerin sektörel ve ülkesel farklılıklarını ortaya koymuştur. Çalışma, şirketlerin nakit yönetim stratejilerini şekillendirirken dikkate almaları gereken çeşitli faktörlere ışık tutmakta ve gelecekte yapılacak araştırmalara yönelik önemli ipuçları sunmaktadır. Nakit yönetim stratejilerini etkileyen temel belirleyicilerin anlaşılması, şirketlerin finansal karar alma süreçlerine yönelik stratejik düşünceler ve pazar dinamiklerini kapsamaktadır. Bu bağlamda, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikaları üzerindeki etkileri, sektörel ve ülkesel dinamikler göz önünde bulundurularak değerlendirilmelidir.

Anahtar kelimeler

: Birleşme ve Satın Alma, Nakit Yönetimi, Rakip Stratejileri, Perakende, Telekomünikasyon, İlaç, Tarım, Avrupa

GİRİŞ

Dünya çapındaki değişen ve gelişen sektörler ve ilgili iş ortaklıkları, işletmelerin gelecekteki stratejilerini ve operasyonlarını etkileyen çeşitli değişimlere yol açmaktadır. Örneğin, sadece işletmenin sürekliliğini sağlamak veya işlevselliği sürdürmek artık şirketler için dikkate değer bir başarı olarak kabul edilmemektedir. Bunun yerine hem işletmenin devamlılığını hem de iş hacmini ve operasyonlarını genişletmeyi hedeflemek, onlar için önemli bir amaç haline gelmiştir. Pazarın genişlemesi ve tüketici taleplerinin artmasıyla birlikte, pazarda önemli bir rekabet avantajı arayan şirketler, satın almalar ve birleşme işlemlerini de içeren çeşitli stratejiler benimsemektedirler (Sharma ve Thistle, 1996). Ayrıca, Markman'a göre (Markman, 2009), birleşme ve satın alma işlemlerinin hem ürün pazarı rekabetini hem de faktör pazarı rekabetini arttırdığı öngörülmektedir. Bunun da ürün pazarlarındaki potansiyel rekabeti artırabildiği öne sürülmektedir. Teorik çerçeve ve genel kabul gören inançlar, şirketlerin, faaliyetleri dışında kalan sektörlerle giriş yapmak, birleşen şirketler arasında sinerjik kaynak etkileşimleri oluşturmak ve diğer çeşitli motivasyonlar ile pazara giriş engellerini aşmak gibi çeşitli amaçlarla birleşmelere giriştiğini öne sürmektedir (Jensen ve Ruback, 1983).

Birleşme ve satın alma işlemlerinin farklı çeşitleri ve sınıflandırmaları bulunmaktadır. Bunların her biri satın alınan veya birleşen şirketler arasındaki ilişkileri betimleyecek şekilde tanımlanır. Birleşme ve satın alma işlemleri literatürde; yatay, dikey, türdeş ve aykırı olmak üzere 4 ana bölümde incelenmektedir.

Yatay birleşmeler, özellikle aynı sektörde ve pazarda faaliyet gösteren şirketlerin güçlerini birleştirdiği bölgelerde yaygın olarak görülmektedir. Bu tür yatay birleşme ve satın alma işlemlerine cevaben, rakip şirketlerin nakit davranışlarını anlamak, sektör içindeki stratejik dinamikleri ve finansal sonuçları anlamak için büyük öneme sahiptir. Bu bağlamda, bir şirketin finansal kaynaklarının önemli bir bileşeni olan nakit, finansal sağlığının ve stratejik esnekliğinin bir göstergesi olarak hizmet etmektedir (Opler ve diğ. 1999). Rakip şirketler arasında birleşme ve satın alma işlemlerinden önce ve sonra nakit tutarlarındaki değişiklikleri gözlemlemek, stratejik

tepkilerini, risk yönetimi yaklaşımlarını ve genel finansal dayanıklılıklarını anlamak için önem arz etmektedir.

Günümüzün son derece rekabetçi pazar ortamında, nakit yönetiminin önemi gün geçtikçe şirketlerin öncelikleri arasında üst sıralara tırmanmaktadır. Nakit, sadece finansal bir can simidi olarak hizmet etmekle kalmaz, aynı zamanda bir şirketin rekabet avantajını şekillendirmede kilit bir rol oynar. Dolayısıyla etkin bir nakit yönetimi bir şirketin operasyonel esnekliğini güçlendirebilir, büyüme girişimlerini destekleyebilir ve ekonomik belirsizliklere karşı dayanıklılığı güçlendirebilir. Sonuç olarak, nakit kaynakların verimli bir şekilde kullanılması, sağlam finansal politikaların bir göstergesi olarak öne çıkmaktadır ve bir şirketin zorluklarla başa çıkma yeteneğini ve fırsatları değerlendirme yeteneğini yansıtmaktadır (Opler ve diğ. 1999). Analistler, bir şirketin nakit rezervlerini dikkatlice inceleyerek, likidite durumunu, özkaynak yeterliliğini ve genel finansal gücünü değerlendirmektedirler. Ayrıca, nakit kaynakların etkin yönetimi, yönetim becerisi, ihtiyatlı risk yönetimi uygulamaları ve uzun vadeli sürdürülebilirliğe olan bağlılığı ifade etmektedir (Bates ve diğ. 2009). Yatay birleşme ve satın alma işlemleri, perakende, telekomünikasyon, ilaç sektörü ve tarım sektörü de dahil olmak üzere çeşitli sektörlerde, şirketlerin nakit yönetim stratejilerini derinlemesine etkileyebilmektedir.

Bahse konu yatay birleşme ve satın alma işlemleri, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesi sonrasında temel olarak pazar dinamiklerini, rekabet ortamlarını ve stratejik zorunlulukları yeniden şekillendirmektedir (Mitchell ve Mulherin, 1996). Sonuç olarak, yatay birleşme ve satın alma faaliyetlerine dahil olan şirketler, genellikle üretim maliyetlerindeki değişim, sinerji etkileri ve finansal önceliklerin stratejik olarak yeniden düzenlenmesi gibi faktörlerden kaynaklanan sebeplerle nakit pozisyonlarında önemli dalgalanmalar yaşamaktadırlar.

Hu Xiaoxue ve Li Dongxu'nun (2022) “*Yatay birleşmeler rakiplerin nakit rezervlerini nasıl etkiler?*” başlıklı araştırması, bu konuyu ele almaktadır. Bu çalışma, 1984 ve 2016 yıllarına ait ABD şirketleri arasında gerçekleştirilen 16.597 yatay birleşme ve satın alma işlemi örneğini kullanarak, yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit rezervlerini nasıl etkilediğini incelemektedir. Bu kapsamda, ilgili işlemten önceki ve sonraki üç yıllık dönem analize dahil edilerek, yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketler üzerindeki olası etkilerini, birleşme sonrası nakit davranışlarında ve nakit rezervlerindeki değişiklikleri analiz

edilmiştir. Bulgular, yatay birleşme ve satın alma işlemlerine cevaben rakip şirketlerin nakit pozisyonlarının, sektör yapısı, birleşme etkisi gibi faktörlerden etkilendiğini öne sürmektedir. Sonuçlar daha detaylı incelendiğinde ise görece daha düşük yatırım fırsatına sahip şirketlerin ilgili işlem sonrasında nakit pozisyonlarını değiştirmeye daha az duyarlı olduğu tespit edilirken, düşük Tobin Q oranına sahip şirketlerin daha çok duyarlı olduğu ve nakit pozisyonlarını artırma eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar rakip şirketlerin nakit pozisyonlarını yatırım fırsatları ile uyumlu bir şekilde ayarlama eğiliminde olduklarını göstermektedir (Hu ve Li, 2022).

Bu akademik çalışmada, Almanya, Birleşik Krallık, Fransa, İspanya ve İtalya'daki perakende, tarım, telekomünikasyon ve ilaç sektöründe faaliyet gösteren kamuya açık rakip şirketlerin, yatay birleşme ve satın alma işlemlerinden önce ve sonra nakit davranışları incelenmektedir. Bu çalışma, birleşme ve satın alma işlemlerinin, rakip şirketlerin nakit pozisyonları üzerindeki etkileri hakkında çeşitli analizler ve incelemeler sunarak, rekabetçi ortamlarda finansal karar alma sürecini anlama konusundaki bilgi ve bakış açısını zenginleştirmeyi amaçlamaktadır. Perakende sektöründe, nakit akışı genellikle önemli ve hızlı dalgalanmalar göstermektedir. Bu nedenle, bu alandaki anomaliler, bir şirketin operasyonel etkinliğini değerlendirmek için değerli göstergeler olarak öne çıkmaktadır (Davis ve Lee, 2018). Tarım sektörü ise yüksek nakit dönüş süresi sebebiyle likidite problemlerine duyarlıdır ve buna ek olarak yüksek yatırım harcamaları gerektirmektedir. Sektörde sendikaların etkin olması sebebiyle nakit çıkışına neden olan maliyetlerin likidite üzerinde etkin rol oynaması ve pandemi, lojistik veya navlun maliyetlerinin artması gibi nedenlerle değişkenlik gösteren hammadde maliyetleri gibi çeşitli etmenler sebebiyle etkin nakit yönetimi bu sektörde önem kazanmıştır.

Telekomünikasyon sektöründe ise yüksek pazarlama ve Ar-Ge maliyetleri gibi çeşitli operasyonel maliyetler nakit yönetim stratejilerini etkilemektedir (O'Connor, 2018). Ek olarak ilaç sektöründe talep kısmının görece inelastik olması, şirketlerin fiyatlama politikalarında önemli değişiklikler yapabilmelerini sağlamaktadır. Buna karşın yüksek Ar-Ge maliyetlerine katlanan ilaç sektörü şirketlerinin yüksek üretim maliyetleri sebebiyle nakit yönetim stratejilerini etkin sürdürmeleri zorunlu hale gelmiştir. Ek olarak bu çalışmada yer alan ilaç sektörü ve tarım sektörünün aksine hizmet sektöründe yer alması çalışmaya farklı bir boyut kazandıracaktır. Son olarak sektörde yüksek borçluluk seviyesi olabilmekte ve bu nedenle şirketlerin nakde olan duyarlılığı artmaktadır (Adams, 2020). Bu nedenle, bu araştırmanın perakende, ilaç,

tarım ve telekomünikasyon sektörleri odağında yapılması tercih edilmiştir. 2005'ten 2022'ye kadar olan dönemi kapsayan üç aylık finansal verileri analiz ederek, bu şirketlerin önemli birleşme ve satın alma işlemlerinin ardından nakit rezervlerini nasıl yönettiğine dair görüşlerin sunulması amaçlanmaktadır. 2005 ve sonrasındaki dönem, Avrupa ülkelerinde Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nın (UFRS) uygulanmasından dolayı özellikle önemlidir. UFRS'nin benimsenmesi, standartlaştırılmış raporlama uygulamalarını getirmiş olup, finansal verilerin daha sağlam bir şekilde karşılaştırılmasını ve birleşme ve satın alma faaliyetlerine yanıt olarak şirketlerin finansal stratejilerinin daha derinlemesine anlaşılmasını kolaylaştırmıştır (Barth ve diğ. 2012).

Bu çalışma, öncelikle belirtilen ülkelerdeki perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon sektörlerindeki yatay birleşme ve satın alma işlemlerini listelemekte ve karşılaştırmalı bir yaklaşım benimsemektedir. Daha sonra, rakip şirketlerin finansal verileri üçer aylık dönemler halinde analiz edilmektedir. Özellikle, ilgili sektörde birleşme ve satın alma işleminin olduğu çeyrek, öncesindeki üç çeyrek ve sonrasındaki üç çeyrek olmak üzere, yedi çeyreklik bir periyot incelenmektedir. Bu kapsamın arkasındaki mantık, hazırlık aşamasını, işlem olayını ve sonrasını analiz etmek ve bu değişiklikler arasındaki nakit dinamiklerinin incelenmesi adına bütünsel bir anlayış sağlamaktır. Birden fazla ülke üzerinde karşılaştırmalı bir yaklaşım benimseyerek, sadece genel eğilimleri değil, aynı zamanda pazar yapıları ve kültürel faktörler tarafından etkilenen ülke özelindeki farklılıkların da ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır. Nakit rezervleri, likidite oranları ve yatırım harcamaları gibi temel finansal göstergeleri inceleyerek, birleşme ve satın alma işlemlerinden önce ve sonra nakit davranışındaki eğilimlerin ortaya çıkarılması hedeflenmektedir.

Bu çalışmanın bulgularının, kurumsal finans, birleşme ve satın alma işlemleri ve stratejik yönetim alanındaki literatüre, bu süreçte rakip şirketlerin nakit kaynaklarını nasıl stratejik bir şekilde yönettiklerine dair ampirik kanıtlar sunarak katkı sağlaması beklenmektedir. Ek olarak, bu analizden elde edilen çıktılar, yatırımcılar, politika yapıcılar ve sektörde yer alan uygulayıcılar da dahil olmak üzere şirket ortaklarına, yatay birleşme ve satın alma faaliyetlerinin bahsedilen sektörlerde finansal sürdürülebilirliğin ve rekabet dinamiklerinin üzerindeki etkilerini değerlendirmede bilgi sağlayabilir.

Bu araştırmanın birinci bölümünde birleşme ve şirket alımlarının kapsamı, birleşme türleri ve tarihsel süreçte birleşme ve satın alma işlemlerinin gelişimi yer almaktadır. İkinci ve üçüncü bölümlerinde sırasıyla, yatay birleşmelerin rakip şirketler üzerindeki olası etkileri ve şirket satın alma ve birleşme işlemlerinin nedenleri ve sonuçları yer almaktadır. Bu iki bölümün devamında ise birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit yönetim politikalarına etkisi üzerine literatür taraması dördüncü bölümde yer almaktadır. Araştırmanın beşinci bölümünde veri toplama ve analizde kullanılan metodolojiye dair detaylı bilgiler sunulurken; altıncı bölümünde çalışmaya ait bulgular ve değerlendirmeler yer almaktadır. Yedinci ve son bölümünde ise araştırmaya ait sonuç ve uygulama açısından çıkarımlarla sonuçlanmaktadır.



1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ KAVRAMI

1.1. Birleşme ve Şirket Alımlarının Kapsamı

Şirket alımı, işletmelerin büyüme stratejilerinden biri olarak öne çıkan bir yöntemdir. Bu strateji, bir şirketin diğer bir şirketi satın alarak veya onu kendi bünyesine katarak genişlemesini sağlar (Bedier, 2018). Özellikle büyük şirketler, pazar paylarını artırmak, rekabet avantajı elde etmek veya yeni teknolojilere erişmek gibi nedenlerle şirket alımı işlemlerine başvururlar. Bu süreç, satın alınan şirketin ya tamamen entegre bir parçası olmasını ya da işletme alt kuruluşu olarak faaliyet göstermesini içerebilir. Örneğin, Procter & Gamble (P&G) gibi küresel bir şirket, rakiplerini geride bırakmak ve ürün yelpazesini genişletmek amacıyla önemli şirket alımı işlemi gerçekleştirebilir. P&G, Gillette gibi köklü bir markayı bünyesine katarak, kişisel bakım ve tüketici ürünleri pazarında daha da güçlenirken, Gillette'in teknolojik bilgi ve ürün portföyünden de faydalanabilir. Şirket alımları genellikle farklı büyüklükteki şirketler arasında gerçekleşir (Wheelen ve Hunger, 2015). Büyük şirketler, daha küçük şirketleri satın alarak pazar paylarını genişletebilir veya belirli bir endüstrideki rekabet güçlerini artırabilirler.

Diğer yandan, küçük veya orta ölçekli işletmeler, büyük bir şirket tarafından satın alınarak daha geniş bir pazara erişim sağlayabilir ve büyüme potansiyellerini artırabilirler. Şirket alımı işlemleri genellikle dostane veya düşmanca olabilir. Dostane şirket alımlarında, satın almayı gerçekleştiren şirket, hedef şirketin yönetimi ve hissedarlarıyla iş birliği yapar ve anlaşmaya varır. Ancak düşmanca satın almalarda, satın almayı gerçekleştiren şirket, hedef şirketin yönetimini veya hissedarlarını dikkate almadan doğrudan satın alma teklifinde bulunabilir. Bu durum genellikle hissedarların ve kamuoyunun dikkatle izlediği karmaşık ve rekabet dolu bir süreç olabilmektedir.

Sonuç olarak, şirket alımı işlemleri, işletmelerin stratejik büyüme hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olan önemli bir araçtır. Bu işlemler, şirketlerin rekabet gücünü artırmalarına, pazar paylarını genişletmelerine ve teknolojik avantaj elde etmelerine olanak tanımaktadır. Ancak, şirket alımı süreçleri karmaşık olabilir ve dikkatli planlama ve değerlendirme gerektirir. Özetlemek gerekirse, bir işletmenin tüm veya

çoğunluk hisseleri satın alındığında, satın alınan şirket, satın alan işletmenin otoritesi ve yönlendirmesi altına girer.

Birleşme kavramı da benzer şekilde işletmelerin stratejik bir karardır ve genellikle birden fazla işletmenin yeni bir işletme oluşturması veya en az birinin tüzel kişiliğini kaybederek tek bir işletme altında birleşmesini içerir (Bedier, 2018). Bu süreç, genellikle işletmelerin pazar paylarını artırmak, rekabet avantajı elde etmek, işletme verimliliğini artırmak veya yeni pazarlara girmek gibi belirli amaçlar doğrultusunda gerçekleştirilir. Akademik literatürde, birleşme süreci finansal, yönetsel, hukuki ve stratejik açılardan incelenmektedir. Bu süreç, genellikle hissedarlar, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler ve toplum üzerinde önemli etkilere sahip olabilir. Ayrıca, birleşme sürecinde kullanılan finansal araçlar, yasal düzenlemeler ve etik konular da üzerinde durulması gereken önemli konulardır.

Birleşme ve satın alma kavramları, aslında bu kavramların yanı sıra konsolidasyon ve ele geçirme kavramlarının içeriğini de kapsamaktadır. Finans literatüründe bu terimlerin sınırları değişiklik gösterebilmektedir ve hatta zaman zaman birbirileri yerine kullanılabilir. Bahse konu bu kavramlar nihayetinde aynı sonuca ulaşılar da tanım gereği farklı işlemleri ifade ederler. Daha önce bahsedildiği üzere şirket birleşmeleri, temel olarak, iki veya daha fazla işletmenin, çıkarları ve hedefleri doğrultusunda, en az birinin tüzel kişiliğini kaybetmesi yoluyla tek bir işletme altında bir araya gelmeleri ve faaliyetlerini sürdürmelerini ifade eder. En az birinin tüzel kişiliğinin kaybetmesinin vurgulanmasındaki amaç, benzer ancak farklı şekillerde gerçekleşen birleşme türlerinin farklı kavramlarla adlandırılmasını engellemektedir. Örneğin, *satın alma* terimi, literatürde birçok kaynakta birleşmenin bir türü olarak ele alınmakta, ancak aslında birleşme ile farklı bir anlam taşımaktadır. Satın alma işleminde, alıcı şirket hedef şirketi ayrı bir yapı olarak devam ettirmeyi, geliştirerek sonrasında satmayı veya tasfiye ederek varlıklarını satıp kazanç sağlamayı hedefleyebilmektedir (Sarıkamış, 2003). Bu tanıma göre ise bahsedilen bu işlem birleşme tanımındaki bahse konu faaliyete taraf olan şirketlerden herhangi birinin veya hepsinin tüzel kişiliğini kaybetmesi koşulunu sağlamamaktadır. Dolayısıyla birleşme tanımından daha çok satın alma tanımına uymaktadır. Bu kapsamda birleşmeyi iki şirketin yeni bir şirket oluşturması veya alıcı şirketin hedef şirketi satın alması ve bu şirketi tasfiye ederek tüm varlık ve borçlarının birleşen şirketin bilançosuna dahil edilmesi işlemi olarak tekrar tanımlayabiliriz. Satın alma işleminde ise alıcı şirket, hedef şirketin paylarının bir kısmını veya kendi faaliyetleri ve stratejileri için önemli

gördüğü varlıklarını satın alabilir veya hedef şirketi tamamen kendi yapısını içine dahil edebilir. Bu nedenle, birleşme kavramının doğru şekilde kullanılması, kavramsal netliği ve derinliği sağlamak için önemlidir. Bu bağlamda, aşağıda, birleşme kavramının ulusal ve uluslararası düzeydeki çeşitli tanımları ve açıklamaları sunulmuştur.

Birleşmenin bir sonucu olarak kurulan yeni bir şirket, önceden var olmayan bir şirket olarak kabul edilir. Bunun yerine, bir araya gelen şirketlerden birinin varlığını sürdürmesi durumunda, diğer şirketler yasal kaybederek bu şirket çatısı altına girerlerse *satın alma* kavramı kullanılır. Bununla birlikte, finans literatüründe *birleşme* terimi daha yaygın olarak kullanılmaktadır ve genellikle her iki durumu da ifade etmektedir. Bu alanda sıklıkla kullanılan bir başka kavram ise *devralma* veya *ele geçirmedir*. Bir şirketin diğer bir şirketi ele geçirmesi olarak bilinen bu terim, hedef şirketin isteği dışında şirketin el değiştirmesi sebebiyle bazı durumlarda olumsuz anlamda kullanılsa dahi, bazen de *satın alma* kavramıyla tamamen aynı anlamda kullanılmaktadır.

1.2. Birleşme Türleri

Literatüre göre, şirket birleşmeleri dört ana başlık altında kategorize edilir ve incelenir. Bu tür bir sınıflandırma, birleşme kavramını daha anlaşılır hale getirdiği gibi tarihsel gelişiminin de daha iyi anlaşılmasını sağlamaktadır. Bu yaklaşım, birleşmelerin karmaşık doğasını anlamaya ve zaman içindeki gelişimini kavramaya yardımcı olurken, akademik araştırma ve kurumsal strateji alanlarında uygulama için sağlam bir temel oluşturmaktadır. Sistematik sınıflandırma, birleşmelerin tarih boyunca çeşitli formlarını, motivasyonlarını ve şirket manzarası üzerindeki etkilerini daha kapsamlı bir şekilde anlaşılabilir kılmaktadır. Şirket birleşmeleri literatürde aşağıdaki gibi sınıflandırılmaktadır:

1. Yatay Birleşme ve Satın Alma İşlemleri
2. Dikey Birleşme ve Satın Alma İşlemleri
3. Türdeş Birleşme ve Satın Alma İşlemleri
4. Aykırı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

1.2.1. Yatay Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Yatay birleşme ve satın alma işlemleri, aynı endüstride faaliyet gösteren ve benzer ürün veya hizmetler sunan iki işletmenin birleşmesiyle veya birinin satın alınmasıyla meydana gelir. Bu tür birleşmeler, pazar payını güçlendirmeyi, rekabet baskılarını azaltmayı ve ölçek ekonomilerine ulaşmayı amaçlamaktadır (Shapiro, 1990).

Benzer ürün veya hizmetleri sağlayan şirketlerin bir araya gelmesiyle meydana gelen yatay şirket birleşme ve satın alma işlemleri, aynı sektörde faaliyet gösteren veya benzer aşamalarda faaliyet gösteren işletmelerin işleme konu olduğu durumları ifade etmektedir. Bu birleşme türü ile, işletmeler arasında karşılıklı bilgi alışverişi sağlanmaktadır ve üretim ile yeni teknolojilerin kullanılması teşvik edilmektedir. İç ve dış faktörlerin etkisiyle, bu birleşme ve satın alma işlemleri sonucunda şirketlerin pazar konumu genellikle olumlu yönde etkilenmektedir (Berk, 2000). Bu tür birleşme ve satın alma işlemleri, sektördeki rekabeti artırabildiği gibi ölçek ekonomisini desteklemekte ve tedarik zinciri verimliliğini artırabilmektedir. Ayrıca, birleşen firmalar arasında pazarlama, Ar-Ge gibi alanlarda kaynak paylaşımı ve iş birliği sağlanabilmektedir. Böylece rekabet avantajı elde etme potansiyeli artar (Walker, 2016).

Bu tür büyüme stratejilerindeki amaç, yönetimde üstünlük elde etmek ve büyük ölçekli alım-satım faaliyetlerinden kaynaklanan üretim ve pazarlama maliyetlerinde tasarruf sağlamanın yanı sıra işletmenin rekabet gücünü artırmaktır (Ceylan, 2001). Buna ek olarak, bu tür birleşme ve satın alma işlemlerinde sinerji etkilerinden faydalanmak, pazar payını artırmak, kaynakları etkin bir şekilde kullanmak ve üretimde uzmanlaşmak da önemli tercih sebepleri arasındadır.

Birleşme ve satın alma işlemi sonrası işletmeler, daha geniş bir müşteri tabanına ulaşarak satışlarını artırabilir ve rekabet avantajı elde edebilirler. Aynı zamanda, birleşmenin ardından ortaya çıkan sinerji etkileri sayesinde işletmeler, toplam maliyetlerini düşürerek kârlılıklarını artırabilirler. Bu durum, birleşen firmaların birbirlerinin güçlü yönlerinden faydalanarak daha etkin bir şekilde faaliyet göstermelerini sağlamaktadır. Yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin beklenen olumlu etkileri çeşitli alanlarda kendini göstermektedir. İlk olarak, bu tür birleşmeler, kaynakların daha etkin ve verimli bir şekilde kullanılmasını sağlamaktadır. Birleşen

firmalar, kaynaklarını daha iyi bir şekilde birleştirerek işletme maliyetlerini optimize edebilmektedirler. İkinci olarak, yatay birleşmeler, üretim sürecinde uzmanlaşmayı ve buna bağlı olarak üretim maliyetlerinde tasarruf sağlamayı amaçlamaktadır. Üçüncü olarak, birleşen firmalar, pazarlama ve dağıtım kanallarında ortak strateji ve yöntemler geliştirerek daha etkin bir pazarlama stratejisi izleyebilmektedirler. Dördüncü olarak, teknolojik iş birliği yoluyla, birleşen firmalar yeni teknolojilere daha kolay erişebilmekte ve bunları kullanabilmektedirler. Son olarak ise, yatay birleşmeler, birleşen firmaların rekabet gücünü arttırarak pazardaki konumlarını güçlendirebilmektedirler (Akay, 1997). Bu nedenlerle, yatay birleşmelerin çeşitli sektörlerde çeşitli olumlu etkileri bulunmaktadır.

Yatay birleşmelerin belirtilen olumlu amaçlarının yanı sıra, yatay birleşmeler piyasada tekelleşme veya işletmelerin bütünleşme derecesini artırma gibi rekabeti olumsuz yönde etkileyebilecek hedeflerle de gerçekleştirilebilmektedir. ABD'de, ilk birleşme faaliyetleri bu tür amaçlar doğrultusunda gerçekleşmiştir. Ancak, bu durumun makroekonomik açıdan olumsuz etkileri belirgin hale gelmeye başladığında, çeşitli yasalarla bu durumun önüne geçilmeye çalışılmıştır (Aydın, Başar, Coşkun, 2007). Tekel oluşumu veya işletmelerin bütünleşmesi, rekabeti azaltabilir, fiyatların artmasına ve tüketicilerin seçeneklerinin azalmasına yol açabilir. Bu nedenle, rekabetin korunması ve serbest piyasa koşullarının sağlanması adına rekabet politikaları önem taşımaktadır. Bu tür düzenlemeler, piyasa gücünün tek bir kuruluşun elinde toplanmasını engelleyerek, rekabetin sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlamayı amaçlamaktadır.

Yatay birleşmelere örnek olarak, 2005 yılında perakende sektöründe yer alan Tansaş ve Migros'un birleşmesi, 2006 yılında akaryakıt dağıtım sektöründeki Shell ile TürkPetrol'ün birleşmesi veya aynı yıl bankacılık sektöründeki Yapı Kredi ile Koçbank'ın birleşmesi sıralanabilir. Bu tür birleşmeler, sektördeki rekabet dinamiklerini değiştirebilir ve ilgili pazarlarda faaliyet gösteren firmaların stratejik pozisyonlarını güçlendirebilir. Bu örnekler, şirketlerin yatay birleşmeler yoluyla genişleme stratejilerini göstermektedir. Bu birleşmeler, bir şirketin pazar payını arttırmasına, maliyetlerini optimize etmesine ve rekabet avantajı elde etmesine olanak tanımaktadır.

1.2.2. Dikey Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Dikey birleşme ve satın alma işlemi, bir şirketin tedarik ve dağıtım kanallarında daha etkin bir kontrol elde etmek amacıyla, tedarikçisi veya müşterisi olan diğer şirketlerle birleşmesi, onları satın alması, ele geçirmesi veya bu şirketlerle bir holding yapısı oluşturması olarak tanımlanmaktadır (Okka, 2009). Dikey birleşme stratejisi izleyen işletmeler, üretim sürecinin her aşamasını – hammadde üretiminden nihai tüketiciye kadar olan süreçleri – aynı organizasyonel yapı içinde toplarlar. Kısaca, dikey birleşmeler, tedarik zincirinin veya üretim sürecinin farklı aşamalarında bulunan şirketlerin entegrasyonunu içermektedir. İlgili şirketin operasyonlarından önceki veya sonraki operasyonları ile ilgili olan başka bir şirket birleştirilerek veya satın alınarak, süreçlerin iyileştirilmesi, maliyetlerin azaltılması ve tedarik zinciri üzerinde daha fazla kontrol sağlanması hedeflenmektedir (Salinger, 1988). Başka bir deyişle, bu strateji, üretim sürecinin derinliği boyutundan büyümeyi amaçlamaktadır (Sayılğan, 2006).

Bu tür birleşmeler ve satın almalar, işletmelerin üretim sürecini daha iyi kontrol etmelerini, lojistik maliyetlerini azaltmalarını ve tedarik zincirindeki verimliliği artırmalarını sağlamaktadır. Ayrıca, bu strateji, işletmelerin rekabet avantajını güçlendirmelerine ve pazarda daha etkin bir konuma gelmelerine olanak tanımaktadır. Dikey birleşmeler, Klein ve Murphy (1997) tarafından da belirtildiği gibi, mevcut ürün maliyetlerinin azalmasını ve yeni ürünlerin ortaya çıkmasını kolaylaştırmıştır. Bunun temel nedeni işlem maliyetlerinin azalmasıdır.

1920’li yıllarda yaygın olan bu tür birleşmelerdeki dikeylik terimi, hammaddenin alınmasından başlayarak işlenmesi ve sonunda ürünün nihai alıcısına ulaştırılmasına kadar olan üretim ve dağıtım sürecindeki farklı aşamaları ifade etmektedir (Brealey, Myers, Alan, 2001). Bu terim, işletmelerin üretim sürecindeki farklı aşamaları kontrol etmek ve entegre etmek için gerçekleştirdiği birleşmeleri tanımlamak için kullanılmaktadır. Bu tür birleşmeler, işletmelerin pazarlama faaliyetlerini optimize etmelerini, maliyetleri düşürmelerini ve rekabet avantajı elde etmelerini sağlamaktadır. Aynı zamanda, dikey birleşmeler, işletmelerin üretim sürecindeki her adımı daha iyi koordine etmelerini ve tedarik zincirindeki verimliliği artırmalarını da mümkün kılmaktadır (Walker, 2016).

Bir şirketin, kendi ürettiği ürünün hammaddesinin üretildiği andan, bu hammaddenin kendisine ulaşana kadar olan süreçte görev alan herhangi bir şirketle

birleşmesi durumunda, *geriye yönelik* dikey birleşme gerçekleştirmiş olmaktadır. Öte yandan, ürettiği ürünün son kullanıcıya ulaşana kadar olan süreçte görev alan şirketlerle birleşmesi durumunda ise, *ileriye yönelik* dikey birleşme gerçekleştirmiş olmaktadır. Geriye yönelik dikey birleşme ve satın alma işlemlerinin avantajları arasında, istenen kalite ve miktarlarda hammaddeye gerekli görüldüğü zaman dilimi içerisinde ve uygun koşullar altında ulaşabilme durumu öne çıkmaktadır. İleriye yönelik dikey birleşme ve satın alma işlemlerinde ise, şirketler pazarlama sürecindeki sinerji etkisinden yararlanmaktadır. Bu şekilde üretilen mal ve sağlanan hizmetlerin pazarlanması aşamasında çeşitli avantajlar elde edilmektedir. Bu tür birleşmeler, işletmelerin tedarik zincirini daha etkin bir şekilde yönetmelerine ve pazarlama stratejilerini geliştirmelerine olanak tanımaktadır.

Dikey birleşme ve satın alma işlemlerinin, nihai üreticilerin fiyat belirleme politikalarını olumsuz yönde etkileyerek rekabeti azaltabileceği genel bir görüştür. Ancak, bu tür birleşme ve satın alma işlemlerinin tedarikçi seçimi üzerindeki rekabeti nasıl etkilediği konusunda tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Adil koşullar altında bir dikey birleşme hem verimlilik artışına yol açabilmekte hem de rekabeti kısıtlayıcı sonuçlar doğurabilmektedir (Chen, 2001). Bu çalışmada dikey birleşmelerin sektörde öngörülemez şekilde sonuçlar doğurabileceği öne sürülmektedir. Daha detaylı olarak; birleşme ve satın alma işlemleri sebebiyle nihai üreticilerin sayısında meydana gelen azalma, kartel şeklindeki yapılara benzer davranışları teşvik edebilecek ve ara mamul fiyatlarında artışa neden olabilecek bir duruma yol açabilmektedir. Bu perspektife göre, dikey birleşme ve satın alma işlemleri sonucunda, pazarda rekabetin azalması ve fiyatların artması gibi olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Bu durum, rekabeti sınırlayan ve tüketicilerin zararına olan bir yapı oluşturabilmektedir.

Dikey birleşmeler, rekabet açısından iki farklı görüşü beraberinde getirmektedir:

- i) Birleşme ve satın alma işlemlerinden sonra, aynı sayıda şirketin aynı pazar payına sahip olacağından ve pazardaki sıralamalarında önemli bir değişiklik olmayacağından, önemli bir değişim olmaksızın üretimlerine devam edecekler ve birleşen taraflar açısından pazarın rekabetini etkileyecek herhangi bir unsur bulunmayacaktır, ve ii)

Farklı iki şirketin birleşmesi ile taraflar birbirlerini tamamlayarak üretim kaynaklarını ve ürünlerini güvence altına alabileceği için, işlemin tarafları pazarda diğer işletmelere göre daha iyi koşullarda faaliyet gösterebilir (Arslan, 2007).. Bu nedenle, bu görüşe göre dikey birleşmelerin rekabet açısından olumsuz sonuçlar doğuracağı ifade

edilmektedir (Arslan, 2007). Bu iki görüş arasındaki çelişki, dikey birleşmelerin rekabet üzerindeki etkilerini tartışırken dikkate alınması gereken önemli bir noktadır.

Dikey birleşmelere örnek olarak, 2006 yılında Walt Disney ve Pixar'ın birleşmesi veya 2002 yılında PayPal ve eBay arasındaki işlem gösterilebilir (Landler, 2006; Bank, 2002). Bu tür birleşmelerin temel amacı, mal veya hizmetin üretim aşamasındaki maliyetini düşürmek ve böylece ekstra giderleri minimize etmektir. Bunu başarmak için, birleşen şirketler, üretim süreçlerini optimize ederek verimliliğini artırabilir ve üretim maliyetlerini azaltabilirler. Aynı zamanda, birleşme sonucunda daha büyük bir ölçekte faaliyet gösteren firma, satın alma, pazarlama ve dağıtım gibi alanlarda daha etkili ve verimli olabilir, bu da satışları artırabilir ve pazarlama kolaylığı sağlayabilir.

1.2.3. Türdeş Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

İşleme konu şirketler arasında müşteri-tedarikçi ilişkisi bulunmayan ancak benzer, tamamlayıcı, birbiri yerine kullanılabilen veya ilişkili mal veya hizmet üreten şirketlerin birleşme ve satın alma işlemine konu olduğu işlemlere *türdeş birleşme* denir (Arslan, 2007). Bahse konu şirketler, her ne kadar aynı sektörde faaliyet gösterecekler de birbirleriyle alıcı veya satıcı ilişkisi içinde değildir (Weston, Brigham, 1993). Türdeş birleşme ve satın alma işlemleri, aynı ürünü üretmeyen ve aralarında müşteri-tedarikçi ilişkisi bulunmayan şirketlerin birleşmesini ifade etmektedir (Türko, 2002). Bu tür birleşmeler sektörel büyümeye katkı sağlamaktadır ve taraf şirketlerin amacı ürün gamını artırarak riski azaltmak, mevcut tedarik kanallarını daha aktif bir şekilde kullanarak marka gücünü artırmaktır (Sayılğan, 2006). Bu tür birleşmeler, işletmelerin rekabet avantajını güçlendirmek ve pazarda daha sağlam bir konum elde etmek için stratejik bir araç olarak kullanılmaktadır.

1.2.4. Aykırı Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Aykırı birleşme ve satın alma işlemleri farklı ve bağımsız alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesiyle meydana gelen işlem türüdür. Bu birleşmelerde, büyüme hedeflenirken ana amaç riskin minimize edilmesidir. Bu tür birleşmeler genellikle iş portföylerini çeşitlendirmeyi, sektöre özgü risklere karşı korunmayı ve

farklı pazar fırsatlarından yararlanmayı amaçlar (Renshaw, 1968). Farklı sektörlerde yer alan şirketleri holding çatısı altına alan ana şirket, riski farklı pazarlara dağıtarak operasyonlarının devamlılığını güvence altına almayı hedeflemektedir. Buna literatürde *ekonomik çeşitlendirme* denmektedir. Ekonomik çeşitlendirme, şirketlerin farklı faaliyet alanlarına hızlıca girmelerinin bir yolunu sunmaktadır (Çelik, 1999). 1950'li yıllar ve sonrasında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin birçoğu aykırı birleşmelerdir (Emery ve diğ., 1998). Aykırı birleşmelerin en büyük avantajı, farklı üretim ve satış modellerine sahip olan şirketleri birleştirerek riski azaltma yeteneğidir (Gitman, 2003).

1.3. Tarihsel Süreçte Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Gelişimi

Orta Çağ boyunca, birleşmelerin kavramı tam olarak anlaşılamamıştır. Bazı akademisyenler, o dönemde şirketlerin mevcut olmadığını savunurken, diğerleri ise bunun mümkün olduğunu öne sürmüşlerdir. Örneğin, kral gibi yetki sahibi kişiler, bir şirket gibi hareket edebilirlerdi; yeni şirketler kurabilir ve onlara sahip olabilirlerdi. Aynı bağlamda, birçok Amerikan kolonisi bir şirket olarak kurulmuş ve ardından başka şirketler oluşturulmuştur. Bu, şirketlerin varlığı ve kurulması için tarihsel bir örnektir (Bedier, 2018).

Eski zamanlarda birleşme ve satın alma işlemlerinin çok kısıtlı olduğu anlaşılabilmektedir ve birleşme örneklerine ilişkin sadece bir avuç kaynak ve rapor bulunmaktadır. Örneğin, Hollanda Doğu Hindistan Şirketi (*Vereenigde Oost-Indische Compagnie*), bu kapsamda bir ilk olarak kabul edilmektedir. Bu şirket, 20 Mart 1602'de kurulmuş ve birkaç şirketin birleşmesiyle oluşmuştur (Bedier, 2018). Belirtildiği üzere, 1702'de Kraliçe ve iki şirket, birleşmek için *Indenture Tripartite* adlı bir sözleşmeyle bir araya gelmişler ve ardından 1708'de İngiliz Parlamentosu'nun bir kararıyla tam bir birleşme Şirketi'ne dönüşmüştür ve böylece yeni Şirket, *Doğu Hindistan'a Ticaret Yapan Tüccarların Birleşik Şirketi* adı altında faaliyet göstermiştir. Bu, 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar bilinen tek şirkettir (Bedier, 2018).

19. yüzyılın ikinci yarısından itibaren birleşmeler giderek önem kazanmaya başlamıştır ve ekonomik yaşam için temel bir unsur haline gelmiştir. Standard Oil Corporation 1890'da James Buchanan Duke bir Tütün Şirketine sahipti ve dört ayrı şirketle birleşerek Amerikan Tütün Şirketi'ni kurdu. Benzer eğilimler pamuk ve çelik

gibi diğer sektörlerde de ortaya çıkmıştır (Bedier, 2018). Ancak, bazı finansal nedenlerden dolayı, bu şirketlerin varlığı sona ermiştir. O dönemde Almanya da ekonomik durgunluk içindeydi ve şirketlerin varlıklarını sürdürebilmeleri için kuruluşlar çok önemliydi, ancak şirketleri birleştirmek için tercih ettikleri başka bir yol vardı. Bu nedenle, birçok şirket, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin bir araya gelmesi anlamına gelen karteller'e dahil olmuştu. Bu karteller, bir araya gelen şirketlerin bir grup olarak hareket ettiği ve şirketler arasındaki rekabeti kısıtlaması nedeniyle tavsiye edilmeyen bir yöntemdi. Genellikle yüksek fiyatlar nedeniyle karteller oluşur, dolayısıyla şirketler birbirleriyle rekabet etmezler ve kârlarını artırmak için bir şirketler grubu olarak fiyatları kontrol etmeyi tercih ederler. Bu döneme ait bilgilere göre, 1875 yılında 4 kartel meydana gelmiştir ve daha sonra bu sayı 1905 yılında 385'e yükselmiştir (Bedier, 2018).

Birleşme ve satın alma işlemlerinin tarih boyunca yaygın olarak ABD'de ortaya çıktığı gözlemlenmektedir ve hem ulusal hem de uluslararası düzeyde önem arz etmektedir. Birleşmeyle ilgili birçok kaynağın kısıtlandığı görülmektedir. Örneğin; bazı kısıtlamalar madencilik endüstrisi gibi belirli endüstrilerle ilgiliyken, belirli değerlerdeki işlemlerle ilgili ve belirli dönemlere ilişkin diğer bazı kısıtlamalar da bulunmaktadır. ABD'deki birleşmelerle ilgili gelişmeler, birleşmelerin periyodik zamanlarda dalgalar halinde ortaya çıktığını göstermektedir.

Dünya genelinde ve Türkiye'de birleşmelerin türlerinin farklı dönemlerde dalgalar halinde ortaya çıktığı söylenebilmektedir. Birleşen şirketlerin ve rakiplerin performansını etkileyen unsurları belirlemek için birleşme ve satın alma işlemlerinin tarihsel açıdan incelenmesi temel bir öneme sahiptir. Dalga dalga gerçekleşen birleşme işlemleri, ekonomik değişimlere, teknolojik gelişmelere ve küreselleşmeye, ayrıca rekabetle ilgili düzenlemelere eğilim göstermektedir (Mariana, 2012).

Birleşme ve satın alma dalgalarının genellikle ekonomik durgunluklar ve ekonomik krizlerle sona erdiği, dalgaların süresi ve başlama zamanlarının kesin olmadığı belirtilmektedir. İlk ve ikinci dalgaların özellikle Amerika'da gözlemlendiği, diğer dalgaların ise Avrupa ve diğer kıtalarda ortaya çıktığı ifade edilmektedir (Konak, Çıtak, 2018). Tablo 1.3.1. birleşme ve satın alma dönemlerini özellikleri itibarıyla sınıflandırmaktadır.

Tablo 1.1. Birleşme ve Satın Alma Dönemleri ve Özellikleri

	Birinci Dalga	İkinci Dalga	Üçüncü Dalga	Dördüncü Dalga	Beşinci Dalga
Dönem	1897-1907	1916-1929	1965-1969	1981-1989	1992-2000
Tercih Edilen Ödeme Yöntemi	Nakit	Özsermaye	Özsermaye	Nakit / Borç	Özsermaye
Döneme Etkisi	Monopollerin oluşumu	Oligopollerin oluşumu	Aykırı birleşme ve satın alma işlemlerinin oluşumu	Düşmanca devralmalar (hostile takeover) ve kaldırıcı devralmalar	Küreselleşme
Birleşme ve Satın Alma Yaklaşımı	Dostça	Dostça	Dostça	Düşmanca	Dostça
Dönemin Başlangıcı	Ekonomik genişleme, kanunların yenilenmesi ve teknolojik yenilikler	Ekonomik toparlanma	Yasaların rekabet şartlarına aykırı şekilde güçlenmesi ve İkinci Dünya Savaşı sonrası ekonomik toparlanma	Serbestleşme ve ekonomik toparlanma	Ekonomik büyüme, deregülasyonlar ve özelleştirmelerin artışı
Dönemin Sonu	Sermaye piyasalarının çöküşü ve Birinci Dünya Savaşı	1929 Büyük Buhran	1970 Petrol Krizi	Sermaye piyasalarının çöküşü	Piyasalarda aşırı genişleme ve 11 Eylül terör saldırıları

Kaynak: Gönüllü, O., 2017: 318

1.3.1. Birinci Dalga (1897 – 1907)

Bu dönemdeki birleşmelerin birçoğu yatay birleşmelerden oluşmaktadır. Yatay birleşmelerin yapısı, tekele oldukça yakın bir yapıya sahiptir ve bu durum, küçük şirketler yerine pazar payı her geçen gün artan büyük şirketlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu dönemde, şirketlerin hedefi, sinerji sağlamak ve ölçek

ekonomisini artırmak yerine pazarı ele geçirmek ve tekelleşmektir (Sarica, 2008). Bu dönemin tepe noktasında sanayi üretimi ikiye katlanmış ve şirketlerin sektörler arasında işlemler gerçekleştirmesi sebebiyle yatay birleşme tanımına uygun işlemler gerçekleşmiştir. Ünlü ABD şirketleri bu dönemde çeşitli birleşme işlemleri neticesinde ortaya çıkmıştır. General Electric, Eastman Kodak, American Can, American Tobacco ve DuPont bunlara örnek olarak gösterilebilir. Bu dönemde oligopol olma özelliği taşıyan 70'ten fazla şirket monopol olmuş ve 2.000'e yakın şirket tüzel kişiliğini kaybederek kapanmıştır. Bu dönemde meydana gelen işlemler neticesinde oluşan büyük şirketler kendi sektörlerinin yarısından fazlasını kontrol altına almıştır. Bunun sonucunda bozulan piyasa yapısını tekrar düzenlemek amacıyla çıkarılan Sherman Yasası bu dönemin büyümesini ancak yavaşlatabilmiştir. (Sudarsanam, 2003).

İlk dalganın temel özellikleri aşağıda maddeler halinde özet bir şekilde listelenmektedir (Gönüllü, 2017):

- Bu dönemde, birleşme işlemlerinin yaklaşık üçte ikisi petrol, madenler, metaller, gıda ve ulaştırma alanlarını kapsamaktadır.
- İlk dalganın çoğunluğunu yatay birleşmeler oluşturmaktadır ve etkilenen sektörler tekel oluşumunu başlatmıştır. Örneğin; J.P. Morgan, bu dönemde ABD çelik üretiminin %80'ini kontrol etmeyi başaran, küçük ölçekli çelik şirketleriyle birleşmiştir. Ayrıca, bu dönemde US Steel ve Carnegie Steel gibi devasa çelik şirketleri de birleşme işlemleri sonucunda ortaya çıkmıştır.
- İlk dalga döneminde, tekel oluşturan şirketlere karşı piyasa tepkisiyle birlikte Adalet Bakanlığı, bazı büyük tekelci şirketleri Sherman Antitröst Yasası'nı ihlal etmekle suçlamıştır.

1.3.2. İkinci Dalga (1916 – 1929)

Bu dönemdeki birleşmelerin bir kısmı yatay birleşmelerden oluşurken, geri kalanı çoğunlukla dikey birleşmelerden oluşmaktadır. Amerikalı ekonomist Stigler'in belirttiği gibi, ikinci dalga birleşmeleri oligopol birleşmeleri içermektedir, yani pazar bir tek şirket tarafından değil, birkaç şirket tarafından domine edilmektedir (Bedier, 2018). 1920'lerden sonra, şirketler dikey birleşmelere eğilim göstermeye başlamışlardır (Sarica, 2008). Birinci dalga sonrasında varlıklarını sürdürmeyi başaran görece küçük şirketler bu dönemde birleşme ve satın alma işlemleri yapmayı

hedefleyen şirketler için öne çıkar hale gelmiştir. Bunun temel sebebi ise bu şirketlerin, birinci dalgada oluşan ve monopolleşen sektörlerde hayatta kalmayı ölçek ekonomisiyle başarmış olmalarıdır. (Stigler, 1950).

İkinci dalga birleşmelerinin özellikleri aşağıda maddeler halinde özet bir şekilde listelenmektedir (Gönüllü, 2017):

- İkinci dalga, Birinci Dünya Savaşı döneminde başlamıştır ve 1929'un 29 Ekim'indeki hisse senedi piyasasının çöküşüne kadar devam etmiştir.
- İlk dalganın sonuna doğru, hükümetler tarafından rekabeti korumak için alınan önlemler artırılmıştır ve bu durum ikinci dalgayı da etkilemiştir; birleşme işlemleri bu dönemde daha fazla hükümet denetimine tabi tutulmuştur. Clayton Yasası (1914), rekabetçi birleşmelere karşı ek bir araç olarak yürürlüğe konulmuştur.
- Genel olarak, ikinci dalga birleşmeleri, tekelleşmeler yerine oligopollerle ilişkilendirilmektedir. Bu dönemde, yatay birleşmelere ek olarak dikey birleşme ve satın alma işlemleri daha fazla görülmüştür.

1.3.3. Üçüncü Dalga (1965 – 1969)

Bu dönemde yer alan birleşmeler genellikle aykırı birleşmelerdir. Aykırı işlemler, geleneksel dikey ve yatay birleşmelerin yerini almıştır ve farklı veya ilişkisiz endüstrilerden şirketler bir araya gelmeye başlamıştır. Şirketler, risklerini yaymak için diğer şirketlerle birleşme stratejilerine yönelmiştir (Sarıca, 2008).

Üçüncü birleşme dalgası sırasında, AB ülkeleri kâbus niteliği taşıyan bir olayla karşılaşmıştır. IBM, Heinz, Kellog, Ford ve P&G gibi birçok dev Amerikan şirketi AB pazarlarına saldırmış ve birçok Amerikan şirketi Avrupa şirketlerine karşı düşmanca birleşme ve satın alma işlemleri gerçekleştirmişlerdir (Bedier, 2018).

Aynı sektörde yer alan şirketlerin birleşme ve satın alma işlemleri ile tekelleşmesinin önüne geçmek amacıyla çıkarılan anti-tröst yasaların bir sonucu olarak şirketler büyüme stratejilerini değiştirmişler ve bu dönemde aykırı birleşmelere yönelmişlerdir. Şirketlerin sektördeki rekabet dinamiklerini olumsuz yönde etkileyecek şekilde birleşmesini engellemek amacıyla çıkarılan Celler-Kefauver Yasası buna örnek olarak gösterilebilir. Monopol veya oligopol oluşumunu engelleyen

buna benzer yasalara cevaben şirketler dışsal büyüme stratejilerini aykırı birleşmeler yoluyla yapma kararı almışlardır (Shleifer ve Vishny, 1991).

Üçüncü dalganın özellikleri aşağıda maddeler halinde özet bir şekilde listelenmektedir (Gönüllü, 2017):

- Üçüncü dalga, birçok ülkenin refah dönemiyle çakışmıştır. Güçlü şirketler, diğer hedef şirketleri devralabilmek için gerekli kaynakları sağlamakta diğer dönemlere kıyasla daha rahatlardır.
- Üçüncü dalga, ayrı sektörlerle ait birleşmelerle tanınmıştır ve aykırı birleşmeler olarak da bilinen bu tür birleşmelerle öne çıkmıştır.
- Üçüncü dalgada, gerçekleştirilmek istenen yatay birleşmeler sıkı antitröst kontrolüne tabi tutulmuştur. Bu dönemde, Clayton ve Sherman gibi önceki yasaları güçlendiren 1950 Celler-Kefauver yasası adında başka bir yasa bulunmaktadır.

1.3.4. Dördüncü Dalga (1981 – 1989)

1980'lerden itibaren, şirketler artan yabancı rekabet, hızlı teknolojik gelişmeler ve artan Ar-Ge maliyetleri gibi birçok nedenle birleşme stratejilerine olumlu yaklaşıma başlamışlardır. Bu dönemde birleşme ve satın alma yöntemi diğer geçmiş dönemlerden çok farklıdır ve iş teklifleri, diğer tarafın onayını almadan, bir tarafın rızası olmadan son derece düşmanca bir şekilde ilerletilmiştir (Bedier, 2018). Birleşmenin boyutu diğerlerine göre oldukça büyüktür finansal kaynaklar aracılığıyla borçlanmayı gerektirmektedir. Özellikle *Çöp Tahviller (mali durumu istikrarsız olan şirket tarafından düzenlenen finansal borçlanma senedi)* ve *Kaldıraçlı Satın Alma (LBO)* gibi yeni finansman araçlarından yararlanılarak gelişmiş finansal mühendislik eğilimi önemli bir rol oynamıştır. Önceki dönemde ortaya çıkan holdinglerin etkisizliği nedeniyle iflas ettiği bu dönemde, holdinglerin kaynakları da hisse senedi fiyatlarının düşmesi nedeniyle sınırlı kalmıştır (Çıtak ve Konak, 2018).

Birleşme ve satın alma işlemlerinin çoğu, kısıtlamaların sona ermesi, artan uluslararası rekabet ve öngörülemez petrol fiyatlarına tepki veren sektörlerin tetiklenmesiyle gerçekleşmiştir. (Mitchell ve Mulherin, 1996; Çıtak ve Konak, 2018).

1989'dan sonra, tahvil bonosunda meydana gelen dalgalardan ve bankacılık sektöründeki krizlerle birlikte, birleşme ve satın alma dalgaları yavaşlamıştır.

Dördüncü dalga'nın özellikleri aşağıda maddeler halinde özet bir şekilde listelenmektedir (Gönüllü, 2017):

- Bu dönemde, 1980'lerin ortasında başlayan ve o yılın sonuna doğru devam eden ekonomik refah ve finansal liberalizasyon etkili olmuştur.
- Bu dönemde önceki birleşme dalgalarından daha fazla düşmanca satın alımları içermektedir. Bu dönemde, *Şirket Avcıları (Corporate Raiders)* kavramı Amerikan sözlüğünde ortaya çıkmıştır.
- Dördüncü dalga birleşmeleri, işlem hacmi bakımından önceki birleşme dalgalarından daha büyüktür. Milyarlarca dolarlık birleşmeler sıradan hale gelmiştir.
- Birleşmelerin finansmanında borç daha yaygın bir şekilde kullanılmıştır.

1.3.5. Beşinci Dalga (1992 – 2000)

1990'larda, dünyadaki çoğu ülkede piyasaların gelişmesiyle ekonomik refah artmıştır ve küreselleşmenin etkisiyle uluslararası ve büyük şirketlerin birleşme ve satın alma iştahı artmıştır. Beşinci dalgadan itibaren birleşmeler genişlemektedir. Bu dönem *Stratejik Mega-Birleşme Çağı* olarak bilinmektedir (Bedier, 2018). Bu dönemde öne çıkan sektörler, hava ve demiryolu taşımacılığı, bankacılık sektörü ve telekomünikasyondur; ikinci olarak ise kimya, tıp, otomotiv ve elektrikli veya elektriksiz makine üretimi gibi sektörler öne çıkmıştır (Kleinert ve Klodt, 2002; Ekelund ve diğ., 2001; Pryor, 2001; Drucker, 1999). Küreselleşme fırsatlarından yararlanabilmek ve ekonomik büyümeyi yakından takip edebilmek için şirketler, yerel pazarlarını aşmaya başlamışlardır.

Bu dönemdeki çoğu şirketin birleşme ve satın alma amacı, kendilerini korumak ve uluslararası piyasalarda, özellikle de ABD'de rekabet edebilmek için pazarda yer almak olarak özetlenebilmektedir. 1990'larda, yabancı şirketler tarafından ABD'deki şirketlerin birleşme ve satın alma işlemleri için tercih edildiği gözlemlenmektedir. Bunun temel nedeni, 1986'dan itibaren ABD dolarının değer kaybetmesidir. Öte

yandan, yüksek ABD borsası, yabancı şirketleri birleşme ve satın alma işlemi yapma konusunda teşvik etmiştir. (Drucker, 1999; Mishra ve diğ. 1998; Scherer ve Ross, 1990). Yeni yüzyılın başlangıcı ve *internet balonu* adı verilen yeni kavram, hisse senedi piyasasında bir krize neden olmuştur ve beşinci dalganın sonu olarak kabul edilmektedir.

1.3.6. Altıncı Dalga (2002 – 2007)

Altıncı dalganın yeniden doğuşu ile başlayan kaldıraçlı satın almaların yaygın olarak kullanılması, finansal araçların ve karmaşık borç işlemlerinin yaygınlaşması ve Dünya finans krizi, altıncı dalganın 2007'de sona ermesine neden olmuştur. Bu dönemde birleşme işlemleri daha karmaşık hale gelmiştir. Özellikle 2005 ve 2007 yılları arasında, kaldıraçlı satın alma aracılığıyla yapılan devralmalar ve sermaye yatırımlarındaki artışlar gerçekleşmiştir. Kâr marjını artırmak için yüksek riskli menkul kıymetlere yapılan yatırımlar şirketlerin daha fazla risk almasına neden olmuştur. Dünya çapında tahmini çok uluslu şirket sayısının 65.000 olduğu ve hatta küçük şirketlerin de devasa şirketler kadar işlemlerini finanse etme fırsatı bulduğu ve genişlemenin sınırlandırılmadığı belirtilmektedir. (Bedier, 2018).

1.3.7. Yedinci Dalga (2011 - Günümüz)

2011 yılından sonra, 2008 ekonomik krizinde yaratılan olumsuz hava kaybolmaya başlamıştır ve yerini daha olumlu bir ortama bırakmıştır. Dünya genelinde 2014'ün ilk altı ayında gerçekleşen toplam birleşme ve satın alma işlem sayısı 1,75 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır. Kriz sonrası ortaya çıkan kırılğan piyasaların, piyasa katılımcılarını sakin bir şekilde ele almalarına neden olmasına rağmen, yeni dönemin kuralları kabul edilmeye ve bu kapsamda uygulamaya konulan ve çeşitli kolaylıklar sağlayan hususlar yer almaya başlamıştır.

2. YATAY BİRLEŞMELERİN RAKİP ŞİRKETLER ÜZERİNDEKİ OLASI ETKİLERİ

Yatay birleşmeler, faaliyetlerine aynı sektörde sürdüren ve benzer ürün veya hizmetler sunan şirketlerin birleşmesini içermektedir. Bu kapsamda belirli bir periyotta gerçekleşen yatay birleşme ve satın alma işlemi sonrasında rakip firmalar bu işleme cevaben nakit pozisyonlarını değiştirebilir. Bunun nedeni ilgili sektörde gerçekleşen ve rekabet şartlarını değiştirme potansiyeline sahip olan bu çeşit bir birleşme ve satın alma işlemine karşı, kendi rekabet avantajlarını kaybetmemek adına önceden stratejilerini belirlemek ve pozisyonları koruma isteğidir. Çünkü iki rakip şirketin birleşmesi genellikle o sektördeki rekabetçi görünümün yenilen yapılandırılmasına yol açmaktadır ve sektördeki diğer oyuncuların finansal ve operasyonel stratejilerini ve dolayısıyla nakit yönetim stratejilerini etkilemektedir (Hu ve Li, 2022). Yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip firmaların nakit pozisyonlarını ne yönde etkileyeceğine dair olası çeşitli etmenler aşağıda sunulmaktadır.

Yatay birleşmeler genellikle artan pazar payı ve ölçek ekonomileri ile daha büyük ve daha etkili bir işletme oluşumu ile sonuçlanmaktadır. Bu noktada artan rekabet baskısı, rakip şirketlerin sektördeki pozisyonunu koruma, stratejik veya finansal girişimleri finanse etme ve pazar hakimiyetini koruma gibi çeşitli kararlar vermelerine sebep olmaktadır (Harrison ve diğ., 1991; Cartwright ve Schoenberg, 2006). Bu nedenle verilen stratejik kararlara uyumlu ve bunları destekleyecek nakit pozisyonu sağlamaları gerekmektedir.

Yatay birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşen sektördeki rakip şirketlerin geleceğe dönük projeksiyonları, iş modelleri veya bütçeleme raporları değişeceğinden, stratejilerini de değişen beklentilere yönelik olarak değiştirirler (King ve diğ., 2004). Dolayısıyla sektördeki konumlarını korumak veya bir fırsat var ise güçlendirmek adına Ar-Ge harcamalarını artırmak, ürün gamlarını genişletmek veya değiştirmek, pazarlama faaliyetlerine ağırlık vermek, yeni coğrafyalarda faaliyetlerini genişletmek veya var olan ürün / hizmet portföyünün kalitesini bir üst noktaya taşımak gibi çeşitli stratejik kararlar verebilirler (Ravenscraft ve Scherer, 1987). Bu noktada bahse konu

artan yatırım ve operasyonel harcamalarının hangi finansal kaynaklar aracılığıyla karşılanacağı sorusu öne çıkmaktadır ve nakit yönetimi önem kazanmaktadır.

Yatay birleşme ve satın alma işlemlerine karşı rakip şirketler pazar paylarını korumak veya sektördeki olası başka birleşme ve satın alma işlemlerini önlemek adına savunma iç güdüsüyle birleşme ve satın alma işlemleri gerçekleştirebilirler. Satın alma ve birleşme işlemleri önemli büyüklükte nakit ödemeleri veya çıkışları gerektirmektedir (Cartwright ve Schoenberg, 2006). Bahse konu defansif birleşme ve satın alma işlemleri tamamlayıcı ürünleri kendi ürün gamına katmak veya geliştirmekte olan rakiplerin potansiyel tehditlerini önceden ortadan kaldırma amacıyla gerçekleştirilmektedir (King ve diğ., 2004).

Yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin sonucunda daha büyük ve daha güçlü bir rakibin ortaya çıkması, rakip firmaların kendi altyapılarını iyileştirme, operasyonlarını yenileme veya modernize etme ihtiyaçlarını ortaya çıkarmaktadır (Harrison ve diğ., 1991). Bu da çeşitli teknolojik yatırımları beraberinde getirmektedir. Başka bir perspektiften bakacak olursa; rakip şirketler mevcut üretim süreçlerini yenilemeyip, aynı üretim kabiliyeti ile yeni pazarlara dahil olma, şubeler veya fabrikalar açma gibi çeşitli stratejik kararlarının tamamını alırken, genellikle bu yatırımların tamamını dış finansman ile sağlayamamaktadırlar (King ve diğ., 2004). Bu nedenle iç kaynakların güçlü olması ve nakit yönetim politikaları önem kazanmaktadır.

Yatay birleşme ve satın alma işleminin bildirimi sonrasında olası piyasa tepkileri, hisse senedi fiyatlarında değişikliklere ve yatırımcıların sektör içindeki rekabet dinamikleri hakkındaki görüşlerinde meydana gelecek değişikliklere neden olabilmektedir (Cartwright ve Schoenberg, 2006). Rakip firmalar ise, bu piyasa dinamiklerine karşılık verebilmek, yatırımcı beklentilerini karşılamak ve hissedarların güvenini sürdürmek adına nakit yönetim stratejilerini değiştirebilir (Shleifer ve Vishny, 2003).

Yatay birleşme ve satın alma işlemleri genellikle rekabeti dinamiklerini değiştiren bir yapıya sahiptir ve bu nedenle rekabet kurumları tarafından çeşitli incelemelere tabi tutulabilir. Rakip şirketler bu gelişmeleri takip etmekle yükümlüdür ve çeşitli lobi faaliyetleri veya uyum çalışmaları sebebiyle nakit çıkışları gerektirecek faaliyetlerde bulunmaları gerekebilir (Harrison ve diğ., 1991). Bu da nakit

rezervlerinde aŗađı y6nl6 bir hareket doğuracağından nakit y6netim stratejilerini etkileyecek bir durum olarak 6ne 6ıkmaktadır.



3. ŞİRKET SATIN ALMA VE BİRLEŞME İŞLEMLERİNİN NEDENLERİ VE SONUÇLARI

3.1. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Arkasındaki Motivasyonlar

Şirketlerin satın alma ve birleşme işlemi yapma konusunda isteklerini destekleyen çeşitli nedenleri vardır, bunlar arasında sinerji, çeşitlendirme ve vergi avantajları yer almaktadır (Trautwein, 1990). Şirketlerin satın alma ve birleşme işlemlerine eğilimlerinin arkasındaki nedenleri ne kadar karmaşık olursa olsun, her işlemin arkasındaki temel amaç, şirketin net değerini artırmak ve verimliliği artırmaktır. Şirket satın alma ve birleşme işlemlerinin ardındaki amaçlar çeşitli olabilir ancak genellikle büyüme stratejilerinin bir parçası olarak ortaya çıkmaktadır (Larsson ve Finkelstein, 1999). Sinerji, işletmelerin birleşmesi sonucunda ortaya çıkan ve toplam değeri artıran ek faydaları ifade etmektedir. Öte yandan, çeşitlendirme, işletmenin riskini azaltmak ve farklı endüstrilere veya pazarlara genişlemek amacıyla yapılan bir stratejidir. Ayrıca, satın alma ve birleşme işlemleri vergi avantajları sağlayabilmektedir (Trautwein, 1990). Her durumda, şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerine katılma kararları, uzun vadeli stratejik hedeflerini ve şirketin büyüme potansiyelini artırmayı amaçlamaktadır.

Son birkaç yıldır, şirketlerin birleşme ve satın alma işlemi yapma nedenleri, akademik ve iş dünyasında yoğun bir şekilde araştırılmış ve tartışılmıştır. Bu nedenler, çeşitli faktörlerin bir araya gelmesiyle karmaşık bir yapı oluşturmaktadır ve her bir birleşme ve satın alma işleminin arkasındaki temel motivasyonları anlamak için çeşitli teoriler ve yaklaşımlar kullanılmıştır.

Özellikle Piesse (2006) ile Brealey ve diğ. (2012) tarafından yapılan araştırmalar, birleşme ve satın alma işlemlerinin arkasındaki nedenleri anlamak için önemli bir adım olarak kabul edilmektedir. Bu araştırmalar, çeşitli nedenlerin birleşerek bu tür işlemleri tetiklediğini göstermektedir. Bu nedenler genellikle şirketlerin stratejik hedeflerine, pazar koşullarına, ekonomik çevreye ve yasal düzenlemelere dayanmaktadır. Bununla birlikte, birleşme ve satın alma işlemlerinin nedenlerini tam olarak anlamak için genellikle çeşitli teorik yaklaşımların birleştirilmesi gereklidir. Örneğin, neoklasik teori, işletmelerin rekabet avantajı elde

etmek ve kaynakları daha etkin kullanmak için birleşmeleri teşvik ederken (Fama, 1970), kurumsal davranış teorisi, şirketlerin yönetim yapılarını ve kurumsal kültürlerini birleştirerek sinerji yaratmayı hedeflemektedir (Cyert ve March, 1963).

3.1.1. Sinerji

Sinerji, iki veya daha fazla öğenin veya faktörün bir araya gelerek oluşturduğu değer ve performansın, bu öğelerin ayrı ve bağımsız olarak yaratabileceği değer ve performansın toplamından daha büyük olması durumudur. Başka bir deyişle, birleşen veya satın alınan bu şirketlerin ayrı ve bağımsız olarak üretebileceği beklenen serbest nakit akışlarının toplamıyla karşılaştırıldığında, diğer koşulların aynı kalması varsayımı altında, sinerji oluşur ifadesiyle, bu şirketlerin birleşmesi veya satın alınması sonucunda daha fazla serbest nakit akışı elde edilirse sinerji meydana gelir.

Ampirik bulgular, sinerjinin satın almaların temel amacı olduğunu göstermektedir (Bruce ve Christopher, 2000; Goergen ve Renneboog, 2004). Sinerjinin etkisi aşağıdaki formülle ölçülebilir:

$$V(xy) > V(x) + V(y) \quad (1)$$

Burada $V(xy)$, birleşen şirketlerin değerini; $V(x)$ ve $V(y)$, x ve y şirketlerinin tek başına değerini temsil etmektedir. Dolayısıyla, sinerji etkisi birleşen şirketlerin değeri ile şirketlerin tek başına değeri arasındaki farktır:

$$\text{Sinerji Etkisi} = V(xy) - (V(x) + V(y)) \quad (2)$$

Birleşme ve satın alma işlemleri için sinerji: operasyonel sinerji, finansal sinerji ve yönetsel sinerji olmak üzere üç ana başlıkta ele alınmaktadır.

Operasyonel sinerji, verimlilikten kaynaklanan ve ölçek ekonomisi ile kapsam ekonomisi temeline dayanan bir kavramdır. Bu sinerji, satışların artırılması, maliyetlerin azaltılması ve kaynakların verimli bir şekilde kullanılması yoluyla elde edilebilmektedir. Kapsam ekonomileri ise, aynı yerde iki veya daha fazla malın üretiminin şirketleri birleşme ve satın alma işlemini yapmaya teşvik ettiğini ve yeni ürünlerin ve hizmetlerin yaratılması ve teslim edilmesini teşvik ettiğini öne sürmektedir. Örneğin, ürün çeşitliliği, otomatikleştirilmiş üretim süreçleri ve dağıtım

ağları aracılığıyla yeni ürünlerin ve hizmetlerin geliştirilmesine ve sunulmasına katkıda bulunabilir (Yılmaz, 2010).

Finansal sinerjinin sermaye maliyetlerini azaltmaktan kaynaklandığına inanılmaktadır ve birleşme ve satın alma işlemleri sermaye maliyetlerini birkaç şekilde azaltmaya yardımcı olabilmektedir. İlk olarak, bir birleşme ve satın alma işleminden sonra büyüklüğünü önemli ölçüde artıran şirketlerin daha fazla nakitleri olabilir ve bu nedenle daha fazla kaldıraç potansiyeline sahip olabilirler (Lewellen, 1971). Ayrıca, şirket operasyonlarını çeşitlendirerek sistematik olmayan riski azaltır. Son olarak, iç sermaye piyasasının kurulması, sermaye maliyetini azaltabilir ve kaynakları daha etkin bir şekilde tahsis etme konusunda daha etkili olabilir.

Yönetimsel sinerji fikri, farklı firmaların yönetim kapasitesini dikkate alarak farklı üretkenlik seviyelerine sahip olduğu varsayımına dayanır. Eğer bir firmanın yönetimi, diğer bir firmanın kapasitesinin altında bir performans sergiliyorsa, daha etkili bir yönetim ekibi o firmayı satın alabilir ve yetersiz gördüğü yönetimi değiştirebilir. Jarrell (1988) ve Martin ve McConnell (1991), yönetimin değiştirildiği bir satın alma işlemi sonrasında anormal hisse senedi getirilerinin elde edildiğini belirlemiştir.

3.1.2. Ölçek Ekonomisi

Ölçek ekonomileri, üretilen birim ürün sayısının artmasından kaynaklanan artan maliyetlere atıfta bulunur ve firmanın daha rekabetçi hale gelmesini sağlayan operasyonel verimlilikler olduğunda mevcuttur. Böylece her bir ürünün birim maliyetini düşer. Operasyonlar belirli sabit maliyetler gerektirdiğinden, bir firma daha fazla birim ürettiğinde maliyet faktörü her bir birim ürünün sabit birim maliyetlerini azaltır. Kısaca ölçek ekonomileri, şirketlerin üretim hacimlerini genişleterek maliyetleri azaltmalarını sağlamaktadır. Her üretim tesisi için çeşitli sınırlamalar veya kısıtlamalar bulunmaktadır ve bu sınırlamalar birleşme ve satın almalar yoluyla ortadan kaldırılabilir. Aynı durum sabit maliyetler için de geçerlidir, bir birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirerek bu maliyetler daha da azaltılabilir (DePamphilis, 2019). Ayrıca birleşme ve satın almalar, uzun bürokratik süreçlerin operasyonel süreçler üzerindeki ek maliyetini azaltarak birim maliyetlerin azalmasına yardımcı olabilir (Williamson, 1988). Yatay birleşmeler işletmenin büyüklüğünü artırarak işletme maliyetlerini düşürebilmektedir. Bu durumda maliyet tasarrufları görece küçük

şirketlerde daha büyük şirketlerden fazla olabilmektedir. Yatay birleşmeler ayrı üretim ve dağıtım ağlarını birleştirerek veya üretimi yeniden düzenleyerek maliyet tasarruflarına neden olabilmektedir (Pesendorfer, 1998). Dikey birleşmeler ise üretim basamaklarının kaldırılmasıyla maliyet kesintilerine neden olmaktadır. Dikey birleşmeler daha yüksek üretim, geliştirilmiş kalite kontrolü, azaltılmış envanter maliyetleri ve optimize edilmiş üretim çalışmaları sağlayabilmektedir (Riordan ve Salop, 1995).

3.1.3. Pazar Gücü

Pazar gücü, bir şirketin belirli bir pazarda fiyatları veya koşulları etkileme kapasitesini ifade eder. Birleşme ve satın alma işlemleri, şirketlerin pazar gücünü artırma amacını taşıyan stratejik araçlardan biri olarak önem kazanmıştır (Baker ve Bresnahan, 1985). Bu bağlamda, akademik literatürde, birleşme ve satın alma işlemlerinin şirketlerin pazar gücünü nasıl etkileyebileceği ve bu etkilerin nasıl ölçülebileceği üzerine birçok çalışma bulunmaktadır (Stigler, 1950).

Michael Porter gibi strateji uzmanları, yatay birleşmelerin, bir endüstride rekabetin gücünü azaltarak alıcıların genel karlılığını artırabileceğini öne sürmektedir (Porter, 2008). Bu tür birleşmeler, rekabetin azalmasıyla birlikte, şirketlerin fiyatlarını artırma veya daha iyi kâr marjları elde etme potansiyeline sahip olmalarını sağlamaktadır. Öte yandan, dikey birleşmeler, tedarik zincirindeki faaliyetleri kontrol etme yeteneği sayesinde şirketlere pazar gücü kazandırabilmektedir (Perry, 1989). Bu tür bir birleşme, şirketin, hammaddeleri veya dağıtım kanallarını kontrol etme yoluyla pazarda daha güçlü bir konum elde etmesini sağlayabilmektedir (Harrigan, 1983).

Pazar gücünün artırılması, genellikle şirketlerin ekonomik değerini artırma amacını taşımaktadır. Bununla birlikte, pazar gücü elde etmenin etik ve hukuksal boyutları da dikkate alınmalıdır. Örneğin, rekabeti engelleyici bir şekilde pazar gücü elde etmek, rekabet kurallarına aykırı olabilir ve yasal sorunlara yol açabilir (Posner, 1976). Bu nedenle, birleşme ve satın alma işlemlerinin pazar gücü üzerindeki etkilerini değerlendirirken, ekonomik, etik ve hukuksal faktörlerin bir arada ele alınması önemlidir. Bu tür bir analiz, şirketlerin birleşme ve satın alma stratejilerini daha bilinçli bir şekilde belirlemelerine ve uygulamalarına yardımcı olmaktadır (Areeda ve Hovenkamp, 2002).

3.1.4. Hızlı Büyüme

Birleşme ve satın alma işlemleri arkasında genellikle sürekli büyüme arzusu vardır ve kurumsal stratejinin temel taşı oluşturmaktadır. Organik büyüme, üretim kapasitesini genişletme ve pazar penetrasyonunu artırma gibi iç girişimler aracılığıyla elde edilen bir yol olup, şirketlerin operasyonlarını genişletmek için temel bir yol sağlamaktadır (Penrose, 1959). Ancak, organik büyüme stratejileri genellikle sermaye yoğun ve zaman alıcı olabilmektedir ve sıklıkla sonuçlar organik olmayan büyüme yöntemleriyle karşılaştırıldığında daha yavaş olmaktadır (Ansoff, 1965).

Buna karşılık, büyüme stratejileri, birleşme ve satın almalar gibi dışsal büyüme yöntemlerini hedeflerken, hedef firmaların mevcut pazar konumlarından, kaynaklarından ve yeteneklerinden faydalanarak genişleme için hızlı bir yol sağlamaktadır (Trautwein, 1990). Bu yaklaşım özellikle organik büyüme fırsatlarının sınırlı olduğu sektörlerde veya hızlı pazar konsolidasyonunun gerçekleştiği sektörlerde etkili olabilmektedir (Gaughan, 2010).

Steger ve Kummer (2007) ile Yılmaz'ın (2010) çalışmalarına yansıyan akademik araştırmalar, özellikle organik yolların kısıtlandığı durumlarda birleşme ve satın alma işlemlerinin büyüme için bir katalizör olarak önemini vurgulamaktadır. Bu çalışmalar, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin, giriş engellerini aşmak ve etkin bir şekilde pazar varlığı elde etmek için stratejik bir araç olarak hizmet edebileceğini vurgulamaktadır.

Buna ek olarak, akademik tartışmalar, birleşme ve satın alma işlemlerinin sadece büyüme üzerindeki stratejik etkilerini değil, aynı zamanda daha geniş bir ürün yelpazesi, rekabetçi yeteneklerin artırılması gibi uzun vadeli değer yaratma katkılarını da vurgulamaktadır. Akademik bir bakış açısıyla birleşme ve satın alma işlemlerinin incelenmesi, araştırmacıların kurumsal karar alma süreçlerini ve bu işlemlerin daha geniş ekonomik etkilerini etkileyen karmaşık dinamikleri anlamalarını sağlamaktadır.

3.1.5. Çeşitlendirme

Literatürdeki çeşitlendirme üzerine yapılan çalışmalar (Graham ve diğ. 2002; Campa ve Kedia, 2002), birleşme ve satın alma işlemlerinde çeşitlendirmenin etkinliğini tekrar tekrar sorgulamıştır. Çeşitliliğin temel ilkesi, Harry Markowitz tarafından önerilen modern portföy teorisine dayanmaktadır (1952). Bu teori, birleşme

ve satın alma işlemlerinin arkasındaki motivasyonun çeşitlendirme olduğunu desteklemektedir (Motis, 2007). Yüksek getirilerle düşük kayıplar üreten mükemmel bir yatırım elde etmek zor olsa da, teori birçok ilişkisiz enstrümanla ideal bir portföy oluşturarak mükemmel bir yatırımın başarılabileceğini savunmaktadır. Bu tür bir portföy, çeşitlendirme riskini azaltabilir ve optimize edilmiş bir yatırım planı oluşturabilir.

Öte yandan, literatürdeki bazı çalışmalar, çeşitliliğin birleşme ve satın alma işlemlerinde şirketlerin değeri ve özellikleri üzerinde istenmeyen etkilere neden olduğunu öne sürmüştür. Brock ve diğ. (2006), çeşitlendirme yapan şirketlerin, uluslararası birleşme ve satın almalarda uzak bölgelere, yeni hukuki yapılar ve yabancı kültürlerle ulaşmanın verimsizlikleriyle sürekli olarak mücadele etmeleri gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca, Lang ve Stulz (1994) ile Berger ve Ofek (1995), çeşitlendirme etkisini test etmiş ve birleşme ve satın alma işlemi aracılığıyla çeşitlendirilen şirketlerin değerinde belirli bir kayıp olduğunu bulmuşlardır.

3.1.6. Finansal Nedenler

Satın alan şirketlerin fazla serbest nakit akışına sahip olması, birleşme ve satın alma işlemlerine katılmaya yönelik çeşitli motivasyonları tetikleyebilmektedir. Öncelikle, şirketler, nakit birikimlerini kullanarak hedef şirketlere yatırım yaparak üretim ve hizmet kapasitelerini artırabilir ve böylece operasyonel ve finansal sinerji yaratma potansiyelini artırabilirler (Harford, 1999). Bu, birleşen şirketlerin birlikte daha verimli ve etkin bir şekilde çalışarak maliyetleri azaltmalarına ve gelirlerini artırmalarına olanak tanımaktadır.

Ek olarak, birleşme ve satın alma işlemlerinin genellikle sermaye maliyetini düşürmesi, satın alan şirketlerin finansman olanaklarını artırabilmektedir (Hovakimian ve diğ., 2001). Özellikle, bu işlemler sonucunda borç kullanımı artar ve şirketlerin borçlanma kapasitesi genişler. Bu durum, özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler için uygun ve erişilebilir finansman sağlama olasılığını artırabilmektedir.

Akademik literatürde, sermaye yapısı teorisi ve finansman kararları üzerine yapılan çalışmalar, şirketlerin nakit fazlasını nasıl değerlendirdiğini ve birleşme ve satın alma işlemlerine katılmalarının nedenlerini anlamak için önemli ipuçları sağlamaktadır (Myers, 1984). Bu çalışmalar, sermaye yapısı ve nakit yönetimi

konularında derinlemesine bir analiz sunarak, şirketlerin serbest nakit akışlarını nasıl kullanabilecekleri ve bu akışları nasıl en etkili şekilde değerlendirebilecekleri konusunda bir çerçeve sunmaktadır. Bu nedenle, birleşme ve satın alma işlemlerine katılmak isteyen şirketlerin, akademik araştırmalardan elde edilen bilgileri kullanarak karar verme süreçlerini daha iyi anlayabilecekleri ve optimize edebilecekleri belirtilmelidir.

3.1.7. Vergi Avantajları

Vergi avantajları, bazı birleşme ve satın alma işlemleri için teşvik edici ve olumlu olabilmektedir. Satın alan şirket, kurumlar vergisi ödemek durumundaysa, hedef şirketin yaşadığı zararlar, belirli koşullara bağlı olarak kurumlar vergisi matrahının hesaplanmasında indirim tabi olabilir (Auerbach, 1987). Bu, birleşme sonrası dönemde meydana gelen finansal kayıpların, kurumlar vergisi hesaplamasında dikkate alınarak indirilmesi anlamına gelmektedir. Bu sürecin sonunda, birleşme ve satın alma işlemine dahil olan şirketlerin borçlanma kapasitelerinde artış olabileceği göz önüne alındığında, bu şirketler üzerinde uygulanabilmekte olan vergi tasarrufları, finansman maliyetlerinin hacmine bağlı olarak artabilmektedir (Graham, 2003).

Vergi avantajları ile birleşme ve satın alma sonrası elde edilen anormal getiriler arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Hayn (1989), hedef şirketlerin vergi özelliklerinin, satın alınan şirketlerin yanı sıra hedef hissedarların elde ettiği anormal getirileri açıklamada önemli olduğunu kanıtlamıştır. Bu bulgular, vergi avantajlarının, birleşme ve satın alma işlemlerine katılan tarafların elde ettiği finansal sonuçlar üzerindeki etkisini vurgulamaktadır.

3.1.8. İşletmeyi Potansiyel Kapasitesine Ulaştırmak

Şirketleri potansiyel kapasitesine ulaştırma amacıyla gerçekleştirilen satın alma işlemleri, genellikle, satın alan şirketin hedef şirketin performansını iyileştireceğine inandığı ve değerini artırabileceği alanlarda gerçekleştirilmektedir (Haspeslagh ve Jemison, 1991). Bu tür satın almalar genellikle stratejik bir yaklaşımı yansıtır ve satın alan şirketin uzun vadeli büyüme ve değer artırma hedeflerine hizmet eder. Akademik literatürde, bu tür satın almalar genellikle *fırsatlar* olarak adlandırılır çünkü satın alan

şirket, hedef şirketin potansiyelini ve değerini tam olarak değerlendirerek uzun vadeli büyüme fırsatlarına erişebilmektedir (Pablo, 1994).

Bu tür bir satın alma süreci genellikle detaylı bir değerlendirme ve stratejik analiz gerektirmektedir. Satın alan şirket, hedef şirketin operasyonel, yönetsel veya finansal zorluklarını belirleyerek, bu sorunları çözmek ve potansiyel değeri açığa çıkarmak için uygun stratejiler geliştirmelidir. Bu stratejiler genellikle operasyonel verimliliği artırmayı, iş süreçlerini optimize etmeyi, yönetim yapısını güçlendirmeyi ve hedef şirketin pazarlama ve satış faaliyetlerini iyileştirmeyi içermektedir (Hitt ve diğ., 2001).

Ayrıca, satın alan şirketin, hedef şirketin değerini artırmak için gereken kaynakları ve uzmanlığı sağlamak amacıyla stratejik bir plan oluşturması da önemlidir. Bu, maliyet etkinliğini artırabilmekte, rekabet avantajı sağlayabilmekte ve satın almanın uzun vadeli başarısını destekleyebilmektedir (Haspeslagh ve Jemison, 1991). Bu nedenle, potansiyel değeri açığa çıkarma motivasyonu ile yapılan satın alma işlemleri, hem akademik hem de iş dünyasında önemli bir araştırma alanını oluşturur. Bu tür satın almaların başarılı olması için, detaylı analizler, stratejik planlama ve etkili yönetim gereklidir.

3.1.9. Küreselleşme ve Serbestleşme

Küreselleşmenin ve serbestleşmenin önemli bir yönü, bilgi ve iletişim teknolojilerinin artan önemidir; zira bu teknolojiler sınırlar arası bilgi akışını kolaylaştırır ve şirketlere uluslararası ölçekte daha etkin bir şekilde faaliyet gösterme imkânı tanır (Sedlacek ve Valouch, 2015). Bu teknolojik ilerleme, şirketlerin ulusal sınırların ötesinde pazar varlıklarını genişletme amacıyla gerçekleştirdikleri sınırlar arası birleşme ve satın alma işlemlerinde artışa neden olmuştur.

Ayrıca, küreselleşme ve serbestleşme, doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan piyasalarda yoğunlaşmasına yol açmıştır. Bu durum, özelleştirme, düzenlemelerin gevşetilmesi ve artan yerel talep gibi faktörlerden kaynaklanmaktadır (Norbäck ve Persson, 2008). Bu gelişmekte olan piyasalar, göreceli olarak düşük maliyetli işgücü ve geniş üretim ve dağıtım kapasitesi gibi faktörler nedeniyle çok uluslu şirketler için çekici yatırım fırsatları sunmaktadır. Sonuç olarak hem gelişmiş hem de gelişmekte

olan ekonomilerden şirketlerin bu fırsatlardan yararlanmak amacıyla gerçekleştirdiği birleşme ve satın alma işlemlerinde bir artış gözlenmektedir.

Büyük şirketler, çok sayıda ülkede faaliyet göstererek ve küresel varlıklarını kullanarak çeşitli pazarlara, kaynaklara ve yetenek havuzlarına erişmektedirler. Genişleme stratejileri genellikle rekabet pozisyonlarını iyileştirmeyi, ölçek ekonomileri elde etmeyi ve yeni teknolojilere ve pazarlara erişmeyi amaçlayan stratejik birleşme ve satın alma işlemi faaliyetlerini içermektedir (Martynova ve Renneboog, 2005). Ancak, küreselleşmenin ayrıca küçük ve daha az gelişmiş ülkeler için zorluklar içerdiği de unutulmamalıdır. Küresel ekonominin giderek daha bağlantılı hale gelmesiyle, küçük ekonomiler yabancı ticaret ve yatırıma daha fazla bağımlı hale gelebilir, bu da ekonomik bağımsızlıklarını ve egemenliklerini erozyona uğratabilir. Ayrıca, küresel pazarlardaki çok uluslu şirketlerin artan etkinliği, pazar konsantrasyonu, şirket gücü ve gelir eşitsizliği gibi konularla ilgili endişeleri artırabilmektedir.

Özetle, küreselleşme uluslararası iş dünyasının manzarasını derinlemesine dönüştürmüş, artan sınırlar arası birleşme ve satın alma işlemi faaliyetini tetiklemiş, çok uluslu şirketlerin genişlemesine öncülük etmiş ve küresel ekonomik dinamikleri yeniden şekillendirmiştir. Küreselleşme önemli ekonomik büyüme ve kalkınma fırsatları sunmasına rağmen, politika yapıcılarının ve işletmelerin kapsayıcı ve sürdürülebilir küresel ekonomik entegrasyonu sağlamak için karşılaştığı zorlukları da göz önünde bulundurmalıdır.

3.1.10. Fikri Mülkiyet ve Bilgi Birikimi Transferi

Birleşme ve satın alma işlemlerinde yer alan taraflar genellikle farklı teknik yeteneklere, kurumsal kültüre, fikri mülkiyete (*teelif hakları, ticari markalar, patentler vb.*) ve bilgi birikimine sahip olabilirler. Özellikle imalat, bankacılık ve finans teknolojileri şirketleri, belirli yasal düzenlemelerle korunan teknoloji altyapısına sahiptirler. Satın alan şirket, birleşme ve satın alma işlemleri sayesinde, hedef şirketin altyapısını kendi kurumsal yapısına entegre edebilir veya hedef şirkette bu özelliklerin gelişimine katkıda bulunabilir (Maurer ve Scotchmer, 2004). Bir birleşme ve satın alma işlemiyle elde edilen fikri mülkiyet hakları sonunda satın alan şirketin güçlü bir pazar konumu elde etmesine pazarı domine etmesine yardımcı olabilmektedir.

3.2. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Performansına Etki Eden Faktörler

Şirket birleşme ve satın alma işlemlerine ilişkin yapılan çalışmalarda, alıcı şirket performansını etkileyen faktörleri belirlemeye yönelik birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar, ödeme şekli, hedef şirketin ve alıcı şirketin aynı ülkede bulunması, hedef şirketin borsada işlem görüp görmemesi, işletme alanlarının uyumu, hedef şirketin aktif büyüklüğü, alıcı şirketin işlem öncesindeki finansal durumu ve örgüt kültürü gibi unsurları kapsamaktadır. Bu faktörlerin etkisini analiz etmek için genellikle çoklu regresyon analizi kullanılmaktadır. Bu analizlerde, alıcı şirketin performansındaki değişim bağımlı değişken olarak ele alınmakta ve çeşitli bağımsız değişkenlerin etkisi incelenmektedir.

Ödeme şekli: Literatüre göre nakit ödemelerin alıcı şirketlerin kaynaklarını daha verimli kullanmaya teşvik ederek değer artışına neden olması beklenmektedir (Jensen, 1986). Bazı çalışmalar da genellikle nakit ödemelerin, diğer ödeme yöntemlerine kıyasla alıcı şirket performansı üzerinde daha olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir (Ghosh, 2001; Linn ve Switzer, 2001; Moeller ve Schlingemann, 2005).

Benzer faaliyet alanı: Literatürde, benzer alanlarda faaliyet gösteren iki şirket arasındaki birleşme ve satın alma işlemlerinin, yani yatay birleşmelerin, sinerji yarattığı ve dolayısıyla olumlu sonuçlar doğurabileceği, ancak farklı sektörlerde yer alan şirketlerin birleşmesi durumunda çeşitlendirmenin şirket riskini azaltacağı ve dolayısıyla şirket performansında artışa neden olabileceği belirtilmektedir (Martynova, 2007). Bu konudaki bazı çalışmalar yatay birleşmelere konu olan işlemlerin şirket performansı üzerinde görece daha iyi sonuçlar verdiğini gösterirken (Healy, 1992; Heron ve Lie, 2002), diğerleri ise farklı sektörlerdeki birleşmelerin daha başarılı olduğunu gösteren bulgulara işaret etmektedir (Ghosh, 2001; Kruse ve diğ. 2002).

Uluslararası şirket birleşme ve satın alma işlemlerinde kültür ve yasal mevzuat gibi farklılık yaratan birçok unsur bulunmaktadır ve bunlar olumsuz bir etkiye yol açabileceği düşünülmektedir. Öte yandan şirketlerin farklı yeteneklerini birleştirerek

avantaj sağlamasının da mümkün olduğu belirtilmektedir (Martynova ve diğ. 2007). Moeller ve Schlingemann (2005), Goergen ve Renneboog (2004), Martynova ve Renneboog (2006) tarafından yapılan çalışmalarda, farklı ülkelerde yer alan şirketler ile yapılan birleşme ve satın alma işlemlerinde, yerli şirketlerle yapılan işlemlere kıyasla daha az başarılı sonuçlar elde edildiği gösterilmiştir. Ancak, Gugler (2003) tarafından yürütülen çalışma tam tersi bir sonuca ulaşmıştır.

Halka açık olmayan şirketlerin satın alınmasının alıcı şirket için daha kârlı olması beklenmektedir. Bu durumun temel nedeni, halka açık şirketlerin satın alınmasının daha zor olması ve dolayısıyla kontrol primi gerektirmesidir (Fuller ve diğ. 2002). Literatürde bu sonucu destekleyen birçok çalışma bulunmaktadır (Chang, 1998; Hansen ve Lott, 1996; Fuller, 2002).

Daha büyük şirketlerin satın alınmasıyla daha yüksek sinerji ve daha belirgin ölçek ekonomisi oluşturulması beklenmektedir. Öte yandan, bahse konu büyük şirketlerin satın alınması veya birleştirilmesinin yaratacağı bazı entegrasyon zorlukları ortaya çıkabilmektedir (Martynova, 2007). Hem bu sonucu destekleyen hem de tersi yönde bulgular sunan birçok çalışma mevcuttur. Linn ve Switzer (2001) ile Switzer (1996), büyük şirketlerin satın alınmasının daha avantajlı olduğunu belirtirken, Clark ve Ofek (1994) ise bazı durumlarda bunun işlemin başarısı bakımından etkin olmayan sonuçlara yol açabileceğini öne sürmektedir.

Nakit fazlası olan şirketler, birleşme ve satın alma işlemlerini yeterince araştırma yapmadan gerçekleştirebilirler. Bu sebeple performanslarının düşmesi bahse konu şirketler için daha olası hale gelmektedir (Jensen, 1986). Bu konuda yapılmış benzer çalışmalar da bu görüşü destekler niteliktedir (Harford, 1999; Moeller ve Schlingemann, 2005). Net borçluluk oranıyla ilgili olarak, borcu yüksek olan şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetlerinin finansal kuruluşlar tarafından takip altına alınacağı ve düşük kârlılık beklentilerine sahip şirketlerin faaliyetlerinin engellenebileceği öne sürülmektedir. Ancak, akademik çalışmalar bu konuda net bir sonuca ulaşamamıştır. Ghosh ve Jain (2000), Kang (2000) ve Harford (1999) tarafından yapılan çalışmalar, net borçluluk seviyesi yüksek alıcı şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin görece daha etkin olduğunu bulmuştur. Öte yandan, Linn ve Switzer (2001), Switzer (1996) ve Clark ve Ofek (1994) tarafından yapılan çalışmalarda, alıcı şirketin net borçluluk oranı ile birleşme ve satın alma işleminin başarısı arasında bir korelasyon tespit edilememiştir.

Örgüt kültürü, şirkete ait değerlerin, alışkanlıkların, inançların ve önceliklerin bir araya gelmesiyle tanımlanabilen önemli bir bileşen olarak öne çıkmaktadır (Sargut, 2001). Birleşme ve satın alma işlemlerinin incelenmesi sonucunda, pek çok zaman beklenen sonuçların elde edilemediği ve işlemlerin başarısızlıkla sonuçlandığı ortaya çıkmaktadır. Bu başarısızlıkların çeşitli nedenleri arasında kültürler arasındaki farklılıklar öne sıralarda yer almaktadır. Bu bağlamda, birleşme ve satın alma işlemi öncesinde, birleşecek şirketlerin kendi örgüt kültürlerini detaylı bir şekilde analiz etmeleri ve benimsemeleri gereklidir (Arslan, 2004). Ayrıca, birleşme ve satın alma işleminin başarılı bir şekilde tamamlanması ve sonrasında bir sinerjinin yakalanabilmesi için her iki şirketin de birbirlerinin örgüt kültürünü öğrenmesi ve bu kapsamda yapılandırma çalışmaları yapması gerekmektedir.



4. BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN RAKİP ŞİRKETLERİN NAKİT YÖNETİM POLİTİKALARINA ETKİSİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI

Birleşme ve satın alma işlemleri, işletme verimliliğini artırmayı ve maliyet sinerjilerini açığa çıkarmayı amaçlayan kritik stratejik planları temsil etmektedir. Nihai sonuç olarak kârlılığın artırılması ve rekabet avantajları sağlanması amacıyla gerçekleştirilirler. Birleşme ve satın alma işlemlerinin, ölçek ekonomisini kolaylaştırarak, şirketlere kaynakları birleştirme, pazar payını genişletme ve stratejik hedefleri gerçekleştirme imkânı sunduğu öne sürülmektedir. Birleşme ve satın alma işlemlerinin geniş tarihçesi, bu karmaşık anlaşmaların farklı yönlerini keşfeden birçok çalışmaya konu olmuştur. Bu alanda yapılan çalışmaları temel olarak sektör üzerindeki ve finansal performans üzerindeki etkileri inceleyen çalışmalar olarak iki ayrı ana başlıkta incelemek mümkündür. Bununla birlikte literatür, birleşme ve satın alma işlemlerinin genel özellikleri ve avantajları hakkında tartışmalarla dolu olmasına rağmen; birleşme ve satın alma işlemlerinin, rakip şirketler ve bu şirketlerin nakit stratejileri üzerindeki etkisine dair az sayıda çalışma bulunmaktadır. Kısaca, rakip firmaların performansını ve stratejik kararlarını nasıl etkilediğine dair sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Buna karşın, bu çalışmada, perakende, tarım, telekomünikasyon ve ilaç sektörlerinin dinamik ortamında yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin sonuçlarını inceleyerek bu boşluğun doldurulması amaçlanmaktadır. Araştırmamızın merkezinde, bu tür işlemlerin rakip firmaların nakit yönetimi uygulamalarını nasıl etkilediğinin analizi yer almaktadır. Birleşme ve satın alma işlemlerinin etkisinin rakip şirketler üzerindeki etkisi aydınlatılarak, mevcut literatüre yeni görüşler kazandırmayı ve bahse konu sektörlerdeki birleşme ve satın alma faaliyetleri ile rekabet dinamikleri arasındaki etkileşime ait analiz ve görüşlerin zenginleştirilmesi amaçlanmıştır.

4.1. Sektörel Etkiler

Mueller (1989) tarafından ifade edildiği ve literatürde genel olarak kabul gördüğü şekliyle, birleşme ve satın alma işlemlerinin arkasındaki temel itici gücün, bu tür bir işlem ile sağlanacak sinerjinin artan piyasa gücü, operasyonel ve finansal kazançların artması ve riskin azalmasıdır. Ancak, bu kazanımların, sektörün yapısı ve rekabet dinamiklerin üstündeki etkileri her zaman olumlu yönde olmayabilmektedir. İlk olarak Williamson (1968) tarafından analiz edilen ve ardından Farrell ve Shapiro (1990) tarafından geliştirilip zenginleştirilen yatay birleşme ve satın alma işlemlerine ilişkin çalışmalar, genellikle çift yönlü bir bakış açısına sahiptir. Yatay birleşmeler, birleşen firmanın pazar gücünü artırırken, aynı zamanda ölçek ekonomisinin artması nedeniyle maliyet düşüşüne yol açmaktadırlar. Söz konusu yazarlar, belirli koşullar altında hangi tür birleşmelerin hisse fiyatlarını artırdığını, hangilerinin ise hisse fiyatlarını artırmadan sinerji yarattığını göstermişlerdir. Özellikle, Farrell ve Shapiro'nun (1990) geliştirdiği yöntem, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip firmalar ve tüketiciler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bunun ardından, Boyer'in (1992) çalışması bu konuyu birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip firmalar üzerindeki olası negatif etkileri ve bunun sebep olduğu toplum refahı üzerindeki etkileri açısından genişletmiştir. Bazı çalışmalar ise yatay birleşmelerin, ölçek ekonomisi etkisiyle şirketlerin operasyonel etkinliğini artırdığını göstermektedir (Meeks, 1997). Ancak, bu artışın, kaynakların daha etkin kullanılmasından ziyade, piyasa gücünün artmasıyla daha ucuz hammadde veya üretim girdisi temin edilmesinden kaynaklandığı belirtilmektedir. Yani, birleşme ve satın alma işlemleri sektör genelinde üretim maliyetlerini azaltmak yerine, gelir dağılımını değiştirmiştir. Dolayısıyla, yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin maliyet azaltıcı etkisi olmasına rağmen, gerçek anlamda etkinlik artışına katkılarının daha sınırlı olduğu gözlemlenmektedir.

Klein ve Murphy'nin (1997) dikey birleşmeler üzerine yaptığı bir çalışma ise özellikle üretim ve işlem maliyetlerinin azaltılması nedeniyle mevcut üretim ve hammadde maliyetlerinin düştüğünü ve yeni ürünlerin ortaya çıkmasını kolaylaştırdığını öne sürmektedir. Bununla birlikte, Salinger'in (1988) vurguladığı gibi, dikey bütünleşik şirketlerin sektördeki rekabetçi dinamikler arasındaki dengeyi piyasa kapatma yoluyla bozma potansiyeli bulunmaktadır. Bu durum, aslında sektöre

girişin önündeki engelleri artırarak ve pazar gücünü güçlendirerek sektöre girişi zorlaştırabilmektedir.

Scott'un (1989) çalışmasında, aykırı birleşmelerin potansiyel rekabeti engellediği ve yatay birleşme ve satın alma işlemlerine benzer bir şekilde piyasa gücünü destekleyici nitelikte olduğu çeşitli çalışmalarla öne sürülmüştür. Ayrıca, Mueller'in (1982) belirttiği gibi, aykırı birleşme ve satın alma işlemlerinin büyük holdinglerin, farklı sektörlerde yer alan şirketleri arasında daha dengeli bir rekabet stratejileri izlemelerine sebep olduğu ve rekabeti kısıtladığı görülmektedir.

Birleşme ve satın alma işlemleri, rekabet üzerinde hem olumlu hem de olumsuz etkilere sahip olduğundan, bu işlemleri kapsayan çeşitli kamu politikalarının gerekliliği kaçınılmazdır. Ancak birleşme ve satın alma işlemlerinin etkinliği ve piyasa gücü yaratma konusundaki tartışmalar günümüzde hala devam etmektedir ve henüz bir uzlaşmaya varılamamıştır. Kovacic ve Shapiro'nun (2000) belirttiği gibi son 50 yılda, özellikle ABD'de, rekabet politikalarının uygulanmasında önemli değişiklikler yaşanmıştır. Bu durum da birleşme ve satın alma işlemlerini kapsayan rekabet kuralları çerçevesindeki politikaları etkilemiştir. Bununla birlikte, Mueller (1997) birleşme ve satın alma işlemlerine yönelik rekabet politikalarının yeniden değerlendirilmesine odaklanan bir başka çalışmada, mevcut politikaların toplum refahı üzerindeki olası pozitif veya negatif etkilerine odaklandığını ve ekonomik etmenler üzerine yoğunlaşan yeni bir rekabet politikası oluşturulması gerektiğini belirtmektedir.

Birleşme ve satın alma işlemlerinin belirleyen hususlara odaklanıldığında, Benzing (1993) tarafından yapılan bir çalışma, ABD ekonomisi için 1963-1986 dönemini inceleyerek, cari ekonomik koşulların bu işlemlerin en önemli belirleyicilerinden biri olduğunu göstermiştir. Bu çalışmada, faiz oranları ve rekabet politikaları gibi faktörlerin etkisinin belirgin olmadığı ortaya konmuştur.

Andrade (2001) tarafından gerçekleştirilen bir başka çalışma ise 1990'ların ABD'si için birleşme ve satın alma işlemlerinin ardındaki temel tetikleyicinin deregülasyon süreçleri olduğunu öne sürmüştür. Daha yakın tarihli ve kapsamlı bir çalışma olan Erel'in (2012) çalışmasında ise, 1990-2007 yılları arasındaki yaklaşık 60.000 uluslararası birleşme ve satın alma işlemi incelenerek, coğrafi yakınlığın, karşılıklı ticaretin ve muhasebe standartlarının uyumluluğunun iki ülke arasındaki birleşme ve satın alma işlemlerini artırdığı gösterilmiştir. Ayrıca bu çalışmada,

borsadaki hareketliliğin, döviz kuru gibi değişkenlerin de bu işlemleri etkileyen belirleyici hususlar olduğu vurgulanmıştır.

Hu Xiaoxue ve Li Dongxu'nun (2022) yaptığı araştırma, yatay birleşmelerin rakip şirketlerin nakit yönetim politikaları üzerindeki etkilerini incelemektedir. Doğrudan rakiplere odaklanarak, bu birleşmelerin ardından rakip firmaların nakit davranışları ve nakit rezervlerindeki değişiklikleri incelemektedirler. Bahse konu analiz, rakiplerin yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin ardından nakit politikalarını ilgili şartlara uygun şekilde değiştirme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Nakit yönetimi stratejilerindeki bu değişiklik, rekabet dinamikleri ve sektördeki yapısal dinamikler gibi çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Bu araştırma, nakit yönetim politikalarını yenilikçi ve rekabetçi stratejilerle ilişkilendirerek, rakip şirketlerin, Ar-Ge harcamaları, pazardaki rekabet oranı ve sektörel dinamikler gibi çeşitli faktörleri göz önünde bulundurarak, nakit politikalarını birleşme ve satın alma işlemi sonrasında daha dikkatli bir şekilde yönetme eğiliminde olduklarını öne sürmektedir (Hu ve Li, 2022).

4.2. Finansal Performans Üzerindeki Etkiler

Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin ardındaki en önemli gerekçelerden biri ekonomik anlamda sinerji yaratılmasıdır (Walter ve Barney, 1990). Ölçek ekonomisiyle sağlanacak maliyet düşüşleri ve çeşitli sinerjilerin sebebiyet verdiği avantajlı durumun finansal tablolara yansımaları beklenmektedir. Birleşme ve satın alma işlemlerinin alıcı şirket performansına etkisini inceleyen çalışmalarını iki farklı metot altında incelemek mümkündür. Bunlardan ilki olay çalışması metodu kullanan çalışmalar ve diğeri ise finansal tablo analizleri kullanan çalışmalardır. Olay çalışması, bir birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiğinde halka açık şirketin hisse senedi değerinin bu işlem neticesinde nasıl etkilendiğini ölçen bir metottur. Bu şekilde şirketin hisse senedi fiyatlarında meydana gelen ve belirli bir döneme ait değişim, piyasadaki genel değişimin etkisinden arındırılır ve aradaki anormal getiriler ölçülmeye çalışılmaktadır (Brown ve Warner, 1985).

Birleşme ve satın alma işlemleriyle hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmaların çoğu gelişmiş ülkelerde gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamdaki

alışmalara ait bulgular, hedef şirket hisse değerini arttırıcı, alıcı şirket hisse değerini ise değiştirmediği yönündedir (Weston, 2014).

Analizini Türkiye kapsamında yapan çalışmalarda ise paralel sonuçlar ne sürülmüştür (Akben-Selçuk ve Altıok-Yılmaz, 2011; Akben-Selçuk, 2015; Hekimoğlu ve Tanyeri, 2011). Olay alışması metodu hisse senedi ve piyasa verilerinin analizde kullanılması nedeniyle sadece halka açık şirketler için uygulanabilmektedir. Ayrıca, değerlendirmeye konu olan hisse senedi fiyatları, dış etkenlerden kaynaklı olarak da hareket edebilmektedir. Dolayısıyla birleşme ve satın alma işlemlerinin başarısını ölçmek için finansal tablolarda yer alan metrikleri ve verileri kullanan çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çerçevede, birleşme ve satın alma işlemi öncesine ve sonrasına ait finansal göstergeler, birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmeyen benzer özelliklere sahip şirketlerin değerleriyle karşılaştırılarak, bahse konu birleşme ve satın alma işleminin alıcı şirket üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

Literatürde baktığımızda, özellikle gelişmiş ülkelerde yer alan şirketleri çalışmaya konu eden pek çok benzer çalışma bulunmasına rağmen bu çalışmalarda net bir bulgu ne srlememiştir. Bu kapsamda elde edilen bulgular incelemeye konu olan ülkenin bulunduğu coğrafyaya, incelenen döneme ve bu dönemde gerçekleşen olası küresel etmenlere ve analize konu olan göstergelere göre farklılaşmaktadır.

Bu kapsamda yapılan çalışmaları; birleşme ve satın alma işlemleri ile şirket performansı arasında paralel bir ilişki olduğunu öne süren çalışmalar, bu iki unsur arasında herhangi bir ilişki bulmayan çalışmalar ve olumsuz ilişki bulan çalışmalar olmak üzere üç grupta incelemek mümkündür. Healy (1992) ilgili çalışmasında, ABD’de yer alan ve üretim sektöründeki şirketlerin 1979-1984 arasında gerçekleştirdiği en büyük 50 işlemi analiz etmiştir. şirketlerin nakit stratejileri incelenmiş olup alıcı şirketlerin nakit yönetim performanslarının olumlu yönde değiştiği tespit edilmiştir. Kaplan (1989) tarafından yapılan analizde de buna paralel sonuçlar elde edilmiştir.

Heron ve Lie (2002) ile Linn ve Switzer’in (2001) ABD’de yer alan şirketleri konu alan çalışmalarında ise birleşme ve satın alma işlemine taraf olan şirketlerin finansal metriklerinde yukarı yönlü bir hareket olduğu öne sürülmüştür. Benzer olarak, Powell ve Stark (2005) İngiltere’de yapılan bir başka çalışmada da birleşme ve satın alma işlemlerinin, işleme konu olan şirkete ait finansal göstergelerinde bir artış olduğu vurgulanmıştır. Bunlara ek olarak, Rahman ve Limmack (2004) Malezya’da yer alan

şirketleri analiz etmiş ve birleşme ve satın alma işlemlerinin işleme konu şirketlerin finansal metriklerini yukarı yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bir diğer yandan, birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal performans üzerinde önemli bir etkisi olmadığını gösteren çalışmalar da bulunmaktadır.

Ghosh'un (2001) yaptığı bir çalışmada, 1981 ile 1995 yılları arasında ABD'de yer alan ve en büyük 100 birleşme ve satın alma işleminin nakit performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bahse konu çalışmada, işleme konu olan şirketlerin birleşme ve satın alma işlemi öncesi finansal göstergeleri kontrol değişkeni olarak görev yapmaktadır. Bulgular, birleşme ve satın alma işlemlerinin şirket performansı üzerinde ne olumlu ne de olumsuz bir etkisinin olmadığını öne sürmektedir. Benzer şekilde, Moeller ve Schlingemann (2005) tarafından ABD şirketleri için yapılan bir çalışma ise bu sonucu desteklemektedir. Sharma ve Ho (2002) tarafından yapılan ve Avustralya şirketlerini konu eden bir çalışmada da birleşme ve satın alma işlemlerinin şirket performansını etkilemediği sonucuna varılmıştır. Bu analizler dışında başka bir sonuca daha ulaşan çalışmalar ise birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal performans üzerinde olumsuz bir etki oluşturduğunu gösteren çalışmalardır.

Dickerson (1997) tarafından yapılan ve İngiliz şirketleri ele alan çalışma, Kruse (2002) ile Yeh ve Hoshino (2002) tarafından Japon şirketleri ele alan çalışmalar ve Gugler (2003) tarafından Avrupa'de yer alan şirketleri ele alan çalışmalar bu sonuca ulaşan çalışmalar arasında yer almaktadır.

Türkiye'deki finansal tablo verilerine dayalı birleşme ve satın alma işlemlerini inceleyen araştırmalar sınırlı olmakla birlikte, Mandacı (2005) ve Akben-Selçuk ve Altıok-Yılmaz (2011) bu alandaki önemli çalışmalardandır. Akben-Selçuk ve Altıok-Yılmaz (2011), 2003-2007 yılları arasında Türkiye'de halka açık 62 şirketin birleşme ve satın alma işlemlerini inceleyerek birleşme ve satın alma işlemlerinin genellikle alıcı şirketlerin finansal performansını olumsuz etkilediğini göstermiştir. Bu bulgular, ülkemizde yer alan şirketlerin finansal tablo verilerine dayalı birleşme ve satın alma işlemlerini değerlendiren literatürdeki seyrek çalışmalardan biridir. Benzer şekilde, Mandacı (2005), ülkemizde faaliyet gösteren imalat şirketlerine ait 1998-2000 yılları arasındaki birleşme ve satın alma işlemlerini finansal tablo verileriyle analiz etmiştir. Araştırma sonuçları, bu işlemlerin genellikle alıcı şirketlerin finansal performansını olumsuz yönde etkilediği yönündedir. Bu bulgu, Türk şirketlerinin birleşme ve satın alma stratejilerinin finansal sonuçları üzerine daha fazla araştırma yapılmasının

gerekliliğini vurgulamaktadır. Ek olarak, Akben-Selçuk (2015), lkemizdeki birleşme ve satın alma işlemlerinin hisse senedi performansı üzerindeki etkilerini inceleyerek bu işlemlerin alıcı şirketlerin finansal performansını olumlu yönde etkilediğini göstermiştir. Bu alışma, ülkemizdeki birleşme ve satın alma işlemlerini değerlendiren araştırmalar arasında önemli bir yer tutmaktadır ve sektörel farklılıkları göz önünde bulundurarak detaylı bir analiz sunmaktadır. Sonuç olarak, ülkemizdeki birleşme ve satın alma işlemlerini inceleyen çalışmalar sınırlı olsa da mevcut literatürde bu alanda önemli bulgular elde edilmiştir. Ancak, sektörel farklılıklar ve işlem detayları göz önüne alındığında, daha kapsamlı ve derinlemesine araştırmalara ihtiyaç duyulmaktadır.



5. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE HİPOTEZ

Bu çalışmada, perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon sektörlerindeki rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri ile birleşme ve satın alma işlemleri arasındaki ilişki çeşitli kontrol değişkenleri dikkate alınarak araştırılmaktadır. Bu bağlamda, aşağıdaki hipotezler test edilmektedir:

H0: Birleşme ve satın alma işlemleri ile rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H1: Birleşme ve satın alma işlemleri, rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir ve strateji değişikliklerine yol açmaktadır.

Bu hipotezlerdeki temel çıkış noktası, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin rakiplerin finansal kararlarını etkilediğini gösteren önceki araştırmalara dayanarak, birleşme ve satın alma işlemlerinin rekabet dinamiklerini bozabileceği, piyasa beklentilerini şekillendirebileceği ve rakip şirketler için strateji değişiklikleri yaratabileceği düşüncesidir (Hu ve Li, 2020; Harford, 1999). Bahse konu operasyonel ve finansal değişiklikler, şirketlerin rekabet üstünlüğünü korumak veya geliştirmek, olası tehditlere yanıt vermek veya ortaya çıkan fırsatlardan yararlanmak için nakit yönetim politikalarını değiştirmeye teşvik edebilir. Rekabet dinamikleri, stratejik zorunluluklar ve piyasadaki çeşitli sinyaller, bu düşüncenin arkasındaki gerekçeyi desteklemektedir ve çeşitli sektörlerde birleşme ve satın alma işlemlerinin rakiplerin finansal stratejileri üzerindeki etkisini gösteren kanıtlar sunmaktadır (Eckbo, 1983; Song ve Walkling, 2000).

5.1. Değişkenlerin Seçimi ve Modelin Belirlenmesi

Bu tez çalışmasında, araştırma konusunu test edebilmek için ihtiyaç duyulan modelin oluşturulmasında, bu alandaki mevcut ve benzer araştırmalara ait içeriklerden yararlanılmıştır. Örneğin, birleşme ve satın alma işlemlerinin şirketlerin iç kontrol mekanizması üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışmada, net kâr marjı, cari oran, özsermaye getirisi, likidite oranı, hisse başına kazanç, toplam varlıkların büyüme

oranı, alacak devir hızı ve faaliyet karı büyüme oranı gibi çeşitli finansal ölçütler kullanılmıştır (Chen, 2021). Analiz edilen şirketlerin performansını değerlendiren başka bir araştırmada, bağımsız değişkenler arasında tahakkuk yönetimi (accrual management), satış stratejileri, anormal operasyonel giderler ve anormal üretim maliyetleri yer almaktadır (Fuad, 2022). Tarım-gıda sektöründe birleşme ve satın alma performansını inceleyen bir başka araştırmada, faaliyet kâr marjı, operasyonel giderlerin satışlara oranı, brüt kâr marjı, aktif getiri oranı, özsermaye getirisi, net kâr marjı, hisse başı kâr ve temettü oranı gibi çeşitli değişkenler kullanılmıştır. (Gupta ve Raman, 2022). Bazı çalışmalar, kullanılan değişken sayısını azaltarak modellerini bu şekilde geliştirmiştir. Genellikle, bu değişkenler arasında cari oran, fiyat / defter değeri oranı, işletme kâr marjı, aktif getiri oranı, özsermaye getirisi ve borç / özsermaye oranı bulunmaktadır (Meiryani ve diğ. 2021; Shim, 2011).

Bu tez çalışmasında incelenen konuyla yakından ilgili olan Hu ve Li (2022), yatay birleşmelerin rakipler üzerindeki etkisini incelemeye odaklanmıştır. Çalışma, rakiplerin birleşme sonrasında nakit yönetimi üzerindeki etkilerini analiz etmek için bağımlı değişken olarak nakit / toplam varlıkları oranını kullanarak, yatay birleşmelere yanıt olarak rakiplerin nakit tutma davranışını incelemiş ve bu sırada temettüler, hisse geri alımları, net özsermaye ihraçları, ticari işletme sermayesi / toplam varlıklar oranı, yatırım harcamaları / toplam varlıklar oranı, Ar-Ge harcamaları / toplam varlıklar oranı, Tobin Q oranı, nakit akışı / toplam varlıklar oranı ve net borç gibi diğer bazı kontrol değişkenlerini dikkate almıştır. Ar-Ge harcamaları, birleşme ve satın alma işleminden doğan gereksinimler ve genel endüstri yapısıyla ilgili araştırmalar bağlamında bu çalışma, rakiplerin birleşme ve satın alma işlemleri sonrasında daha tutarlı nakit yönetim politikaları benimsemeye eğilimli olduğunu ortaya koymuştur.

Bu tez çalışmasının temel odak noktası, akademik bir bakış açısıyla, rakiplerin birleşme ve satın alma işlemleri sonrasında nakit davranışlarını incelemektir. Nakit / toplam varlık oranı, şirketlerin nakit pozisyonlarını ölçümleyebilmek adına kullanılan likidite durumunun doğrudan bir yansıması olduğu için bağımlı değişken olarak seçilmiştir. Bu seçim, şirketlerin nakit yönetim stratejilerini anlamak ve kavrayabilmek için önemlilik arz etmektedir. Literatürde, nakit varlıklarındaki değişikliklerin, firmaların rekabet koşullarına ve stratejik tepkilerine işaret ettiği belirtilmektedir (Gamba ve Triantis, 2008). Bu nedenle, nakit / toplam varlıklar oranı, perakende, tarım, ilaç ve telekomünikasyon sektöründe rakiplerin nakit yönetim

uygulamalarındaki değişiklikleri değerlendirmek için sağlam bir ölçü olarak kabul edilmektedir. Bu çalışma, literatürdeki boşluğu doldurarak, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakiplerin nakit politikaları üzerindeki etkilerini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Bu şekilde, şirket stratejileri üzerindeki etkilerin daha iyi anlaşılabilmesi ve şirketlerin rekabet avantajlarının analiz edilebilmesi hedeflenmektedir.

Bu tez çalışmasında, şirketlerin kendi faaliyetlerinden fon veya nakit üretme kapasitelerini ölçmek için nakit akışının toplam varlıklara oranı modele dahil edilmiştir. Bu değişken, işletmelerin fon veya nakit üretme kabiliyetini yansıttığı için, likidite pozisyonlarını ve nakit yönetim kararlarını etkilemektedir ve bu kapsamda önemli bir ölçü olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla çalışmanın analitik çerçevesini genişleterek, işletmelerin içsel finansman yeteneklerini değerlendirme ve nakit yönetim stratejilerini anlama konusunda daha kapsamlı bir bakış sağlamaktadır.

Şirketin operasyonlarından yarattığı serbest nakit akışının net satışlara oranı, işletme giderlerini, işletme sermayesi ihtiyacını ve sermaye harcamalarını karşıladıktan sonra oluşan fazla nakdi ifade etmektedir. Bu serbest nakit, işletmelerin satın alımlar ve yatırımlar da dahil olmak üzere çeşitli amaçlar için kullanılabilir olan nakit pozisyonu hakkında önemli verileri bize sunmaktadır (Jensen, 1986). Bu oran, işletmelerin finansal esnekliğini ve büyüme potansiyelini değerlendirmek için önemli bir ölçüdür. Ayrıca, işletmelerin sermaye yapılarını ve nakit yönetim stratejilerini anlama konusunda da bilgi sağlamaktadır. Bu nedenle, serbest nakit akışının net satışlara oranı, işletmelerin finansal performanslarını ve karar alma süreçlerini anlamak için önemli bir araç olarak kullanılmaktadır.

Şirketlerin sermaye yapısını ve borç finansmanına olan bağımlılıklarını belirlemek için borç / özsermaye oranı analize dahil edilmiştir. Yüksek borç düzeyleri, rekabet içindeyken işletmelerin finansal esnekliğini sınırlayabilir ve nakit yönetim kararlarını etkileyebilir. Başka bir deyişle, finansal kısıtları gösterebilecek yüksek borç seviyeleri, özellikle birleşme ve satın alma işlemlerine yanıt olarak nakit yönetim kararlarını da etkileyebilmektedir (Titman ve Wessels, 1988). Borç / özsermaye oranı, işletmelerin finansal kaldıraçlarını ve risk seviyelerini değerlendirmek için önemli bir ölçüdür. Ayrıca, bu oran, işletmelerin borç geri ödeme kapasitelerini ve likidite durumlarını anlamak için de kullanılmaktadır. Bu nedenle, borç / özsermaye oranı,

işletmelerin finansal performanslarını analiz etmek ve nakit yönetim stratejilerini belirlemek için kritik bir faktör olarak analize dahil edilmiştir.

Başka bir kontrol değişkeni olarak finansal faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı da analize dahil edilmiştir. Bu değişken, finansal faaliyetlerden kaynaklanan nakit girişlerinin ve çıkışlarının toplam varlıklara oranı olarak modele eklenmiştir ve şirketlerin finansman stratejileri hakkında bulgular sunmaktadır. Ayrıca, şirketlerin nakit rezervlerini yönetme stratejilerini değerlendirmek ve finansman politikalarını anlamak için de kritik bir öneme sahiptir. Bu nedenle, finansal faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışının toplam varlıklara oranı, işletmelerin finansal performansını analiz etmek ve nakit yönetim stratejilerini belirlemek için önemli bir ölçü olarak analize dahil edilmiştir.

Nakit dönüş süresi, işletmelerin borç, stok ve alacaklarını nakde dönüştürmek için harcadığı zamanı ifade etmektedir. Bu, işletme sermayesi yönetiminin verimliliğini yansıtmaktadır ve dolayısıyla şirketlerin likidite pozisyonlarını etkilemektedir (Deloof, 2003). Daha kısa bir nakit dönüş süresi, işletmenin likiditesini artırabilir ve finansal esnekliği güçlendirebilirken, daha uzun bir nakit dönüş süresi, işletmenin likidite pozisyonunu olumsuz etkileyebilir ve finansal riskleri artırabilir. Bu nedenle, nakit döngüsü, işletmelerin finansal performansını değerlendirmek ve nakit yönetim stratejilerini optimize etmek için önem arz etmektedir.

Temel operasyonel faaliyetlerle direkt ilgili olan ticari işletme sermayesinin toplam varlıklara oranı bu analize dahil edilmiştir. Ticari işletme sermayesi hesaplamasına ise sadece stoklar, ticari alacaklar ve ticari borçlar dahil edilmiştir. Bu kapsamda literatürde yer alan net işletme sermayesi tanımından ayrılmaktadır. Bu oran, işletmelerin kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını yönetme yeteneğini ve ilgili sektörlerdeki rekabet dinamiklerini yönetme kabiliyetini göstermektedir (Baños-Caballero ve diğ. 2010). Dolayısıyla şirketlerin operasyonel etkinliğini değerlendirmek ve likidite risklerini anlamak için kritik bir araç olarak öne çıkmaktadır. Bu oranın düşük olması, şirketin kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için daha fazla serbest nakit akışına sahip olduğunu gösterebilirken, yüksek bir oran, işletmenin operasyonel verimliliği ve nakit yönetim stratejilerini iyileştirme ihtiyacını işaret edebilir. Bu nedenle, ticari işletme sermayesinin toplam varlıklara oranı, işletmelerin operasyonel performansını değerlendirmek ve likidite yönetim stratejilerini optimize etmek için önemli bir göstergedir.

Yatırım harcamalarının toplam varlıklara oranı, işletmelerin yatırım kararlarında aktif büyüklüklerine oranla ne kadar agresif olduğunu göstermektedir. Daha yüksek yatırım harcamaları büyüme stratejilerini işaret ederken, likiditeyi ve nakit rezervlerini ve finansal esnekliğini de zayıflatabilir (Gompers ve Lerner, 2000). Yatırım harcamalarının toplam varlıklara oranı, işletmelerin büyüme stratejilerini, operasyonel performanslarını ve nakit yönetim stratejilerini anlamak için önemli bir göstergedir. Bu nedenle, yatırım harcamalarının toplam varlıklara oranı, şirketlerin finansal durumunu ve gelecekteki büyüme potansiyelini değerlendirmede önemli bir araç olarak analize dahil edilmiştir.

Net borçluluk seviyesinin toplam varlıklara oranı, işletmelerin genel finansal kaldıraçını değerlendirmek için uygun bir ölçüt olduğundan kontrol değişkeni olarak analize dahil edilmiştir. Bu ölçüt, genellikle kurumsal finans çalışmalarında kullanılan, şirketlerin toplam varlıklarına kıyasla borç finansmanına ne ölçüde güvendiklerini yansıtmaktadır (Fama ve French, 2002). Bu dinamikleri anlamak, işletmelerin sermaye yapısı kararlarını ve bu kararların birleşme ve satın alma işlemlerine yanıt olarak nakit yönetim stratejilerine etkilerini değerlendirmede önemli veriler sağlamaktadır. Bu ölçüt aynı zamanda şirketlerin finansal risklerini anlamak ve finansal performanslarını değerlendirmek için kritik bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca, işletmelerin borç yönetimi stratejilerini ve gelecekteki finansal esnekliklerini belirlemede önemli bir rol oynar.

Faaliyet giderlerinin net satışlara oranı, şirketlerin maliyet yapılarını ve operasyonel verimliliklerini kavrayabilmek adına çalışmaya dahil edilmiştir. Bu değişken, faaliyet giderleri, nakit akışları ve rakiplerin nakit yönetim stratejileri arasındaki ilişkiyi anlamaya yardımcı olmaktadır (Barth ve diğ., 1996). Dolayısıyla, şirketlerin operasyonel verimliliklerini değerlendirirken, aynı zamanda rakiplerin uyguladığı nakit yönetim stratejilerini anlamak için de kritik bir öneme sahiptir. Daha yüksek faaliyet gideri oranı, işletmenin maliyet yapısını ve operasyonel verimliliğini değerlendirirken, aynı zamanda nakit akışlarını ve likidite durumunu etkileyebilmektedir. Bu nedenle, bu oran, işletmelerin performansını anlamak ve nakit yönetim stratejilerini optimize etmek için önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

Açıklanan hisse başı temettü oranının bu analize dahil edilmesi, şirketlerin nakit pozisyonlarını etkileyen temettü dağıtım politikalarının ve sermaye stratejilerinin

anlaşılmasına yardımcı olmuştur. Yüksek temettü ödemeleri, nakit rezervlerini etkileyebilir ve şirketin finansal sağlığını ve büyüme potansiyelini etkileyebilir (Lintner, 1956). Temettü politikası, işletmelerin yatırımcılara yönelik tutumunu ve hissedarlar arasındaki değer dağılımını belirleyen önemli bir unsurdur.

Şirket büyüklüğünün, analiz üstündeki olası etkilerini değerlendirebilmek amacıyla toplam varlık büyüklüğünün logaritmik değeri modele eklenmiştir. Daha büyük firmalar, ölçek avantajları ve pazar hakimiyetleri nedeniyle farklı nakit yönetimi stratejileri sergileyebilirler. Bu kapsamda, firma büyüklüğü ile nakit yönetimi kararları arasında bir ilişkinin var olup olmadığının analiz edilmesi amaçlanmıştır ve bu şekilde analizin güvenilirliğinin artırılması hedeflenmiştir. Bu yaklaşım, firma büyüklüğünün finansal kararlara etkisini inceleyen önceki araştırmalarla uyumludur (Ghoul ve diğ. 2011).

Net zarar kukla değişkeni, firmaların zarar ettikleri çeyreklerle (1 olarak kodlanmış) kâr ettiği çeyrekleri (0 olarak kodlanmış) ayırt etmek için dahil edilmiştir. Bu kukla değişken, işletmelerin karlılık durumlarının ve nakit yönetimi stratejilerinin analizinde önemli bir role sahiptir. Özellikle, zarar eden çeyreklerde nakit yönetimi stratejilerinin nasıl değişebileceğini anlamak, işletmelerin finansal performansını ve likidite durumlarını değerlendirmek için önemlidir. Bu nedenle, net zarar kukla değişkeni, analizimizde kritik bir gösterge olarak kullanılmıştır.

Tobin Q oranı, şirketlerin piyasa değerini varlıkların değiştirme maliyetine göre analiz edebilmek amacıyla modele dahil edilmiştir. Bu ölçüt, yatırım fırsatlarını ve büyüme potansiyelini yansıtmakla kalmamakta, işletmelerin finansal kararlarını ve nakit yönetim stratejilerini etkileyebilen bir unsur olarak öne çıkmaktadır (Maksimovic ve Phillips, 2002). Tobin Q oranı, şirketlerin yatırım fırsatlarını değerlendirmek için önemli bir araçtır. Ayrıca, işletmelerin finansal performansını ve büyüme beklentilerini analiz etmek için de kullanılır. Bu nedenle, Tobin Q oranı, şirketlerin değerlendirme ve yatırım stratejilerini anlamak için kritik bir gösterge olarak analize dahil edilmiştir.

Borç servis karşılama oranı, BSKO (Debt service coverage ratio, DSCR), bir firmanın faaliyet gelirleri ile borç yükümlülüklerini karşılama yeteneğini değerlendirmek için kullanılan önemli bir finansal ölçüttür. Bu oran, bir firmanın faaliyet gelirinin, faiz ve anapara ödemeleri de dahil olmak üzere borç ödemelerini karşılama oranını ölçmektedir. Daha yüksek bir BSKO, borç ödemelerini karşılama

kapasitesinin daha yüksek olduğunu ve finansal sağlığı ve istikrarı işaret ettiğini gösterir. Buna karşılık, düşük bir BSKO, bir firmanın finansal sağlamlığıyla ilgili endişeleri artırabilir. Bu durumda da ilgili şirket, daha yüksek borçlanma maliyetleri veya kredi erişiminde zorluklarla sonuçlanabilir (Titman ve Wessels, 1988). Bu nedenle, BSKO, firmaların karşılaştığı finansal kısıtlamaların kritik bir göstergesi olarak öne çıkmaktadır. Sonuç olarak, daha düşük BSKO'ya sahip firmalar, nakit akışını korumak ve borç servis edilebilirliğini sağlamak için sermaye harcamalarını veya temettü ödemelerini sınırlamak gibi daha muhafazakâr finansal politikalar benimseyebilirler (Myers ve Majluf, 1984).

Rakip şirketleri, yatay birleşme ve satın alma işlemlerine cevaben nakit pozisyonlarını nasıl yönettiğini ölçümleyebilmek adına aşağıdaki ekonometrik model oluşturulmuştur:

$$\text{Nakit ve nakit benzerleri} / \text{Toplam Varlıklar}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{İşlem}_{it} + \beta_2 X_{it} + \epsilon_{it}$$

Bu denklemde:

- *Nakit ve nakit benzerleri / Toplam Varlıklar*_{it}, *t* periyodunda firmanın nakit ve nakit benzerlerinin toplam varlıklarına oranını temsil eder ve bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.
- *İşlem*_{it}, işlem çeyreği ve takip eden üç çeyrek için 1 değerine eşit olan ve işlemden önceki üç çeyrek için 0 olan kukla değişkendir.
- *X*_{it}, kontrol değişkenlerini ifade etmektedir. Tanımlamaları ve hesaplamaları görmek için Ek-1'e bakınız.
- β_0 , arakesit terimini ifade etmektedir.
- $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$, tahmin edilecek katsayıları ifade etmektedir.
- ϵ_{it} , *t* periyodunda firmanın nakit ve nakit benzerlerinin toplam varlıklarına oranını etkileyen gözlenmemiş faktörleri ifade eden hata terimidir.

Panel veri analizi, zaman serisi ve kesit verilerini aynı anda ele alarak daha kapsamlı bir analiz yapmayı sağlayan güçlü bir yöntemdir. Rakip şirketlerin yatay birleşme ve satın alma işlemlerine cevaben nakit stratejilerinin değişip değişmediğini belirlemek gibi karmaşık bir soruyu yanıtlamak için panel veri analizinin uygun olacağı belirlenmiştir. Çünkü bu tür bir analiz, hem zaman serilerindeki değişiklikleri hem de farklı şirketler arasındaki çapraz kesit farklılıklarını dikkate alarak daha sağlam

sonuçlar elde etmeyi mümkün kılmaktadır. Bu yöntem, veri setinin dinamik yapısını dikkate alarak, belirli bir dönemdeki değişkenliklerin nedenlerini daha derinlemesine anlamamıza olanak tanımaktadır. Bu nedenle, rakip şirketlerin yatay birleşme ve satın alma işlemlerine karşı alması muhtemel nakit stratejilerinin analizinde panel veri analizi kullanılarak, daha kapsamlı ve güvenilir sonuçlar elde etmek mümkün olmaktadır.

Araştırmaya konu edilen veri seti, ilgili derlemeler ve düzenlemeler sonrasında panel veri analizi ile test edilmiştir. Perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon sektörlerine ait veriler ayrı ayrı incelenmiştir. Olası aykırı değerlerin etkisini azaltmak için tüm kontrol değişkenlerine ait istatistiksel verilerdeki aşırı değerler %1 ve %99 yüzdelik dilimde olmak üzere sınırlandırılarak (winsorization) analize dahil edilmiştir. Bu yol ile tekrar oluşturulan ekonometrik modeller için, Sabit Etkiler Modeli veya Rassal Etkiler Modelinden hangisinin daha uygun olduğunu belirlemek amacıyla Hausman Test uygulanmıştır ve bahse konu iki modelin tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı incelenmiştir. Hausman test istatistiği sonuçlarına göre *Rassal etkiler tahmincisi doğrudur*. H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bir başka deyişle her dört sektör için de p değerinin 0,05'ten küçük çıkması sebebiyle Sabit Etkiler Modelinin uygun olduğu sonucuna varılmıştır.

Analizde verilerin birim boyutuna ek olarak zaman boyutunun da olması sebebiyle veriyi yaratan sürecin belirlenebilmesi amacıyla durağanlığın analiz edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla panel veri modellerinin genel varsayımlarından biri olan hata terimlerinin birimlere göre bağımsız olma koşulunun test edilmesi gerekmektedir. Bu noktada birimler arası korelasyonun varlığını test etmek için Pesaran'ın CD testi uygulanmış ve her dört sektör için de birimler arası korelasyon olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle her bir değişken için ikinci nesil panel birim veri kök testlerinden Levin-Lin-Chu birim kök testi uygulanmış ve seri halinde durağan olduğu tespit edilemeyen değişkenlerin ilk farkları kullanılmıştır.

Modelin test edilebilir hale getirilebilir olması amacıyla heteroskedasite ve otokorelasyon durumları sınanmış ve sırasıyla heteroskedasite'nin varlığı için Wald Testi ve otokorelasyonun varlığı için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson ve Baltagi-Wu'nın Yerel En İyi Değişmez Testi uygulanmıştır. Sonuç olarak hem otokorelasyonun hem de heteroskedasitenin varlığı tespit edilmiş ve bu kapsamda Huber, Eicker ve White Tahmincisi uygulanmıştır.

5.2. Veri Setinin Belirlenmesi

Bu çalışmada, Almanya, Birleşik Krallık, Fransa, İspanya ve İtalya’da gerçekleşen ve hedef şirketin çoğunluğunun veya tamamının devralındığı birleşme ve satın alma işlemlerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu şekilde, – ayrı ayrı olmak üzere – perakende, telekomünikasyon, ilaç ve tarım sektöründe gerçekleşmiş birleşme ve satın alma işlemleri arasında kontrol gücünün değiştiğini işaret eden ve rakip şirketleri etkileme potansiyeline sahip olan işlemlerin analize dahil edilmesi hedeflenmektedir.

Bahse konu birleşme ve satın alma işlemlerinin bir liste haline getirilmesi amacıyla detaylı bir tarama süreci gerçekleştirilmiştir. Kontrol gücünün değiştiği birleşme ve satın alma işlemleri elde edildikten sonra ikinci seçim kriteri olarak, 1 Ocak 2005 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasında gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemleri seçilmiştir. Bu zaman aralığının seçiminin arkasında iki önemli düşünce yer almaktadır: İlk olarak, ilgili ülkelerde Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nın (UFRS) uygulanmaya başlaması ve bu kapsamda standart bir finansal raporlama standartlarının uygulanmasıyla verilerin doğruluğunu dolaylı bir şekilde sağlamış olmak ve ikincisi, finansal verilerin uluslararası karşılaştırılabilirliğini kolaylaştırmak. Bunun ardından, pazar veya sektör içinde etkili olma potansiyeli yüksek olan işlemlere öncelik vermek için 10 milyon ABD Doları tutarının altında olan işlemler analizden çıkarılmıştır.

Perakende sektörü sınıflandırmasına dahil olan, özellikle gıda perakendeciliği veya tüketici dayanıklı mal perakendeciliği (Food Distributors, Food Retail, Consumer Staples Merchandise Retail) olarak kategorize edilen şirketler belirlenmiştir. İlaç sektörü (Pharmaceuticals), tarım sektörü (Fertilizers and Agricultural Chemicals; Agricultural Products and Services) ve telekomünikasyon sektörü (Telecommunication Services) için ise benzer şekilde sektör sınıflamaları kullanılmıştır.

Bu işlemler içinde sadece nakit ile ödeme yapılan işlemler ve uluslararası olmayan işlemler bırakılmış olup, kaldırılacak satın almalar, yönetim satın almaları, borsada işlem görme özelliği kaybedilen satın almalar ve iflas sonucunda gerçekleşen satın almalar işlem listesinden çıkarılmıştır. Bu şekilde işlem listesinde aykırılık yaratanlar elimine edilmiştir. Sonrasında ise Almanya, Birleşik Krallık, İtalya, Fransa

ve İspanya olmak üzere en büyük beş Avrupa ekonomisi içinde gerçekleşen işlemleri seçim kriteri olarak kullanılmıştır.

Çalışmaya konu birleşme ve satın işlemlerinden önceki üç çeyrek, işlem duyurusunun yapıldığı çeyrek ve işlem sonrasındaki üç çeyrek analize dahil edilmiştir. Bu sebeple bir işleme ait yedi çeyreklik periyot içinde birden fazla işlemin gerçekleşmesi mümkün olmaktadır. Bu problem ise daha önceden duyurulan ve Amerikan Doları cinsinden daha yüksek işlem değerine sahip işlemler dışarıda bırakılmıştır. Bu metodoloji, veri bütünlüğünü korumak ve gereksiz tekrarlamaları ortadan kaldırmak açısından önem arz etmektedir. Çalışmaya konu olan dört sektördeki seçilmiş birleşme ve satın alma işlemlerine ait özet tablolarda aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 5.1. İncelemeye Konu Olan Birleşme ve Satın Alma İşlemi Sayısı

İŞLEM SAYISI	Perakende	İlaç	Tarım	Telekom.
Avrupa’da yer alan ve kontrol gücünün değiştiği işlem sayısı	235.792			
2005 ve 2022 arasında gerçekleşen işlem sayısı	188.197			
İşlem değeri 10m ABD Doları veya üzerinde olan işlem sayısı	26.461			
Sektör sınıflandırması sonrası kalan işlem sayısı	179	89	89	326
Aykırılıkların elimine edilmesi sonrası kalan işlem sayısı	62	18	22	118
Ülke sınıflandırması sonrası kalan işlem sayısı	45	13	20	92
Yedi çeyreklik dönem içinde birden fazla işlem sayısı içerenlerin çıkarılması sonrası kalan işlem sayısı	17	12	12	36

Önceden belirlenmiş olan beş büyük Avrupa ekonomisi içinde yer alan (Birleşik Krallık, Almanya, Fransa, İspanya ve İtalya) sektör sınıflandırmalarına dayanarak rakip şirketler tanımlanmıştır. Finansal verilerin tutarlılığı, karşılaştırılabilirliği ve doğruluğu amacıyla UFRS kapsamında raporlama yapan şirketlerin analiz edilebilmesi amacıyla sadece halka açık olan şirketler analize dahil edilmiştir. Ancak, veri doğruluğunu sağlam bir zemine oturtmak amacıyla işlem öncesi üç çeyrek, işlemin gerçekleştiği çeyrek ve işlem sonrası üç çeyrek boyunca negatif nakit / aktif oranına sahip şirketler veya negatif özsermayeye sahip olan şirketler analizden çıkarılmıştır. Panel regresyon analizine dahil edilen halka açık şirketlerin kriter seçimi Tablo 5.6.'da sunulmaktadır. Panel regresyon analizi, işlemin duyurulmasından üç çeyrek öncesinden birleşmenin duyurulmasından üç çeyrek sonrasına kadar uzanan bir zaman dilimini kapsamaktadır. Bu şekilde tek bir çeyrek içinde olabilecek tek seferlik anomalilerin ortadan kaldırılması amaçlanmıştır.

Tablo 5.2. İncelemeye Konu Olan Şirket Sayısı

ŞİRKET SAYISI	Perakende	İlaç	Tarım	Telekom.
Almanya, Birleşik Krallık, Fransa, İtalya ve İspanya'da yer alan halka açık şirket sayısı	4.493			
Sektör sınıflandırması sonrası kalan şirket sayısı	36	84	25	58
Negatif özsermaye veya negatif nakit / aktif oranına sahip şirketlerin çıkarılması sonrası kalan şirket sayısı	20	29	19	26

Çalışmaya baz oluşturan verilerin istatistiksel verileri her bir sektör için ayrı ayrı olmak üzere aşağıda belirtilmiştir.

Tablo 5.3. Perakende Sektörü Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standard Sapma	Min.	Maks.
Nakit Oranı	567	,090	,099	0	,750
Nakit Akışı Oranı	567	,003	,040	-,2720	,509
Serbest Nakit Akışı Marjı	567	,008	,400	-1,332	1,344
Borç Özsermaye Oranı	567	,999	,956	0	13,527
Finansal Nakit Akışı Oranı	567	,146	4,343	-3,896	51,081
Nakit Dönüş Süresi	567	-1,588	49,474	-77,903	666,125
TİS Oranı	567	,002	,114	-,219	,472
Yatırım Harcamaları Oranı	567	-,014	,012	-,087	,005
Net Borçluluk Oranı	567	-,195	,164	-,456	,686
Operasyonel Gider Oranı	567	,178	,162	-,005	,735
Açıklanan Temettü	567	,067	,210	0	2,246
Aktik Büyüklük	567	14,996	2,669	9,365	18,284
Tobin Q	567	1,586	1,257	,682	8,264
BSKO	567	79,793	844,842	-69,500	10.089,00

Tablo 5.4. İlaç Sektörü Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standard Sapma	Min.	Maks.
Nakit Oranı	546	,236	,257	0	,921
Nakit Akışı Oranı	546	0	,093	-,274	,389
Serbest Nakit Akışı Marjı	546	-1,260	6,904	-52,542	3,248
Borç Özsermaye Oranı	546	,562	,886	0	4,438
Finansal Nakit Akışı Oranı	546	,026	,092	-,103	,428
Nakit Dönüş Süresi	546	50,061	170,936	-668,412	823,438
TİS Oranı	546	,099	,127	-,215	,399
Yatırım Harcamaları Oranı	546	-,005	,005	-,025	,001
Net Borçluluk Oranı	546	,065	,356	-,694	,903
Operasyonel Gider Oranı	546	1,545	6,327	-,048	49,935
Açıklanan Temettü	546	,099	,297	0	1,900
Aktik Büyüklük	546	12,837	3,238	6,907	18,755
Tobin Q	546	3,395	5,352	,028	41,501
BSKO	546	-35,549	212,774	-1.516,333	139,198

Tablo 5.5. Tarım Sektörü Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standard Sapma	Min.	Maks.
Nakit Oranı	357	,118	,128	0	,431
Nakit Akışı Oranı	357	,004	,039	-,127	,160
Serbest Nakit Akışı Marjı	357	-,279	1,371	-9,586	1,086
Borç Özsermaye Oranı	357	,328	,373	0	1,860
Finansal Nakit Akışı Oranı	357	,003	,036	-,089	,168
Nakit Dönüş Süresi	357	19,315	132,498	-560,93	541,672
TİS Oranı	357	,088	,166	-,452	,466
Yatırım Harcamaları Oranı	357	-,012	,012	-,062	0
Net Borçluluk Oranı	357	-,025	,198	-,469	,406
Operasyonel Gider Oranı	357	,477	1,781	0	13,600
Açıklanan Temettü	357	,070	,191	0	,952
Aktik Büyüklük	357	12,468	1,328	9,371	16,103
Tobin Q	357	1,130	,444	,307	2,444
BSKO	357	3,467	68,038	-580,333	173,082

Tablo 5.6. Telekom. Sektörü Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standard Sapma	Min.	Maks.
Nakit Oranı	602	,096	,089	,001	,430
Nakit Akışı Oranı	602	,002	,029	-,115	,106
Serbest Nakit Akışı Marjı	602	,108	,363	-,716	2,178
Borç Özsermaye Oranı	602	1,376	1,606	0	8,712
Finansal Nakit Akışı Oranı	602	-,003	,040	-,110	,173
Nakit Dönüş Süresi	602	-19,458	79,21	-299,69	398,072
TİS Oranı	602	,018	,072	-,204	,332
Yatırım Harcamaları Oranı	602	-,013	,015	-,072	0
Net Borçluluk Oranı	602	-,223	,224	-,623	,413
Operasyonel Gider Oranı	602	,099	,154	-,214	,774
Açıklanan Temettü	602	,066	,178	0	1,105
Aktik Büyüklük	602	15,172	3,213	9,242	19,35
Tobin Q	602	1,651	,958	,708	4,898
BSKO	602	193,560	870,913	-44,489	6.357,673

6. BULGULAR VE DEĞERLENDİRME

6.1. Sektör Bazlı Sonuçlar ve Yorumlar

Her sektör için ayrı ayrı elde edilen sonuçlar, perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon sektörlerinde yer alan ve birbirlerine rakip olan şirketlerin nakit yönetim stratejilerinin, yatay birleşme ve satın alma faaliyetlerine karşı değişken şekilde duyarlılık sergilediğini ortaya koymaktadır. Perakende ve tarım sektörlerinde nakit pozisyonlarını artırıcı; ilaç ve telekomünikasyon sektörlerinde ise azaltıcı yönde bulgular elde edilmiş olsa da belirtilen bulguların tarım sektörü dışındaki sektörlerde istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu durum, birleşme ve satın alma işlemlerinin rakip şirketlerin nakit pozisyonları üzerinde önemli bir etkisi olmayabileceğini göstermektedir. Bu bağlamda, birleşme ve satın alma işlemlerinin zamanlaması, iç ve dış dinamikler ile rakip şirketlerin nakit pozisyonlarındaki olası etkilerini hafifletmek amacıyla izlenen stratejiler gibi çeşitli faktörlere bağlı olabilir. Ancak tarım sektöründe birleşme ve satın alma işlemlerine cevaben rakip şirketlerin nakit pozisyonlarını artırma eğiliminde olduğu ve bu sonucun %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu bulguların ardında yatan olası çeşitli nedenler bulunmaktadır. Öncelikle, birleşme ve satın alma işlemlerinin zamanlaması, sektörün dönemsel dalgalanmalarıyla uyumlu olabilmekte veya ekonomik koşulların genel seyrine bağlı olabilmektedir. Ayrıca, şirketlerin stratejik hedefleri ve operasyonel önceliklerinin, nakit yönetimi üzerinde belirleyici bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra, rekabet ortamı da önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır ve özellikle sektördeki rekabetin yoğunluğu ve rekabet dinamikleri, şirketlerin nakit pozisyonlarını ve birleşme ve satın alma stratejilerini etkileyebilmektedir. Ek olarak, makroekonomik faktörlerin (örneğin, faiz oranları, döviz kurları, enflasyon gibi) değişimi, şirketlerin nakit yönetimini ve birleşme ve satın alma stratejilerini etkileyebilmektedir. Son olarak, yönetim tercihleri ve kurumsal politikalar gibi içsel faktörler de şirketlerin nakit yönetimini şekillendirebilmektedir. Bu faktörlerin tümü, birleşme ve satın alma işlemlerinin nakit pozisyonları üzerindeki etkisini anlamak için dikkate alınması gereken önemli unsurları oluşturmaktadır. Tarım sektörünün diğer sektörlerden ayrışmasının arkasındaki olası etkenleri incelediğimizde çeşitli unsurlar öne

çıkmaktadır. Öncelikle, tarım sektörünün mevsimsel ve iklimsel faktörlere bağımlılığı göz önüne alındığında, birleşme ve satın alma işlemlerinin tarım şirketlerinin nakit yönetim stratejilerini etkileme biçimi de farklılık gösterebilmektedir. Ayrıca, tarım sektöründeki rekabetçi dinamiklerin diğer sektörlerden farklı olması, birleşme ve satın alma işlemlerine verilen tepkilerde de farklılık yaratabilir. Bu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin belirli tarımsal politika ve düzenlemelere tabi olmaları da bu sektörün diğerlerinden ayrışmasında etkili olabilecek hususlardan biridir. Bunların yanı sıra, tarım sektöründeki şirketlerin sahip olduğu varlık yapısı ve işletme modelleri, birleşme ve satın alma işlemlerine olan tepkilerini şekillendirmektedir. Bu unsurların tümü, tarım sektörünün diğer sektörlerden farklı bir şekilde birleşme ve satın alma işlemlerine yanıt vermesinin altında yatan nedenleri daha iyi anlamamıza yardımcı olabilmektedir.

Kontrol değişkenlerinin etkisi incelendiğinde ise nakit akışı oranının telekomünikasyon sektörü hariç olmak üzere diğer tüm sektörlerde; net borçluluk oranının ise tüm sektörlerde olmak üzere, ilgili şirketlerin nakit pozisyonları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde pozitif yönde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar, operasyonlarından, yatırımlarından veya finansal faaliyetlerinden daha fazla nakit akışı yaratma potansiyeline sahip şirketlerin daha çok nakit tutma eğiliminde olduğunu doğrular niteliktedir. Buna ek olarak daha düşük borçluluk seviyesine sahip olan şirketlerin de aynı şekilde pozitif yönlü olmak üzere nakit pozisyonlarını artırma eğiliminde olduğu sonucuna varılmıştır. Buna karşın, nakit pozisyonu üzerinde etkili olabileceği düşünülen bazı değişkenlerin hiçbir sektörde istatistiksel olarak anlamlı seviyede bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçlar incelendiğinde, bahse konu değişkenlerin sırayla açıklanan temettüleri, şirketin ilgili dönemde zarar edip etmediği ve bir varlığın piyasa değeri ile yerine koyma değeri arasındaki oranı gösteren Tobin Q oranı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu analizin asıl amacı olan, rakip şirketlerin yatay birleşme ve satın alma işlemlerine cevaben nakit pozisyonlarını anlamlı bir şekilde değiştirip değiştirmediği sorusuna istatistiksel olarak anlamlı cevabı veren tek sektör olan tarım sektörünün bazı açılardan diğer sektörlerden ayrıştığı ortaya çıkmaktadır. Bunlar sırasıyla nakit akış süresi, TİS Oranı ve yatırım harcamaları oranıdır. Daha önce bahsedildiği gibi, tarım sektöründe, özellikle stokta kalma süresi hesaba katıldığında ve yüksek mevsimsellik etkisinin de etkisiyle görece yüksek ve dış etmenlerden etkilenmeye müsait olan nakit dönüş süresinin diğer sektörlerden ayrıştığı ve bu durumun şirketlerin nakit yönetim

stratejilerinde önemli derecede etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Buna ek olarak rekabetçi dinamikler ve iklim gibi dış etkenlere bağımlı bir iş modeline sahip tarım sektörü şirketlerinin, ticari işletme sermayesi yönetiminde diğer sektörlerden ayrıştığı ve dolayısıyla TİS oranının, nakit oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı seviye etili olduğu sonucuna varılmıştır. Son olarak, yüksek duran varlık oranına sahip olan tarım şirketlerinin nakit çıkışı gerektiren yatırım harcamaları politikalarını ustalıkla yönetmeleri gerekmektedir. Bu noktada dolaylı olarak nakit oranı politikalarını da dikkatle incelemeleri gereken tarım sektörleri şirketlerinin yatırım harcamaları, nakit oranı üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde etkili olmaktadır.

Çalışmanın sonuçlarına ait istatistiksel bilgiler ve test sonuçları her bir sektör için ayrı ayrı olmak üzere aşağıda verilmiştir.

Tablo 6.1. İst. Veriler ve Analiz Sonuçları

Sektör	Perakende		İlaç		Tarım		Telekom.	
Gözlem Sayısı	567		468		306		516	
Nakit Oranı	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.
BSA İşlemi	0		-.002		.007	**	-.008	
Nakit Ak. Oranı	.232	***	.180	**	.451	***	.201	
Serb. Nakit Ak. Mar.	.010		.002	*	.003		-.002	
Borç Özs. Oranı	.073	***	.015	**	.109	***	0	
Fin, Nakit Ak. Oranı	.001		-.051		.247	***	.222	**
Nakit Dönüş Süresi	0		0		0	**	0	
TİS Oranı	.061		-.023		-.057	**	.009	
Yatırım Harc. Oranı	-.135		.295		.402	*	.109	
Net Borçluluk Oranı	.539	***	.588	***	.268	***	.23	***
Oper. Gider Oranı	.001		.003	***	.001		-.022	
Açıklanan Temettü	-.013		-.002		-.003		.01	
Aktik Büyüklük	.060	***	.094	***	-.058	***	.02	
Net Dönem Zararı	-.004		0		-.006		-.006	
Tobin Q	.004		.001		-.038		.003	
BSKO	0	**	0		0		0	
Sabit	-.780	***	-1.018	***	.741	***	-.208	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$ düzeyde anlamlıdır

6.2. Sektör ve Ülke Bazlı Sonuçlar ve Yorumlar

Önceki analizde sektörel bazda yapılan yorumlar ve değerlendirmeleri detaylandırmak adına, bu çalışmaya konu olan beş büyük Avrupa ekonomisi ayrı ayrı incelenmiştir. Rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri ile birleşme ve satın alma işlemleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yine sadece tarım sektöründe ortaya çıkmış ve bu sonucun sadece Birleşik Krallık'ta yer alan şirketler üzerinde anlamlı bir sonuç verdiği ortaya çıkmıştır. Diğer ülkeler özelinde yapılan analizde ise, istatistiksel açıdan anlamlı bir sonuç verebilecek şekilde yeterli örneklem sayısı bulunmamaktadır. İlaç sektöründe sadece Birleşik Krallık özelinde yapılan analizlerde yeterli örneklem sayısına ulaşılmış ancak anlamlı bir sonuç bulunamamıştır. Bunun yanı sıra perakende sektöründe ise Birleşik Krallık'a ek olarak Fransa özelinde yapılan analizlerde yeterli örneklem sayısına ulaşılmış ancak her ikisinde de anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Son olarak telekomünikasyon sektöründe Birleşik Krallık ve Almanya özelinde yapılan analizlerde yeterli örneklem sayısına ulaşılmasına karşın benzer şekilde anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. İstatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki bulunmasa da incelenen ülkeler ve sektörler arasında bazılarının yatay birleşme ve satın alma işlemlerini akabinde nakit tutma eğilimlerini artırdığı, bazılarının ise azalttığı yönünde sonuçlar tespit edilmiştir.

Çalışmanın sonuçları ülke bazlı değişiklikler gösterebilmektedir. Bu nedenle daha detaylı bir analiz için sektörel bazda olmak üzere Almanya, Birleşik Krallık, Fransa, İspanya ve İtalya'ya ait istatistiksel bilgiler ve test sonuçları aşağıdaki sunulmaktadır.

Tablo 6.2. Birleşik Krallık Sektör Bazlı Sonuçlar

Birleşik Krallık								
Sektör	Perakende		İlaç		Tarım		Telekom.	
Gözlem Sayısı	378		348		192		138	
Nakit Oranı	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.
BSA İşlemi	.002		-.006		.010	**	-.002	
Nakit Ak. Oranı	.369	***	.217	***	.285	**	.944	***
Serb. Nakit Ak. Mar.	.026	*	.001		.002		-.012	
Borç Özs. Oranı	.062	***	.024	***	.046	*	.002	
Fin, Nakit Ak. Oranı	0		-.064		.265		.053	
Nakit Dönüş Süresi	0	*	0		0	**	0	***
TİS Oranı	.066		-.037		-.070		-.109	*
Yatırım Harc. Oranı	-.345	**	-.622		.860	*	-.760	
Net Borçluluk Oranı	.495	***	.601	***	.214	***	-.064	
Oper. Gider Oranı	-.002		.003	***	-.005		.003	
Açıklanan Temettü	-.054		.003		-.008		-.134	*
Aktik Büyüklük	.079	***	.063	***	-.064	**	-.038	
Net Dönem Zararı	-.003		-.003		-.010		-.027	*
Tobin Q	.008		.001		-.107	*	.013	
BSKO	0	**	0		0		0	
Sabit	-1.051	***	-.576	**	.903	***	.662	

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$ düzeyde anlamlıdır

Tablo 6.3. Almanya ve Fransa Sektör Bazlı Sonuçlar

Almanya					Fransa	
Sektör	Telekom.				Perakende	
Gözlem Sayısı	144				119	
Nakit Oranı	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.	Katsayı	Önem. Der.
BSA İşlemi	-.013		-.003			
Nakit Ak. Oranı	.026		.144	**		
Serb. Nakit Ak. Mar.	.017		-.019	***		
Borç Özs. Oranı	-.030		.080	***		
Fin, Nakit Ak. Oranı	.165		.011	*		
Nakit Dönüş Süresi	0		0	*		
TİS Oranı	-.432		-.062			
Yatırım Harc. Oranı	-.069		.057			
Net Borçluluk Oranı	.246	***	.614	***		
Oper. Gider Oranı	-.038		.023			
Açıklanan Temettü	.032	**	-.007	**		
Aktik Büyüklük	-.053		.027	**		
Net Dönem Zararı	-.002		-.004	*		
Tobin Q	-.084	**	-.012			
BSKO	0	**	.001			
Sabit	1.017		-.322			

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$ düzeyde anlamlıdır

7. SONUÇ

Bu çalışmadaki analiz, çeşitli kontrol değişkenlerini dikkate alarak perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon sektöründe yer alan rakip şirketlerin nakit yönetim politikaları ile birleşme ve satın alma işlemleri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmayı amaçlamaktadır. Araştırmanın sonuçları, rakip şirketler arasındaki nakit yönetimi stratejileri üzerinde belirleyici rolü olan hususlar hakkında çeşitli görüşler sunmaktadır.

Araştırmanın sonuçlarına göre, sektörel bazda bir analiz yapıldığında, perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon sektörlerindeki rekabet eden şirketlerin nakit pozisyonlarının, bu faaliyetlere tepki olarak değişebileceğini göstermektedir. Özellikle, perakende ve tarım sektörlerindeki şirketlerin nakit pozisyonlarını artırma eğiliminde olduğu, ilaç ve telekomünikasyon sektörlerinde ise azaltma eğilimi gösterdiği belirlenmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar sadece tarım sektöründe elde edilmiştir. Dolayısıyla birleşme ve satın alma işlemlerinin rakiplerin nakit pozisyonları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmayabileceğini ve (H0) hipotezinin reddedilemeyeceğini göstermektedir. Bu durum, birleşme ve satın alma işlemlerinin zamanlaması, iç ve dış dinamikler, rakip şirketlerin nakit pozisyonlarındaki potansiyel bozulmaları hafifletmek için kullandıkları stratejiler gibi çeşitli faktörlere bağlanabilir. Ayrıca, makroekonomik faktörlerin ve şirket içi değişkenlerle yönetim ekibi tarafından değiştirilmeye açık iç politikaların da nakit yönetimine olan etkisi önem arz etmektedir. Özellikle, tarım sektörünün farklı dinamikleri ve bağımlılıkları, diğer sektörlerden farklı bir tepki göstermesine neden olmaktadır. Bu sektördeki şirketlerin, mevsimsel ve iklimsel faktörlere olan hassasiyetlerinin, nakit yönetim stratejilerini etkilediği öne sürülebilmektedir. Daha detaylı bir analiz yapıldığında nakit akışı oranının ve net borçluluk oranının nakit pozisyonunu pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Yani, nakit akışı yaratma potansiyeli yüksek olan perakende, ilaç ve tarım şirketlerinin nakit pozisyonlarını artırma eğiliminde olduğu belirlenirken; telekomünikasyon şirketlerinin buna zıt bir şekilde eğilim gösterdiği belirlenmiştir. Ek olarak düşük borçluluk seviyesine sahip şirketlerin nakit pozisyonlarını artırma eğiliminde olduğu tespit edilmiştir. Ancak, bazı diğer değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olmadığı da gözlemlenmiştir.

Öte yandan, Hu ve Li'nin (2022) gözlemlediği gibi, yatay birleşmelerden sonra rakip şirketlerin üç yıllık bir dönem boyunca nakit politikalarını değiştirmeye eğilimli olduklarına dair çeşitli perspektifler bulunmaktadır. İlk olarak, bu şirketler arasında, özellikle daha yüksek Tobin Q oranlarına sahip olan şirketlerde birleşme sonrası nakit rezervlerini artırmaya yönelik belirgin bir eğilim gözlenmektedir. Ayrıca, dış finansman sağlama bakımından kısıtlı kaynaklara sahip şirketler, rekabet pozisyonunu güçlendirmeyi amaçlayan stratejik uygulamalar kapsamında nakit pozisyonlarını artırma eğilimindedir. Ek olarak, yüksek Ar-Ge yatırımları yapan şirketlerin, birleşmelerden sonra nakit rezervlerinde belirgin bir artış göstermektedir, bu da inovasyon odaklı yatırımlar için potansiyel fırsatları değerlendirme eğilimleriyle ilgili olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, yüksek pazar konsantrasyonu olan sektörlerde, rakip şirketler birleşmelerden sonra nakit rezervlerinde görece daha az değişiklik yapmaya eğilimi göstermektedir. Bu durum da piyasa gücü kavramıyla ilişkilendirildiği üzere, sektördeki şirketlerin fiyat belirleyici olmalarıyla açıklanabilmektedir.

Sektörel bazda yapılan analize ek olarak, ülke bazlı bir analiz yapılmış ve bahse konu değişkenler arasındaki ilişki detaylı bir şekilde analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede, rakip şirketlerin nakit yönetim stratejileri ile birleşme ve satın alma işlemleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin, sadece tarım sektöründe ortaya çıktığı ve bu bağlantının sadece istatistiksel açıdan yeterli örneklem sayısına sahip olan Birleşik Krallık'taki şirketler için geçerli olduğu belirlenmiştir. Fransa ve Almanya'daki tarım şirketleriyle ilgili olarak ise, yeterli örneklem sayısına sahip olunmadığından yatay birleşme ve satın alma işlemleri ile nakit yönetim stratejileri arasında bir analiz gerçekleştirilememiştir. İlaç, perakende ve telekomünikasyon sektörlerinde ise, bu iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir bağlantı gözlemlenmemiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmasa da incelenen ülkeler ve sektörler arasında bazılarının yatay birleşme ve satın alma işlemlerini takiben nakit tutma eğilimlerini artırdığı, bazılarının ise azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Beş büyük Avrupa ekonomisinin sektörel bazda incelenmesiyle elde edilen sonuçlara yönelik olası sebepleri de göz önünde bulundurmak önemlidir. Öncelikle, tarım sektöründe ortaya çıkan istatistiksel olarak anlamlı ilişkinin Birleşik Krallık'taki şirketlerde belirgin olmasının nedeni, bu ülkede tarım sektörünün ekonomideki ağırlığının farklılık göstermesi olabilir. Tarım politikaları, ticaret anlaşmaları ve iç pazar dinamikleri gibi faktörler, bu sektördeki şirketlerin birleşme ve

satın alma işlemlerine olan tepkisini belirleyebilmektedir. Yeterli örneklem sayısına sahip olduğu takdirde Fransa ve Almanya'da tarım sektörüne yönelik farklı politika yaklaşımları ve regülasyonlar, rekabet dinamikleri ve piyasa yapıları gibi faktörler, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin nakit yönetimi üzerindeki etkisini değiştirebileceği göz önünde bulundurularak analiz edilmesi gerekmektedir. İlaç, perakende ve telekomünikasyon sektörlerinde anlamlı bir ilişki bulunmamasının nedeni ayrıca incelenmeli ve bu kapsamda yapılacak ek bir çalışmada birçok farklı etken göz önünde bulundurulmalıdır. Bu sektörlerde rekabetin yoğunluğu, piyasa büyüklüğü, teknolojik yeniliklerin hızı ve düzenleyici kuruluşların etkisi gibi birçok değişken, şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerine olan tepkilerini etkileyebilmektedir. Ayrıca, uluslararası ticaret ve küresel pazar dinamikleri de bu sektörlerin nakit yönetim stratejilerini şekillendirebilmektedir.

Sonuç olarak, bu araştırma, perakende, ilaç, tarım ve telekomünikasyon, sektörlerindeki rekabetçi ortamda nakit yönetimi kararları hakkındaki stratejilere bir bakış açısı sağlamaktadır. Çeşitli faktörler ile birleşme ve satın alma işlemlerine yanıt olarak finansal karar alma süreçlerine ilişkin, sektördeki karar alıcılara ve bu alanda yapılan ve yapılacak olan çalışmalara katkı sağlayacak bir değerlendirme sunulması amaçlanmaktadır. Bazı unsurlar nakit politikaları ile istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler gösterirken, diğerleri göstermemekte ve bu da nakit tutumunu etkileyen birçok faktör olduğunu işaret etmektedir. Bu bulgular, nakit davranışını şekillendiren temel belirleyicilerin anlaşılmasının önemini vurgulamaktadır; bu da yalnızca finansal göstergelerle sınırlı kalmayıp stratejik düşünceler ve pazar dinamiklerini de kapsamaktadır. Gelecekteki araştırmalar, rakiplerin birleşme ve satın alma işlemlerine ve diğer stratejik olaylara tepkilerini etkileyebilecek ek faktörleri araştırma konusu yapabilir ve bu da rekabetçi sektörlerde finansal karar alma süreçlerinin daha kapsamlı bir şekilde anlaşılmasına katkıda bulunabilir.

KAYNAKÇA

- Adhikari, B., Kavanagh, M., & Hampson, B. (2023). Analysis Of The Pre-Post-Merger And Acquisition Financial Performance Of Selected Banks In Nepal. *Asia Pacific Management Review*, 28(4), 449-458.
- Akay, H. (1997). *İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi*. İstanbul:Yaylım Matbaası.
- Akben-Selçuk, E. & Altıok-Yılmaz, A. (2011). The Impact Of Mergers And Acquisitions On Acquirer Performance: Evidence From Turkey. *Business and Economics Journal*, 2, 1-8.
- Akben-Selçuk, E. (2015). Do Mergers And Acquisitions Create Value For Turkish Target Firms? An Event Study Analysis. *Procedia Economics and Finance*, 30, 15-21.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* 7. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayın
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis And The Prediction Of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence And Perspectives On Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Ansoff, H. I. (1965). Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion. *McGraw-Hill*.
- Anton, M., Azar, J., Gine, M., & Lin, L. X. (2022). Beyond The Target: M&A Decisions And Rival Ownership. *Journal of Financial Economics*, 144(1), 44-66.
- Areeda, P., & Hovenkamp, H. (2002). Antitrust Law: An Analysis of Antitrust Principles and Their Application. *Aspen Law & Business*.
- Arslan E. (2007); "Türk ve ABD Hukukunda Şirket Birleşmeleri", *Yüksek Lisans Tezi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Auerbach, A. J., & Reishus, D. (1987). The Impact Of Taxation On Mergers And Acquisitions. In *Mergers And Acquisitions* (69-86). University of Chicago Press.
- Aydın N., Başar M., Coşkun M., (2007) *Finansal Yönetim*, Genç Copy Center, Eskişehir
- Baker, J. B., & Bresnahan, T. F. (1985). The Gains from Merger or Collusion in Product-Differentiated Industries. *The Journal of Industrial Economics*, 33(4), 427-444.
- Bank, D. (2002). "eBay to Acquire PayPal for \$1.5 Billion in Stock". *The Wall Street Journal*.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Working Capital Management, Corporate Performance, And Financial Constraints. *Journal of Business Research*, 63(7), 670-676.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M. H., & Williams, C. (2012). Are Ifrs-Based And Us Gaap-Based Accounting Amounts Comparable? *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68-93.

- Barth, M. E., Cram, D. P., & Nelson, K. K. (1996). Accruals And The Prediction Of Future Cash Flows. *The Accounting Review*, 71(1), 19-36.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To? *Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bedier, M. (2018). Cross-Border Mergers and Acquisitions. UK: *Edward Elgar Publishing Limited*
- Benzing, C. (1993). Mergers-What the “Grimm” Data Tell Us. *Review of Industrial Organization*, 8, 747-753.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's Effect On Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Berk N., (2000) *Finansal Yönetim*, 5. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bernile, G., & Lyandres, E. (2019). The Effects of Horizontal Merger Operating Synergies on Rivals, Customers, and Suppliers, *European Finance Review* 23(1):117-160
- Boyer, K. D. (1992). Mergers That Harm Competition. *Review of Industrial Organization*, 7, 191-202.
- Brealey Richard A., Myers Stewart C., Marcus Alan J., *İşletme Finansının Temelleri, Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkân Arıkan, Hatice Doğukanlı, Mac Graw Hill-Literatür, İstanbul: Ekim 2001*
- Brealey, Richard A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin
- Brock, D. M., Yaffe, T., & Dembovsky, M. (2006). The Global Law Firm: An Initial Study Of Strategy And Performance. *International Journal of Business and Economics*, 5(2), 161-172.
- Brown S. J., & Warner J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case Of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Bruce, A. B., & Christopher, T. T. (2000). R&D Intensity And Acquisitions In High-Technology Industries: Evidence From The Us Electronic And Electrical Equipment Industries. *Journal of Industrial Economics*, 48 (1), 47-70.
- Campa, J. M., & Kedia, S. (2002). Explaining The Diversification Discount. *The Journal of Finance*, 57(4), 1731-1762.
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty Years Of Mergers And Acquisitions Research: Recent Advances And Future Opportunities. *British Journal of Management*, 17(S1), 1-5.
- Ceylan Ali, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, 7. Basım, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 2001
- Chang, S. (1998). Takeovers Of Privately Held Targets, Methods Of Payment, And Bidder Returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.
- Chang, S. C., & Tsai, M. T. (2013). Long-Run Performance Of Mergers And Acquisition Of Privately Held Targets: Evidence In The USA. *Applied Economics Letters*, 20(6), 520-524.

Chatterjee, S., & Lubatkin, M. (1990). Corporate Mergers, Stockholder Diversification, And Changes In Systematic Risk. *Strategic Management Journal*, 11(4), 255-268.

Chen, M. (2021). Research on the Relationship Between Enterprise Internal Control and Cross-Border Mergers and Acquisitions Performance in the Internet Era-Using the Multiple Linear Regression Model and Statistical Softwares. In *2021 2nd International Conference on Big Data Economy and Information Management (BDEIM)* (509-514). IEEE.

Chen Y., On Vertical Mergers and Their Competitive Effects, *The RAND Journal of Economics*, Vol: 32, Issue: 4, 2001

Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers As A Means Of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 541-566.

Clougherty, J. A., & Duso, T. (2008). The Impact of Horizontal Mergers on Rivals: Gains to Being Left Outside a Merger. *Research Papers in Economics (Wissenschaftszentrum Berlin (WZB), Research Unit: Competition and Innovation (CIG))*.

Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). A Behavioral Theory of the Firm. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Çelik Orhan, *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*, Turhan Kitabevi, Ankara: 1999

Davis, L., & Lee, S. (2018). Cash Flow Volatility in the Retail Sector. *Journal of Business Finance*.

DePamphilis, D. M. (2019). *Mergers, Acquisitions, And Other Restructuring Activities: An Integrated Approach To Process, Tools, Cases, And Solutions*. USA: Academic Press

Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability Of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.

Dickerson A. P., Gibson H. D., & Tsakalotos, E. (1997). The Impact Of Acquisitions On Company Performance: Evidence From A Large Panel Of U.K. Firms. *Oxford Economic Papers*, 49, 344-361.

Eckbo, B. E. (1983). Horizontal Mergers, Collusion, And Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 241-273

Emery Douglas R., Stowe John D.; *Principles of Financial Management*, Prentice Hall, 1998

Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants Of Cross-Border Mergers And Acquisitions. *The Journal of Finance*, 68(3), 1045-1082.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off And Pecking Order Predictions About Dividends And Debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.

- Farrell, J., & Shapiro, C. (1990). Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis. *American Economic Review*, 80, 107-125.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy And The Value Of Cash. *Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Fuad, F., & Jatmiko, A. (2022). Earnings Management And Post-Mergers And Acquisitions'performance: Evidence From An Emerging Market. *Polish Journal of Management Studies*, 26(2), 130-143.
- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns To Acquiring Firms Tell Us? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- Gamba, A., & Triantis, A. J. (2008). The Value Of Financial Flexibility. *Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.
- Gaughan, P. A. (2010). Mergers, Acquisitions, And Corporate Restructurings. *John Wiley & Sons*.
- Ghoul, S. E., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect The Cost Of Capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Gitman Lawrence J., *Principles of Managerial Finance*, Pearson Education Inc., 9. Edition, 2003
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects Of European Domestic And Crossborder Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2000). The Determinants Of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, And Complementarities. *NBER Working Paper*, (7908).
- Ghosh, A. (2001). Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.
- Ghosh, A., & Jain, P. J. (2000). Financial Leverage Changes Associated With Corporate Mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6, 377-402.
- Gönüllü, O. (2017). Dünyada Şirket Birleşme ve Devralma Dalgaları. *Social Sciences Studies Journal*, 316-324.
- Graham, J. R. (2003). Taxes And Corporate Finance: A review. *Review of Financial Studies*, 16(4), 1075-1129.
- Graham, J. R., Lemmon, M. L., & Wolf, J. G. (2002). Does Corporate Diversification Destroy Value? *The Journal of Finance*, 57(2), 695-720.
- Gugler K, Mueller D. C., Yurtoglu B. B., & Zulehner, C. (2003). The Effects Of Mergers: An International Comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21, 625-653.
- Gupta, I., & Ramanb, T. V. (2022). A Study On Impact Of Merger And Acquisition On Financial Performance Of Agri-Food Companies. *Finance: Theory and Practice*. 26(2):38-47.

- Hansen R. G., & Lott, J. R. (1996). Externalities And Corporate Objectives In A World With Diversified Shareholders/Consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1), 43-68.
- Harford J. (1999). Corporate Cash Reserves And Acquisitions. *Journal of Finance*, 54, 1969-1998.
- Harrigan, K. R. (1983). Vertical Integration, Outsourcing, And Corporate Strategy. *Academy of Management Journal*, 28(3), 397-425.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1991). Synergies And Post-Acquisition Performance: Differences Versus Similarities In Resource Allocations. *Journal of Management*, 17(1), 173-190.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal. *Simon and Schuster*.
- Hayn, C. (1989). Tax Attributes As Determinants Of Shareholder Gains In Corporate Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 23(1), 121-153.
- Healy P.J., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Hekimoğlu, M. H. & Tanyeri, B. (2011). Türk Şirket Birleşmelerinin Satın Alınan Şirketlerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri, *İktisat, İşletme ve Finans*, 26, 53-70.
- Heron R. & Lie E. (2002). Operating Performance And The Method Of Payment In Takeovers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37, 137-156.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice. *Journal of financial and quantitative analysis*, 36(1), 1-24.
- Ross, S. A., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2011). *Corporate finance*. McGraw-Hill/Irwin.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2001). Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization, *Cengage Learning*.
- Hu, X., & Li, D. (2022). Do Horizontal Mergers Affect Rivals' Cash Holdings? *International Review of Economics & Finance*, 82, 275-298.
- Jarrell, G. A., Brickley, J. A., & Netter, J. M. (1988). The Market For Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 49-68.
- Jensen M.C. and Ruback R (1983) The market for corporate control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kang J. K., Shivdasani, A., & Yamada, T. (2000). The Effect Of Bank Relations On Investment Decisions: An Investigation Of Japanese Takeover Bids. *Journal of Finance*, 55, 2197-2218.
- Kaplan N. S. (1989). The Effects Of Management Buyouts On Operating Performance And Value. *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.

- Klein, B. & Murphy, K. M. (1997). Vertical Integration As A Self-Enforcing Contractual Arrangements. *American Economic Review*, 87, 415-420.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-Analyses Of Post-Acquisition Performance: Indications Of Unidentified Moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.
- Konak, F., & Çıtak, L. (2018). Şirket Birleşme ve Devralmaların Firma Performansına Etkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte olan Ülkeler Üzerine Analiz. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi*, 191-211.
- Kovacic, W. E., & Shapiro, C. (2000). Antitrust Policy: A Century Of Economic And Legal Thinking. *Journal of Economic Perspectives*, 14(1), 43-60.
- Kruse, T. A., Park, H. Y., Park, K., & Suzuki, K. I. (2002). The Value Of Corporate Diversification: Evidence From Post-Merger Performance In Japan. *AFA 2003 Washington, DC Meetings*.
- Landler, M. (2006). "Disney to Acquire Pixar in a \$7.4 Billion Deal". *The New York Times*.
- Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's Q, Corporate Diversification, And Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-1280.
- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating Strategic, Organizational, And Human Resource Perspectives On Mergers And Acquisitions: A Case Survey Of Synergy Realization. *Organization Science*, 10(1), 1-26.
- Lewellen, W. G. (1971). A Pure Financial Rationale For The Conglomerate Merger. *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Linn S. C., & Switzer J.A. (2001). Are Cash Acquisitions Associated With Better Post Combination Operating Performance Than Stock Acquisitions? *Journal of Banking and Finance*, 6, 1113-1138.
- Lintner, J. (1956). Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lipton, M.: Merger Waves in the 19th,20th,21th, *The Davies Lecture*, Osgoode Hall Law School, York University, 2006, 2.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2002). Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 57
- Mandacı, P. E. (2005). Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı Ve Performanslarına Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 20, 60-67.
- Markman G., Gianiodis P. and Buchholtz A. (2009) Factor-Market Rivalry. *Academy of Management Review* 34: 423-441.
- Mariana, V. (2012). An Overview On The Determinants Of Merger And Acquisition Waves. *Annals of Faculty of Economics*, 390-397.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-99.
- Martin, K. J., & McConnell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, And Management Turnover. *The Journal of Finance*, 46(2), 671-687.

- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers And Acquisitions in Europe. *Advances in corporate finance and asset pricing*. Der.: L. Renneboog, Amsterdam: Elsevier, 15-76.
- Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2007). The Long-Term Operating Performance Of European Mergers And Acquisitions. *International Mergers And Acquisitions Activity Since 1990: Recent Research And Quantitative Analysis*. Der.: G. N. Gregoriou ve L. Renneboog, Burlington, MA: Elsevier, 79-116.
- Maurer, S. M., & Scotchmer, S. (2004). Procuring Knowledge. *Innovation Policy and the Economy*, 4(1), 111-156.
- Meeks, G. (1997). *Disappointing Marriage: A Study Of The Gains From Mergers*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Meiryani, M., Warganegara, D. L., Endrianto, W., Sitanggang, E. B., & Widjojo, C. N. (2021, August). The Effect of Mergers and Acquisitions on Company Financial Performance. *5th International Conference on Business and Information Management* (93-100).
- Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The Impact Of Industry Shocks On Takeover And Restructuring Activity. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 193-229.
- Moeller S. B., & Schlingemann F. P. (2005). Global Diversification And Bidder Gains: A Comparison Between Cross-Border And Domestic Acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29(3), 533-564.
- Motis, J. (2007). Mergers And Acquisitions Motives. *Toulouse School of Economics and University of Crete Working Paper No. 730*.
- Mueller, D. C. (1989). Mergers: Causes, effects and policies. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 1-10.
- Mueller, W. F. (1982). Conglomerates: A Nonindustry. The Structure Of American Industry. Der.: W. Adams, New York: Macmillan, 427-474.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Okka Osman, *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*, Nobel Yayın Dağıtım, 2009
- Opler, T. C., Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (1999). The Determinants And Implications Of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- O'Connor, J. (2018). "Operational Costs and Cash Management in Telecommunications". *Telecom Financial Review*.
- Öztürk, İ., & Yeşilyurt, S. (2019). Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist'te Bir İnceleme. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(3), 2016-2026.
- Pablo, A. L. (1994). Determinants Of Acquisition Integration Level: A Decision-Making Perspective. *Academy of Management Journal*, 37(4), 803-836.

- Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford University Press.
- Perry, M. K. (1989). Vertical Integration: Determinants And Effects. *Handbook of Industrial Organization*, 1, 183-255.
- Pesendorfer, M. (1998). Horizontal Mergers In The Paper Industry. NBR Working Paper Series No. 6751. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge.
- Porter, M. E. (2008). *Competitive Strategy: Techniques For Analyzing Industries And Competitors*. USA: *The Free Press*.
- Posner, R. A. (1976). *Antitrust Law: An Economic Perspective*. University of Chicago Press.
- Powell R. G., & Stark, A.W. (2005). Does Operating Performance Increase Post-Takeover For Uk Takeovers? A Comparison Of Performance Measures And Benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11, 293-317.
- Piesse, J., Lee, C. F., Lin, L., & Kuo, H. S. (2006). Merger And Acquisition: Definitions, Motives, And Market Responses. Lee, C., & Lee, A.C. (Ed.), *Encyclopedia of Finance*. USA: Springer.
- Rahman R. A. & Limmack R. J. (2004). Corporate Acquisitions And The Operating Performance Of Malaysian Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 359-400.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-Offs, And Economic Efficiency*. Brookings Institution Press.
- Renshaw, E. (1968). The Theory of Financial Leverage and Conglomerate Mergers. *California Management Review*. 11:79-84; SAGE Publications
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation Waves And Merger Activity: The Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.
- Riordan, M. H., & Salop, S. C. (1994). Evaluating Vertical Mergers: A post-Chicago Approach. *Antitrust Law Journal*, 63(2), 513-568.
- Salinger, M. A. (1988). Vertical Mergers And Market Foreclosure. *Quarterly Journal of Economics*, 103, 345-356.
- Sargut, S. (2001). *Kültürel Farklılaşma ve Yönetim*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Sarıca, S. (2008). Attitudes to Firm Mergers in USA, EU and Turkey. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 51-82.
- Sarıkamış, C. (2003). *Şirket birleşmeleri*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Sayılgan G., *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı*, Turhan Kitabevi, 2. Bası, Ankara, Ocak-2006.
- Scott, J. T. (1989). Purposive Diversification As A Motive For Merger. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 35-47.
- Sharma D. S., & Ho, J. (2002). The Impact Of Acquisitions On Operating Performance: Some Australian Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 155-200.

- Sharma, M. ve Thistle P. D. (1996). Is Acquisition Of Market Power A Determinant Of Horizontal Mergers? *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9(1), 45- 55.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1991). Takeovers in The '60s and '80s, *Strategic Management Journal*, Vol.12: 51-59.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Song, M. H., & Walkling, R. A. (2000). Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the 'acquisition probability hypothesis'. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 143-171.
- Sudarsanam, S. (2003). Creating Value From Mergers And Acquisitions: *The Challenges*, Prentice Hall,
- Steger, U., & Kummer, C. (2007). Why Merger And Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle From Pressure To Failure. Switzerland: *IMD International*.
- Stigler, G. J. (1950). "Monopoly And Oligopoly By Merger", *The American Economic Review*, Vol. 40, No:2:22-34.
- Switzer, J. A. (1996). Evidence On Real Gains In Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 48, 443-460.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants Of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Trautwein, F. (1990). Merger Motives And Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283-295.
- Türko R. Metin, *Finansal Yönetim*, Alfa Basım Yayın Dağıtım, 2. Basım, Şubat-2002.
- Ülgen, H., & Mirze, S. (2013). *İşletmelerde Stratejik Yönetim*. İstanbul: İnkılap Kitabevi Yayın San. ve Tic. A.Ş.
- Uhlenbruck, K., Hughes-Morgan, M., Hitt, M. A., Ferrier, W. J., & Brymer, R. (2017). Rivals' reactions to mergers and acquisitions. *Strategic Organization*, 15(1), 40-66.
- Valentini, G. (2016). The Impact Of M&A On Rivals' Innovation Strategy. *Long Range Planning*, 49(2), 241-249.
- Walker, D. (2016). Competitive Advantage Through Mergers. *Strategic Management Journal*.
- Walter G. A., & Barney J. B. (1990). Management Objectives In Mergers And Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 11, 79-86.
- Weston J.Fred, Brigham Eugene F.; *Essentials of Managerial Finance*, The Dryden Pres, Tenth Edition, 1993.
- Williamson, O. E. (1968). Economies As An Antitrust Defense: The Welfare Tradeoffs. *American Economic Review*, 58, 18-36.
- Yeh T. M., & Hoshino, Y. (2002). Productivity And Operating Performance Of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related And Independent Mergers. *Japan and the World Economy*, 14, 347-366.

Yılmaz, M. (2010). *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama* [Doktora Tezi]. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Zhang, H., Sun, J., Guan, Y., & Zhao, Y. (2011, August). An Empirical Study On The Merger And Acquisition Performance Of Chinese Private Listed Companies. *International Conference on Management and Service Science* (1-5). IEEE.

Zhu, z P., & Hilsenrath, P. E. (2015). Mergers And Acquisitions In Us Retail Pharmacy. *Journal of Health Care Finance*, 41(3).



EKLER

Ek.1 Değişken Tanımları

BSA İşlemi	Hem alıcı hem de satıcı tarafın aynı Ana Endüstri Sınıflandırması'na sahip olduğu birleşme ve satın alma işlemleri
Nakit Oranı	Nakit ve nakit benzerlerinin toplam varlıklara oranı
Nakit Akışı Oranı	t-1 dönemi ve t dönemi arasındaki toplam nakit akışının toplam varlıklara oranı
Serbest Nakit Akışı Oranı	Faaliyetlerden sağlanan nakit akışından faiz giderlerinin, vergi kalkanı etkisinin, işletme sermayesi ihtiyacının ve yatırım harcamalarının çıkarılması ile ulaşılan değer toplam varlıklara oranı
Borç Özsermaye Oranı	Toplam finansal borcun özsermayeye oranı
Finansal Nakit Akışı Oranı	t-1 dönemi ve t dönemi arasındaki finansal faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışının toplam varlıklara oranı
Nakit Dönüş Süresi	Alacak tahsilat süresi ve stokların elde tutulma süresi toplamından borç ödeme süresinin düşülmesiyle hesaplanan nakit dönüş süresi
TİS Oranı	Ticari alacaklar ve stokların toplamından ticari borçların düşülmesiyle hesaplanan ticari işletme sermayesinin toplam varlıklara oranı
Yatırım Harcamaları Oranı	t-1 dönemi ve t dönemi arasındaki yatırım harcamalarının toplam varlıklara oranı
Net Borçluluk Oranı	Nakit ve nakit benzerleri ile toplam finansal borcun arasındaki farkın toplam varlıklara oranı
Operasyonel Gider Oranı	Genel yönetim giderleri, satış ve pazarlama giderlerinin net satışlara oranı
Açıklanan Temettü	Hisse başına ödeneceği açıklanan nakit temettü tutarı
Net Dönem Zararı	Bir şirketin ilgili dönemde net zarar açıklaması halinde 1, net kâr açıklaması durumunda ise 0 olarak belirlenen kukla değişken
Aktif Büyüklük	Toplam varlıkların defter değerinin logaritmik değeri
TobinQ	Toplam varlıkların defter değerinden özsermayenin defter değerinin düşülmesi ve hisse piyasa değerinin toplanmasıyla oluşan değer toplam varlıklara oranı
BSKO	Kısa vadeli finansal borçların ve faiz giderlerinin toplamının faiz, amortisman ve vergi öncesi kâra (FAVÖK) oranı

ÖZGEÇMİŞ**Adı Soyadı****Yabancı Dil****Doğum Yeri ve Yılı****E-posta****Eğitim Geçmişi****2010-2015****2021-Halen****Mesleki Geçmiş****2015-2018****2018-2019****2019-2021****2021-2023****2023-Halen**

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Hazırlayanın Adı Soyadı : Barışcem ÖZGÜR
Tez Başlığı : Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Rakip
Şirketlerin Nakit Yönetim Politikaları ve Stratejileri
Üzerine Etkisi: Avrupa'da Sektörel Bir Karşılaştırma
Savunma Tarihi : 25/06/2024
Danışmanı : Doç. Dr. Oğuzhan BAHADIR

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

İmza

Doç. Dr. Oğuzhan BAHADIR

Prof. Dr. Halil İbrahim ALPASLAN

Doç. Dr. Melik ERTUĞRUL

Enstitü Müdürü

Prof. Dr. Ulun AKTURAN