



T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

**SATIN ALMA VE BİRLEŞME HABERLERİNİN BORSA
GETİRİSİ ÜZERİNE ETKİSİ: 2005-2017 BORSA İSTANBUL
ÖRNEĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Seden ERCAN

Niğde
Ocak, 2022

T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

SATIN ALMA VE BİRLEŞME HABERLERİNİN BORSA
GETİRİSİ ÜZERİNE ETKİSİ: 2005-2017 BORSA İSTANBUL
ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Seden ERCAN

Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Özkan HAYKIR
Üye : Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Üye : Doç. Dr. Ayşe Ergin ÜNAL

Niğde
Ocak, 2022

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Satın Alma Ve Birleşme Haberlerinin Borsa Getirisi Üzerine Etkisi: 2005-2017 Borsa İstanbul Örneği” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullandıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 24.01.2022

Seden ERCAN



ÖN SÖZ

Yüksek lisans eğitimime başladığım günden tez yazım aşamasını tamamladığım güne kadar her konuda desteklerini sürekli olarak gördüğüm, bilgi ve deneyimlerini hiçbir zaman eksik etmeyen aynı zamanda lisans eğitimi hayatımda birkaç adım ileride olmamı sağlayan ve akademik anlamda sahip olduğu tüm bilgi ve birikimlerini bana aktararak yol gösteren değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Dr. Öğr. Üyesi Özkan HAYKIR'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca yüksek lisans ders aşamasında bilgi ve birikimlerinden yararlandığım tüm hocalarıma teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca hayatım boyunca beni destekleyen, maddi ve manevi olarak her zaman yanımda olan ve bugünlere gelmemi sağlayan canım ailem babama, anneme, ablamlara ve kardeşime sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Seden ERCAN

ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ

SATIN ALMA VE BİRLEŞME HABERLERİNİN BORSA GETİRİSİ
ÜZERİNE ETKİSİ: 2005-2017 BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

ERCAN, Seden
Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı
Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Özkan HAYKIR
Ocak 2022, 82 sayfa

Şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri ekonomik döngü içerisinde baştan beri yer alan bir unsurdur. Birleşme ve satın almalar şirketlerin farklı dönemlerde kullandıkları bir dışsal büyüme stratejisi olarak bilinmektedir. Aynı zamanda teknolojinin gelişmesi, uluslararası faaliyetlerin artması, ulaşımda kolaylığın olması gibi sebeplerden dolayı da dünyada sermaye hareketliliği artış göstermeye ve hız kazanmaya başlamıştır. Bu sebepler sonucunda şirketlerin bulunmuş oldukları çevrede rekabet artmıştır. Şirketler buldukları konumları koruyabilmek ve varlıklarını sürdürebilmek için farklı strateji arayışında bulunmuşlardır. Birleşme ve satın almalar ise, şirketlerin en fazla tercih ettiği stratejiler arasında olmuştur.

Bu çalışmada temel amaç, birleşme ve satın alma faaliyeti gösteren şirketlerin, işlemi gerçekleştirmeden önce çıkan birleşeceklerine dair dedikodu tarihlerinde borsa getirileri üzerinde etkilerinin olup olmadığının araştırılmasıdır. Bu amaç doğrultusunda, borsada işlem gören ve 2005-2017 yılları arasında birleşme ve satın alma faaliyeti gösteren 20 şirketin verilerinden yararlanılarak hedef şirketlerin getirilerine etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırma sonucunda ele alınan dönemlerde satın alma ve birleşme dedikodu haberlerinin bazı hedef şirketlerin getirisine etkisinin anlamlı olduğu bulunurken, bazı şirketlerin ise bu olaya anlamsız tepki gösterdiği saptanmıştır. Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) sonuçlarına bakıldığında (-2/+2) olay penceresinde CAAR değerleri üzerinde anlamsız etki saptanırken, (-3/+3) olay penceresinde bu etki anlamlı olarak tespit edilmiştir. Yani uzun dönemde şirketlerin dedikodu tarihlerine verecekleri tepki anlamlı olarak görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Birleşme ve Satın Alma, BİST 100, Olay Analizi

ABSTRACT
MASTER'S THESIS

**THE EFFECT OF ACQUISITION AND MERGER NEWS ON STOCK
RETURN: THE EXAMPLE OF 2005-2017 BORSA ISTANBUL**

ERCAN, Seden
Department of Banking and Finance
Supervisor: Assist. Prof. Özkan HAYKIR
January 2022, 82 pages

Company mergers and acquisitions are an element that has taken place in the economic cycle from the very beginning. Mergers and acquisitions are known as an external growth strategy that companies use in different periods. At the same time, capital mobility in the world has started to increase and gain momentum due to reasons such as the development of technology, the increase in international activities, and the ease of transportation. As a result of these reasons, competition has increased in the environment where companies are located. Companies have sought different strategies in order to maintain their positions and maintain their existence. Mergers and acquisitions have been among the strategies most preferred by companies.

The main purpose of this study is to investigate whether the companies operating in mergers and acquisitions have an impact on the stock market returns on the dates of rumors about their mergers before the transaction. For this purpose, the effect of the data on the returns of the target companies was investigated by using the data of 20 companies that were traded in the stock exchange in merger and acquisition activities between 2005-2017. As a result of the research, it was found that the effect of the acquisition and merger gossip news on the returns of some target companies had a significant, while some companies reacted to this event insignificantly. Considering the results of the Paired Samples t-Test, a meaningless effect was detected on the CAAR values in the (-2/+2) event window, while this effect was found to be significant in the (-3/+3) event window. In other words, the reaction of companies to gossip dates is seen as meaningful in the long run.

Key Words: Mergers and Acquisitions, BIST 100, Event Analysis

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Önemi.....	1
1.2. Çalışmanın Amacı	2
1.3. Çalışmada İzlenen Yöntem	3
1.4. Çalışmanın Literatüre Katkısı	3

İKİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.1. Şirket Birleşmeleri ve Türleri.....	5
2.1.1. Birleşme (Merger) Tanımı.....	5
2.1.2. Birleşme Türleri.....	6
2.1.2.1. Faaliyet Yapılarına Göre Birleşmeler	6
2.1.2.1.1. Yatay Birleşmeler.....	6
2.1.2.1.2. Dikey Birleşmeler	7
2.1.2.1.3. Karma Birleşmeler	8
2.1.2.2. Hukuki Yapılarına Göre Birleşmeler	8
2.1.2.2.1. Biçimsel Birleşmeler	8
2.1.2.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler	10

2.2. Şirket Satın Almaları ve Türleri	11
2.2.1. Satın Alma (Acquisition) Tanımı	11
2.2.2. Satın Alma Türleri	11
2.2.2.1. Dostça Satın Almalar	12
2.2.2.2. Zorla Satın Almalar.....	12
2.3. Şirket Birleşme ve Satın Alma Nedenleri	13
2.3.1. Sinerji.....	14
2.3.1.1. Faaliyet Sinerjisi	15
2.3.1.2. Finansal Sinerji	15
2.3.2. Büyüme.....	15
2.3.2.1. İç Büyüme.....	16
2.3.2.2. Dış Büyüme	16
2.3.3. Çeşitlendirme.....	17
2.3.4. Rekabet Avantajı	18
2.3.5. Diğer Nedenler	18
2.4. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri	18
2.4.1. Anlaşma Yolu ile Birleşme ve Satın Alma.....	19
2.4.2. Tek Taraflı Arzu ile Birleşme ve Satın Alma.....	20
2.4.3. Borçlanarak Birleşme ve Satın Alma	20
2.5. Birleşme Sürecinin Aşamaları.....	21
2.5.1. Birleşme Öncesi Dönem.....	22
2.5.1.1. İşletme Stratejisinin Tanımlanması.....	22
2.5.1.2. Aday İşletmelerin Belirlenmesi ve Seçimi	22
2.5.2. Birleşme Dönemi.....	23
2.5.2.1. Hedef İşletme ile Temasa Geçilmesi	23
2.5.2.2. Özel İnceleme	23

2.5.2.3. Müzakere Süreci	23
2.5.3. Birleşme Sonrası Dönem	24
2.5.3.1. Bütünleşme	24
2.5.3.2. İşlem Sonrası Değerlendirme.....	24
2.6. Birleşme ve Satın Almalarda Ödeme Biçimleri	25
2.6.1. Nakit Ödeme.....	25
2.6.2. Borçlanarak Ödeme	26
2.6.3. Hisse Senedi Trampası	26
2.6.4. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme.....	26

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA TARİHSEL GELİŞİM, BİRLEŞMELERDE BAŞARI VE BAŞARISIZLIK VE FİRMA DEĞERİ

3.1. Dünya’ da Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalar.....	28
3.1.1. Amerika’ da Birleşme ve Satın Almalar.....	28
3.1.1.1. Birinci Dalga (1897-1904).....	29
3.1.1.2. İkinci Dalga (1919-1929).....	29
3.1.1.3. Üçüncü Dalga (1950-1973).....	30
3.1.1.4. Dördüncü Dalga (1981-1989).....	30
3.1.1.5. Beşinci Dalga (1993-...).....	31
3.1.2. Türkiye’ de Birleşme ve Satın Almalar	32
3.2. Değer ve Değerleme Kavramları.....	33
3.3. Değer Kavramı Unsurları	34
3.3.1. Nominal Değer	34
3.3.2. Tasfiye Değeri	35
3.3.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri.....	35
3.3.4. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	36

3.4. Firma Değerleme.....	36
3.4.1. Değerleme Yöntemleri	36
3.4.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları.....	37
3.4.1.2. Net Aktif Değeri Yöntemi	37
3.4.1.3. Emsal Değeri Yöntemi.....	38
3.5. Birleşme ve Satın Almalarda Finansal Etkinlik ve Etkinlik Ölçüm Yöntemleri	38
3.5.1. Finansal Etkinlik Kavramı.....	38
3.5.2. Finansal Etkinliğin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler	39
3.5.2.1. Finansal Oranlar.....	39
3.5.2.1.1. Likidite Oranları.....	40
3.5.2.1.2. Karlılık Oranları	41
3.5.2.1.3. Faaliyet Oranları.....	42
3.6. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarda Başarı ve Başarısızlık.....	44

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AMPIİRİK ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı ve Hedefi	47
4.2. Literatür Taraması	48
4.3. Veri Seti ve Araştırma Modeli	52
4.4. Bulgular.....	58
SONUÇ.....	66
KAYNAKÇA.....	68

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Birleşme Türlerinin Özellikleri	10
Tablo 2: Birleşme Dalgaları.....	32
Tablo 3: Finansal Oranlar	39
Tablo 4: Çalışmada Yer Alan Şirketler.....	53
Tablo 5: Olay Tarihinden 2 Gün Öncesi ve 2 Gün Sonrası Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerlerine İlişkin t-Testi Analiz Sonuçları	59
Tablo 6: Olay Tarihinden 3 Gün Öncesi ve 3 Gün Sonrası Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerlerine İlişkin t-Testi Analiz Sonuçları	62
Tablo 7: Bağımlı Örneklem t-Testi Sonuçları (-2/+2)	64
Tablo 8: Bağımlı Örneklem t-Testi Sonuçları (-3/+3)	65

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Yıllara Göre Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri	33
Şekil 2: Olay Penceresi ve Tahmin Penceresi	54



KISALTMALAR LİSTESİ

AAR	: Avarage Abnormal Return (Ortalama Anormal Getiri)
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR	: Abnormal Return (Anormal Getiri)
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
CAAR	: Cumulative Avarage Abnormal Return (Kümülatif Ortalama Anormal Getiri)
CAR	: Cumulative Abnormal Return (Kümülatif Anormal Getiri)
DD	: Defter Değeri
IDS	: Internet Discussion Site
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımı
NAD	: Net Aktif Değer
OECD	: Organisation For Economic Co-Operation And Development
PD	: Piyasa Değer
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
VUK	: Vergi Usul Kanunu

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Önemi

Dünya ekonomisinde küreselleşme ile artan risk ortamına karşılık şirketlerin buldukları konumu daha fazla koruma ihtiyacı duyması, rekabet avantajı elde etmeleri, uluslararası pazarlarda yer almak ve kaynaklarını verimli bir şekilde yönetmek amacıyla maliyetlerini azaltmak gibi birçok nedenlerden dolayı birleşme ve satın alma yoluna gitmektedirler. Teknolojik gelişmeler ve iletişimin hızla artması şirketlerin birleşerek uluslararası boyut kazanmalarını adeta zorunlu kılmaktadır. Şirketlerin birleşme ve satın alma işlemleri göstererek hem ulusal hem de uluslararası düzeylere erişmeleri şirketler açısından rekabet edilebilir seviyelere ulaşmalarını ve güç birliği yapmalarını sağlamıştır. Dolayısıyla şirketler herhangi bir ekonomik kriz anında, güçlerini birleştirerek birlikte hareket edebileceklerdir. Bu sebeplerden dolayı şirketler, işbirliği konusunda faaliyetlerini arttırmışlar ve şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri ortaya çıkmıştır.

20.yüzyılın sonlarına doğru adını duyuran “küreselleşme” kavramı hala tüm dünyada etkisini göstermekte ve aynı hızla şirket birleşme ve satın almaları devam etmektedir. Şirket birleşmeleri gelişmiş ülkelerde başlamış ve tüm dünyada olmak üzere Türkiye’de de etkisini göstermiştir. Dünyada ilk birleşmeler 1890’lı yıllarda ABD’de meydana gelmiştir. Birleşme ve satın alma işlemleri, 1960’lı yıllardan sonra ise AB ve diğer gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmaya başlamıştır. 1980’li yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların artması ile birlikte birleşme ve satın almaların büyük çoğunluğu bu ülkelerde artış göstermiştir. Türkiye’de ise, geçmiş yıllarda gerçekleştirilen şirket birleşmelerine ait veriler bulunmamaktadır. Bu nedenle Türkiye’de bilinen en eski tarihli birleşme ve satın alma örneği olarak 1874’te gerçekleştirilen “Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası” ile “Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane” gösterilmektedir. Türkiye’de daha çok birleşme ve satın almalar, 1950’li yıllardan sonra genellikle bankacılık ve kamu sektörlerinde görülmeye başlamıştır.

Şirketlerde, değişen ve gelişen dünya, küreselleşme ve uygulanan ekonomi politikaları, buldukları çevre ve konumlarında daha fazla faaliyette bulunmalarının yeterli düzeyde olmayacağı fikrini doğurmuştur. Bu nedenle şirketler devamlılıklarını

sağlayabilmek ve rekabet koşullarını sürdürebilmek için birleşme ve satın alma faaliyetleri ile büyüyerek uluslararası düzeylere ulaşmaya başlamışlardır.

Şirketler büyüme stratejilerini gerçekleştirebilmek için günümüzde en hızlı ve uygulanabilirliği kolay yöntem olarak birleşme ya da satın alma faaliyetlerine yönelmektedirler. Şirketler birleşme faaliyeti ile pazara hâkim olmayı, satın alma faaliyetiyle de çeşitlendirme yaparak piyasa risklerinden korunmayı hedeflemektedirler. Ancak kişi ya da kurumlar, şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetlerini gerçekleştirmeden önce dedikodu tarihlerini önceden haber alarak kazanç elde etmektedirler.

Bu çalışmanın önemi ise borsada işlem gören şirketler üzerinden yapılan şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerinin dedikodu tarihlerinde gerçekleşen getiriler üzerinde nasıl bir etkinin olduğu ve herhangi bir farkın olup olmadığının tespit edilmesidir.

1.2. Çalışmanın Amacı

Giderek küçülen dünyada ve teknolojik gelişmelerin hız kazanmasıyla ticari sınırlar şirket ve ülkelerce ortadan kalkmaktadır. Sınırların ortadan kalkması ile şirketler güçlerini birleştirmekte ve ticaret ortamına ayak uydurmaktadırlar. Birleşen şirketler pazarda birlikte hareket etme imkânı sağlayacak ve birleşme faaliyeti gerçekleştirmeyen şirketlere oranla daha güçlü bir konumda olacaklardır. Bu şekilde birleşme faaliyetinde bulunan şirketler, riski dağıtmakta ve daha fazla getiri elde etmiş olacaklardır.

Son yıllarda birleşme ve satın alma işlemleri uluslararası boyut kazanmış ve daha fazla yaygınlaşmıştır. Dolayısıyla şirketler uluslararası pazarlarda rekabet avantajı elde etmekte ve dünya pazarlarında daha fazla paya sahip olabilmektedirler. Şirketlerin asıl amacı, şirketin değerini maksimize etmesidir. Şirketler bu amaçları doğrultusunda farklı stratejiler uygulamaktadır. Bu stratejilerden en önemlisi büyümedir. Ekonomide sınırların kalkması, uluslararası rekabet seviyesinin yükselmesi ve yeni pazarlara giriş imkânlarının doğması ile büyüme faaliyetleri şirketler açısından hız kazanmıştır. Her ne kadar büyüme stratejisi için birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren şirketlere getiri elde edebilir ya da edemez gibi genellemelerde bulunmasak da çalışmada, birleşme ve satın alma işleminde bulunan şirketlerin getiri yönünden incelenmesi amaçlanmıştır.

Araştırma yapılırken uygulanacak yöntem Olay Çalışması (Event Study) analizi olup birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunan şirketlerin dedikodu tarihlerinden 6 ay öncesi ve 1 ay sonrası veriler kullanılacaktır. Şirketlerin yapmış oldukları bu faaliyetlerin her iki tarih arasında olumlu ya da olumsuz herhangi bir etkinin olup olmadığının araştırılması amaçlanmaktadır.

1.3. Çalışmada İzlenen Yöntem

Çalışmada kullanılan Olay Çalışması (Event Study) yöntemi belirli bir dönem için belirli bir olaya odaklanan, söz konusu olan olay karşısında piyasanın veya şirket paylarının vermiş olduğu anormal tepkiyi ölçmek için kullanılan geniş kullanım alanına sahip bir yöntemdir. Olay Çalışması, muhasebe ve finansman gibi alanlarda şirket birleşmeleri, pay ihraçları, endekse alınma, mali tabloların ilanları ya da farklı siyasi ve ekonomik olayların ortaya çıkması durumunda şirketlerin, borsa endekslerinin ya da fonların bu olaylara vermiş oldukları tepkileri incelemek amacıyla kullanılmaktadır. Kısaca Olay Çalışması yönteminin, farklı olayların ekonomik etkilerinin ölçülmesinde kullanılan bir analiz yöntemi olduğu söylenmektedir (Korkmaz, Yaman ve Metin, 2017).

Bu çalışmada borsada işlem görüp birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleştiren 20 adet şirketin 2005-2017 yılları arasındaki verileri kullanılarak analiz yapılmıştır. Çalışmada şirketlerin borsada belirlenen tarihler arasındaki getirilerindeki değişim Olay Çalışması ile incelenecektir.

1.4. Çalışmanın Literatüre Katkısı

Çalışmada literatürde sıkça karşılaşılan şirket birleşme ve satın alma işlemlerine farklı bir açıdan yaklaşılmıştır. Şirketlerin birleşme kararları alırken şirketin performansına, personel bakımından insan kaynaklarına, ekonomik düzeylerine ve borsa getirilerine olmak üzere birçok konuda çalışmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda şirketlerin duyuru tarihleri ya da birleşmeden sonra şirketin nasıl bir seyir izlediği hakkında araştırmalar yapılmıştır. Bu nedenle literatürde herhangi bir analizinin bulunmadığı bir çalışma yürütülecektir. Çalışmada şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerine dair çıkan dedikodu (söylenti) tarihlerinde şirketlerin getirileri üzerinde herhangi bir farklılığın olup olmadığı araştırılacaktır. Çalışma Olay Çalışması (Event Study) yöntemi ile yürütülerek belirlenen tarih aralığında şirketlerin nasıl bir seyir izlediği doğru bir şekilde analiz edilmiş olacaktır. Dolayısıyla

Çalışmanın literatüre katkısı, Şirketlerin dedikodu tarihlerinin duyurulması sonucunda borsa üzerinde Şirket getirilerinde ne tür bir hareketlilik olacağının tespit edilmesidir. Bu nedenle Şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarını verirken bu doğrultuda kararlar alıp Şirketleri için doğru kararlar vermelerine katkı sağlayacaktır.



İKİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Teknolojinin getirdiği yenilikler, işletmeleri değişen rekabet ve uluslararası pazar anlayışına ayak uydurmak için yeni çözüm arayışları üretmek zorunda bıraktığı günümüz koşullarında, stratejik ortaklık bağlamında şirket birleşme ve satın almaları en ideal çözüm yollarından birisidir (Akgöbek, 2011: 24).

Bu bölümde, şirket birleşme ve satın alma literatüründe yer alan temel kavramlar açıklanmıştır. Birleşme ve satın alma işlemlerinde olan son güncel bilgiler de bu bölümde yer almaktadır.

2.1. Şirket Birleşmeleri ve Türleri

2.1.1. Birleşme (Merger) Tanımı

Birleşme, terim anlamı olarak farklı bir konumda iken bir bütün haline gelmek anlamındadır. Şirket birleşmeleri olarak ise anlamı, iki veya daha fazla ayrı şirketin tek bir bütün halinde işlemesi anlamına gelmektedir (İlarıslan, 2011: 4). Genel ifadeyle şirketlerin, yoğun rekabet şartlarına uyum sağlayarak ayakta durabilmeleri yeterli büyüklükte olmaları gerekliliğini zorunlu hale getirmektedir. Bu büyüklüğe erişebilmek için şirketlerin tercih etmiş oldukları alternatiflerden biri farklı bir şirketle birleşmektir. Şirket birleşme işleminde belli başlı olgular şunlardır (Erdil vd., 2019: 170);

- Birleşme, şirketlerin karşılıklı istekleri ve anlaşmaları doğrultusunda gerçekleşmektedir.
- Birleşen tüm şirketlerin eski kimliklerini kaybederek yeni şirket kurmaları şeklinde olabilmektedir.
- Şirket yönetiminin eşit koşullarda denetim altına alınması.

Burada bahsedilen eşit koşullar, hisselerin %50 - %50 olarak eşit paylarda olması anlamına gelmemektedir. Büyük bir şirket ile küçük ama yetenekli bir şirketin, %80 - %20 ortaklık payları ile göreceli olarak eşit şartlarda yeni bir şirket oluşturmalarıdır (Akgöbek, 2011: 26).

Şirket birleşmelerinde genellikle küçük yapıdaki işletmenin varlıkları, büyük işletmenin varlıklarına eklenmektedir. Birleşmelerde, farklı bir şirketin kontrol altına

alınması ve yeni bir şirketin kurulmasında birleşen şirket ya da şirketlerin sözleşmeleri sonlanır ve sözleşmesi sonlanan şirketin ortakları yeni şirketin ortakları olmaktadır (İlarslan, 2011: 4).

Şirket birleşmelerinin bir diğer kavram ise konsolidasyondur. Konsolidasyon, iki farklı şirketin birleşerek yeni şirket oluşturmaları şeklinde ifade edilmektedir. Genellikle konsolidasyon birleşme ile aynı işlem olup, tek farkı her iki şirketin de birleşme sonucunda tüzel kişiliklerini yitirerek yeni oluşan şirkete katılmalarıdır (Akkum, 2000: 51). Dolayısıyla konsolidasyonun uygulanabilmesi için birleşen şirketlerin aynı faaliyet kollarında ya da birbirlerini tamamlayan faaliyet kollarında bulunmaları gerekmektedir. Farklı faaliyet kollarında çalışma yapan şirketlerin konsolidasyonu mümkün değildir (İlarslan, 2011: 5).

Birleşmelerde, şirketlerin ortakları yeni oluşturulan şirketin risklerini ve ödüllerini eşit olarak paylaşırken şirketlerden hiçbiri diğerine üstünlük göstermez yani diğerinin kontrolü altına girmez. Birleşen şirketlerin ellerinde bulundurdukları tüzel kişilikleri sona ermekte ve yeni tüzel kişilik oluşmaktadır. Birleşmede (Usta, 2015: 4);

- Birleşen ortaklar göreceli olarak eşittirler,
- Ortaklardan her biri yeni oluşan şirketin yönetimine katılır,
- Ortaklardan hiçbiri alıcı veya satıcı değildir,
- Birleşmiş olan şirketlerin hisselerinin yerini yeni oluşturulan şirketin hisseleri almaktadır.

2.1.2. Birleşme Türleri

Şirket birleşmelerinde şirketlerin yapmış oldukları operasyonel işlemleri iki farklı şekilde ele alacağız. Bunlar; faaliyet yapılarına göre birleşmeler ve hukuki yapılarına göre birleşmeler.

2.1.2.1. Faaliyet Yapılarına Göre Birleşmeler

Şirket birleşme işlemlerinde faaliyet kollarına göre üç temel ayırım yapılmaktadır. Bunları ise; yatay birleşmeler, dikey birleşmeler ve karma birleşmeler oluşturmaktadır.

2.1.2.1.1. Yatay Birleşmeler

Yatay şirket birleşmeleri, aynı faaliyet kolunda yer alan, aynı mal ya da hizmet üreten işletmelerin bir araya gelmesiyle oluşmaktadır (Şahin ve Yılmaz, 2010: 67).

Yatay birleşme sonucunda, büyüklüğü arttırarak ölçek ekonomisinden faydalanılabilir veya pazar gücü artışı sağlanabilir (Johnson, 1999: 8). Birleşmelerde büyük şirketin bilgi birikimi ile elde edeceği teknoloji ve idari üstünlüğü, üretim faaliyetlerinin daha ölçülü kullanımı, pazara girme kolaylığı, marka imajı ve piyasa hâkimiyeti şirket birleşmelerinin önemli nedenlerindedir (İlarslan, 2011: 5). Yatay birleşme, pazar gücü ve buna bağlı olarak daha çok pazar payı elde etmek, atıl kapasitenin kaldırılması, ölçek ekonomilerinden yararlanma ve ürün çeşitlendirmesine gidilmesi gibi sebepler işletmeleri büyümeye yönelten etkenlerdir (Öztunalı, 2008: 11).

2.1.2.1.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşmeler, şirketin tedarik ile dağıtım kanalları üzerinde daha aktif güç elde etmek için bir şirketin kendisine ürün satan veya müşterisi konumunda olan, yani alıcı-satıcı birliği içerisinde bulunan şirketlerle birleşmesi, şirketleri satın alması, ele geçirmesi ya da ortaklık oluşturmasıdır (Şahin, 2011: 39).

Dikey birleşmeler geriye doğru ya da ileriye doğru satın alma işlemleri için kullanılmaktadır. Şirket, üretmiş olduğu malın hammaddesinin üretim sürecinden kendisine ulaşmasına kadar geçen süreçlerde bulunan şirketlerle birleşme faaliyeti gerçekleştirirse “geriye doğru”, üretmiş olduğu malın kendisinden çıkıp en son kullanıcıya ulaşmaya kadar geçen süreçlerde bulunan şirketlerle birleşme faaliyeti gerçekleştirirse “ileriye doğru” dikey birleşmeden söz edilmektedir. Kısaca şirket, hammaddeye doğru geriye, en son tüketiciye doğru ileriye genişlemektedir. “Geriye doğru” dikey birleşmenin ortaya çıkardığı faydalarından istenilen miktar ve kalitede hammaddeye istenilen sürede ve uygun şartlarda ulaşılabilme sayılabilmektedir. “İleriye doğru” dikey birleşmelerde sayılabilecek fayda ise, şirketlerin pazarlama fonksiyonunda sinerji etkisinden yararlanması sayılabilmektedir. Böylece ürettikleri ürün ve hizmetlerin pazarlanmasında avantaj sağlamaktadırlar (Şahin ve Yılmaz, 2010: 68).

Geriye doğru dikey birleşmeye örnek olarak; halı üreticisinin, halı üretiminde kullanabileceği malzemelerin fabrikasını satın alabilmesi gösterilebilmektedir. Bununla birlikte ileriye doğru dikey birleşmeye ise, halılarını satabileceği halı mağazasını satın alması gösterilmektedir. Dolayısıyla dikey birleşme de birleşen şirketler birbirlerinin tedarikçisi ya da müşterisi konumunda olmaktadır (Eyceyurt ve Serçemeli, 2013: 167).

2.1.2.1.3. Karma Birleşmeler

Karma şirket birleşmeleri, birbirlerinden farklı bölümlerde bulunan ve faaliyetleri bakımından hiçbir benzerlik göstermeyen şirketlerin, çeşitlenme yaparak mevcutta bulunan riskleri düşürmek, vergi avantajlarından yararlanmak gibi finansal nedenler için yapılan birleşme faaliyetleridir (Dinç, 2021). Karma birleşmelerde, bu türden işlemler ile faaliyet etkinliği elde edilmesi ihtimali çok bulunmamaktadır. Genellikle finansal etkinlik elde edilmesi piyasalar yönünden pozitif olarak algılanabilecek en önemli işlemlerdendir. Bu nedenle karma birleşmeler genellikle değer tahribine sebep olan (value destructive) işlemler olarak bilinmektedir (Öztunalı, 2008: 14). Aynı zamanda karma birleşmeler, işletmeler için zorluk seviyesi olarak yüksek işlemlerdendir. Bu nedenle adaptasyonu daha çabuk ve daha kolay olan diğer şirket birleşme çeşitlerine göre daha az sayısı gerçekleştirilmektedir (Usta, 2015: 8).

Karma birleşmeler; aykırı karma birleşmeler ve türdeş karma birleşmeler olarak ikiye ayrılmaktadır. Farklı sektörlerde, birbirleriyle ürün ve hizmet açısından benzerlik bulunmayan işletmelerin birleşmesine “aykırı karma birleşmeler”; benzer özellikte ancak farklı faaliyet kollarında bulunan işletmelerin birleşmesine ise “türdeş karma birleşmeler” denilmektedir (Okur, 2017: 10).

2.1.2.2. Hukuki Yapılarına Göre Birleşmeler

Hukuki yapılarına göre şirket birleşmeleri biçimsel birleşmeler ve biçimsel olmayan birleşmeler şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

2.1.2.2.1. Biçimsel Birleşmeler

Biçimsel birleşmeler, şirketler arasında birleşmelerin yazılı bir biçime dayalı bulunduğu birleşme şeklidir. Biçimsel birleşmeler kendi içinde bağımsız birimlerin bağımsızlıklarını koruyarak oluşturdukları (tröst, holding ve konsorsiyum) birleşmeler ve bağımsız birimlerin bağımsızlıklarının ortadan kaldırılarak oluşturulan (birleşme, devralma, satın alma, konsolidasyon, ele geçirme) birleşmeler şeklinde ikiye ayrılmaktadır (Ayan, 2015: 34):

- **Tröst:** İki ya da daha fazla şirketin kardan zarar etmemek için ekonomik açıdan ortaklaşa hareket etmeleridir (Ayan, 2015: 34). Bununla birlikte tröstün diğer bir tanımı ise, şirketlerin ekonomik bağımsızlıklarını kaybetmeleri suretiyle meydana getirdikleri birlik olarak kabul edilmektedir (Güzey, 1998: 17):

- **Holding:** Bir şirketin, bir veya daha fazla şirkete, bu şirketlerin yönetiminde etkin olacak biçimde katılması şeklinde tanımlanmaktadır. Yani şirketlerin büyük oranda hisse senetlerini alarak, o şirketlerin yönetim ve denetimini elinde bulunduran şirkete holding şirket denilmektedir (Yücebaş, 2005: 16).
- **Konsorsiyum:** Birden fazla şirketin bir işi veya projeyi gerçekleştirmek için aralarında geçici olarak, ekonomik ve hukuki bağımsızlıklarını koruyarak oluşturdukları işbirliğine denilmektedir (Onat, 2006: 31).
- **Birleşme (Combination):** İki şirketin bir şirket bünyesinde faaliyetlerini birleştirmelerine denilmektedir. Birleşme de amaç, aynı büyüklükteki iki şirket arasında piyasa gücü ve verimliliğini arttırmaktır ve bu hisse senetlerinin el değiştirmesi şeklinde yapılmaktadır. Birleşmeler üç şekilde olmaktadır (Yücebaş, 2005: 17):
 - **Devralma (Merger):** Bir şirketin başka bir şirketi bütün aktif ve pasifleriyle devralmasıdır. Devralınan şirketin tasfiye edilmesi sonucu hukuki varlığını kaybetmesi şeklinde gerçekleşen birleşmedir (Türel, 2004: 11).
 - **Satın alma (Acquisition):** Bir şirketin varlıklarının ya da hisselerinin bir kısmının ya da tamamının, farklı bir şirket tarafından satın alınması şeklinde gerçekleşen birleşmedir. (Onat, 2006: 33).
 - **Konsolidasyon (Consolidation):** İki veya daha fazla şirketlerin hukuksal varlıklarını kendi istekleri doğrultusunda sona erdirerek yeni bir şirket oluşturulmasına konsolidasyon denilmektedir (Ayan, 2015: 35).
- **Ele Geçirme (Take Over):** Şirketler büyümeyi ele geçirme yoluyla da gerçekleştirebilmektedirler. Ele geçirme faaliyetini şirketler rıza alarak ya da almayarak yapabilmektedir. Büyük şirketler ele geçirmek istedikleri şirketin yöneticileriyle ya da ortaklarıyla anlaşma yoluna giderek birleşme gerçekleştirebilir. Eğer şirket birleşmeye olumlu bakmazlarsa o zaman büyük şirket düşmanca bir tutumla ele geçirme faaliyeti içerisinde olabilir (Mühim, 2012: 47).

2.1.2.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler

Biçimsel olmayan birleşmelerde şirketler hukuki konumlarını korumaktadır (Ayan, 2015: 35). Biçimsel olmayan şirket birleşmeleri kendi içinde üçe ayrılmaktadır.

- **Centilmenlik Anlaşmaları:** Centilmenlik anlaşmaları, birden çok şirketin aralarında yazılı bir sözleşmeye bağlı olmadan belirli konularda şirketler arasında yapılan işbirliği türüdür. Centilmenlik anlaşmasına örnek olarak, bankaların mevduat faiz oranlarını, kendi aralarında sözlü olacak şekilde belirlemeleri verilebilmektedir (Akçin, 2018: 21-22).
- **Kartel:** Aynı sektörde işlem gösteren birden çok şirketin müşterinin aleyhine olacak biçimde karlarını çoğaltmak ve rekabeti ortadan kaldırmak için bir araya gelmiş oldukları işbirliğidir. Şirketler işbirliği esnasında hukuki ve ekonomik bağımsızlıklarını korumaktadırlar (Mucuk, 1996: 50).
- **Çıkar Grupları:** Bir ya da birden çok şirketin hisse senetlerini ellerinde bulunduran uzmanlar veya varlık sahibi olan aileler tarafından sürdürülen gruplardır. Çıkar grupları birbirinden farklı şirketlerin idari hisselerini ayrı ayrı tek bir hedef kapsamında istediği şekilde kullanabilir (Ayan, 2015: 36).

Tablo 1: Birleşme Türlerinin Özellikleri

Birleşme Türü	Türü	Sektör	Hukuki Yapı	Ekonomik Bağımsızlık
Biçimsel	Tröst	Aynı sektörden	Bozulmaz	İki tarafın sona erer
	 Holding	Farklı sektör olabilir	Bozulmaz	Bozulmaz
	Konsorsiyum	Aynı sektörden	Bozulmaz	Bozulmaz
	Devralma	Farklı sektör olabilir	Bir tarafın sona erer	Bir tarafın sona erer
	Satın Alma	Farklı sektör olabilir	Bozulmaz	Bir tarafın sona erer
	Konsolidasyon	Aynı sektör ya da birbirini tamamlayan şirketler arasında	İki tarafın sona erer	İki tarafın sona erer
	Ele Geçirme	Farklı sektör olabilir	Bir tarafın bozulmaz	Bir tarafın sona erer
	İş Ortaklıkları	Aynı sektörden	Bozulmaz	Bozulmaz
Biçimsel Olmayan	Centilmenlik Anlaşmaları	Aynı sektörden	Bozulmaz	Bozulmaz
	Kartel	Aynı sektörden	Bozulmaz	Bozulmaz
	Çıkar Grupları	Farklı sektör olabilir	Bozulmaz	Bozulmaz

Kaynak: Şahin, (2016)

2.2. Şirket Satın Almaları ve Türleri

2.2.1. Satın Alma (Acquisition) Tanımı

Şirket satın almaları, bir şirketin tamamını ya da çoğunluk hisselerini satın alarak o işletmenin yönetiminde hak sahibi olmasıdır. Burada şirket birleşmelerinde olduğu gibi satın alan ya da satın alınan şirketlerin kimlik ve tüzel kişilikleri sona ermez. Sadece satın alan şirketin hisselerinin mülkiyetinin sahipliği alıcı şirkete geçer (Uzun, 2010: 9). Şirket satın alma işleminde belli başlı olgular ise şunlardır (Akgöbek, 2011: 26):

- Satın alınan şirketin tamamı ya da hisselerinin çoğunluğunun alınması gerekmektedir.
- Satın alan ve alınan şirketlerin kimlik ve tüzel kişilikleri devam eder.
- Şirket satın alma işlemi genellikle, satın alan şirketin niyet ve istekleri ile tek taraflı olarak devam eder.

Bir diğer ifade ile satın alma, sektöründe güçlü bir şirketin pazar payını artırmak, rekabette avantaj sağlamak ve karını maksimum seviyeye çıkartmak için kendisiyle eşit değerde veya daha düşük bir şirketi satın alarak büyümesine denilmektedir (Toprak, 2006: 10).

Şirket satın almalarında, karşılıklı iki taraf bulunmaktadır. Bu iki taraf alıcı ve hedef şirkettir. Alıcı taraf, hedef şirketi satın alan taraftır, şirketi bütün aktifleri ve pasifleri ile satın alır. Ayrıca bu şirketin kontrolünü de elinde bulundurmaktadır. Satın alma stratejisinin avantajlarını şu şekilde sıralamak mümkündür (İlarslan, 2011: 12-13):

- Satın alma stratejisi hedef ülkeye hızlı giriş olanağı sağlamaktadır.
- Satın almaların asıl amacı, yeni yetenekler geliştirmek, pazar gücü kazanmaktır.
- Satın alma stratejilerinde yatırımın geri dönüşü hızlı olmaktadır.
- Satın almalarda eğer başarılı bir hedef şirket seçimi yapılmışsa, araştırma ve geliştirmede, üretim ve alım işlemlerinde ölçek ekonomisi ve kapsam ekonomilerinin oluşumuna olanak tanınmaktadır.

2.2.2. Satın Alma Türleri

Şirket satın almalarında şirketlerin yapmış oldukları operasyonel işlemleri iki farklı şekilde ele alacağız. Bunlar; dostça satın almalar ve zorla satın almalarıdır.

2.2.2.1. Dostça Satın Almalar

Dostça satın almalarda, satın alan ve satın alınan şirket karşılıklı anlaşarak satın almayı gerçekleştirmektedir. Satın alan şirket, satın alacağı şirketi belirledikten sonra fiyat önerisini ve ödeme şeklini belirleyerek, satın alacağı şirket yönetimiyle görüşmeyi başlatmaktadır. Satın alınan şirketin ortak sayısı az ise, doğrudan ortaklarla da görüşme sağlanabilmektedir. Görüşme sonrasında satın alınan şirket yönetimi, sağlanan şartları kabul edip, satın alma işlemine onay verdikten sonra, satın alınan şirketin ortaklarına çağrıda bulunur, ellerinde bulunan hisse senetlerini, görevlendirilmiş olan ilgili kuruma teslim etmeleri istenilmektedir (Gülmez, 2006: 22).

Dostça sonuçlanan teklif verme yolu ile şirket satın almaları şu özelliklere sahiptir (Sarıkamış, 2003: 46-47):

- Hedef şirketin yönetimi satın almaya karşı çıkmamıştır.
- Hedef şirket için satın alma teklifi veren tek bir şirket vardır.
- Hedef şirketin yönetiminin ortaklık payı yüksektir.
- Hedef şirketin sektör içindeki performansı sektör ortalamasının üzerindedir.
- Hedef şirket gelişen bir sektördedir.

2.2.2.2. Zorla Satın Almalar

Şirket satın almalarında karşılıklı istek ve anlaşma olması şirketin başarısı için en önemli etkidir. Fakat, şirket satın almalarda, daha çok satın alanın isteği ile tek taraflı hareket edildiği ve bu sebeple de zorla satın alma davranışının benimsendiği görülmektedir (Ülgen ve Mirze, 2007: 321).

Satın alan şirket, fiyat önerisini ve ödeme şeklini satın alacağı şirketin yönetimine sunar. Satın alınan şirketin yönetimi, sunulmuş olan bu teklifi onaylamaz ve satın alan şirket satın alma işlemlerine devam ederse zorla satın alma şekli ortaya çıkar. Satın alan şirket; satın alacağı şirketi, ortaklarına çağrıda bulunarak veya piyasadan paylarını toplayarak ele geçirmeye çalışır (Gülmez, 2006: 22).

Zorla satın almalar aşağıdaki durum ve özellikleri taşımaktadır (Sarıkamış, 2003: 47):

- Şirketi satın almaya yönetim karşı çıkmaktadır.
- Şirket yönetimin ortaklık payı düşüktür.

- Şirket için birden fazla alıcı mevcuttur.
- Hedef şirketin performansı sektör ortalamasından düşüktür.
- Hedef şirket gelişme imkânları sınırlı bir iş sektöründe faaliyet göstermektedir.

2.3. Şirket Birleşme ve Satın Alma Nedenleri

Teknolojik gelişmelerin günümüzde çok fazla hız ve yoğunluk kazanması ile ülkeler arasındaki ekonomik ve finansal sınırlar ortadan kalkmış, sosyal, ticari, ekonomik ve politik etkileşimlerin yükselmesine sebep olmuştur. Şirketlerin büyümeye yönelik stratejilerini belirlemede önemli etkenler arasında hızlı teknolojik gelişme, artan rekabet, büyüyen pazarlar ve küreselleşme gösterilmektedir. Sektörde daha güçlü, dinamik ve daha verimli çalışmak sadece kazançların artması için değil, devamlılığı sağlayabilmek için de vazgeçilmez bir kural durumuna gelmiştir (Akyol, 2009: 13).

Şirket birleşme ve satın almaları, dışa yönelik bir büyüme stratejisidir. Birleşen şirketler, şirketin maliyetlerini azaltmak ve kar oranlarını artırmak istemektedirler. Diğer nedenler olarak yeni pazar arayışına girmek, yeni teknolojiler elde etmek ve ürün/hizmet sayısında artışa gitmek sayılabilmektedir (Demirbağ, 2005: 12).

Gerçek anlamda şirketlerin hedefi ekonomik olarak büyümeyi gerçekleştirerek, var olan konumlarını korumak, devamlılığı sağlamak ve pazar değerini maksimize etmektir. Fakat dış çevrenin hareketli olduğu göz önünde tutulursa, bu amaçta ilerleyen şirketlerin dış çevrede oluşan gelişmelere ve rekabet koşullarına ayak uydurması gerekmektedir (Dolgun, 2014: 93). Diğer yandan, bu zorlu piyasa şartlarına rağmen varlıklarını devam ettirmeyi başaran şirketler, piyasadaki var olan konumlarını büyütmek, faaliyetlerini daha verimli şekilde sürdürmek, mevcut kapasitesini artırmak, kar maksimizasyonunu sağlamak ve farklı ülkelere açılarak uluslararası boyut kazanmak istemektedirler. Dolayısıyla şirketlerin bu istekleri, her şirketin mevcut konumuna, niteliğine, stratejisine ve bulunduğu sektöre göre değişkenlik sunmaktadır. İşte kimi şirketler de bunlara benzer farklı sebeplerle birleşme ve satın alma yoluna gitmektedirler (Mert, 2019: 22).

Şirket birleşme ve satın almalarında tek bir neden göstermek oldukça güçtür. Bu sebeple şirketlerin bu nedenlerini çeşitlendirmek mümkündür. Bunlar (Öztunalı, 2008: 15):

- Sinerji
- Büyüme
- Çeşitlendirme
- Rekabet Avantajı
- Diğer Nedenler

Şirketlerin birleşme ve satın almalarına ilişkin bu sebeplerden bazıları izleyen bölümlerde açıklanmaktadır.

2.3.1. Sinerji

Sinerji, şirketlerin birbirlerinden bağımsız şekilde faaliyet gösterirken, bu bağımsız faaliyetlerini terk edip birleşme yoluna girmelerinin temelinde yatan asıl amaçtır (Khan, 2008: 20).

Sinerji, bir sistemi oluşturan etkenlerin birleştirilmiş işlemlerinden elde edilen toplam sonucun, tek tek bütünü oluşturan etkenlerin işlemlerinden elde edilen sonuçların ortaya çıkan toplamından daha büyük olması şeklinde tanımlanmaktadır (Müftüoğlu ve Akgül, 1983: 19). Daha basit bir ifade ile sinerji matematiksel olarak, 2+2'nin toplamda 5 etmesi olayıdır. Şirketler tarafından düşünüldüğümüzde, iki ayrı şirketin birleşmesi veya satın alınması sonucunda bu şirketlerin ayrı olarak elde etmiş oldukları kardan daha fazlasını elde etmeleridir (Gürer, 2000: 7).

Genel anlamda sinerjiyi tanımlarsak, şirketlerin beraber çalışarak ortaya çıkardıkları ekstra güçtür. Bu beraber çalışma sonucunda verimlilik artacak ve daha kaliteli işlere imza atılacaktır (Erbağcı, 2016: 15).

Birleşme ve satın alma işlemlerindeki sinerjiler, “satın alma masrafları, ödenecek prim gibi harcama toplamları da göz önüne alınarak, birleşen şirketlerin hissedarları için toplamda değer yaratılmasıyla ortaya çıkar. Pozitif net satın alma değerine sahip olunması bir birleşmedeki sinerjinin değerini göstermektedir” (Gaughan, 2005).

Birleşme ve satın alma işlemlerinde sinerji iki şekilde olmaktadır. Bunlar faaliyet sinerjisi ve finansal sinerjidir.

2.3.1.1. Faaliyet Sinerjisi

Faaliyet sinerjisi, şirketlerin birleşme sonrasında üretim ve faaliyet giderlerinin üretilen ürün ve hizmet ünitesi için azalması sebebiyle ortaya çıkan, yükselen kar marjını ifade etmektedir (Askan, 2017: 10).

Diğer bir tanımla ifade edecek olursak faaliyet sinerjisi, ayrı ayrı faaliyet içinde olan birimlerin etkinliklerini birleştirerek veya bu birimler arasında bilgi alışverişi şeklinde gerçekleştirilmektedir (Dilvin Taşkın, 2011: 24). Ayrıca yukarıda bahsedilen kar marjı ise, ölçek ve kapsam ekonomilerinden yararlanmaktadır (Askan, 2017: 10).

2.3.1.2. Finansal Sinerji

Finansal sinerji, şirket birleşme ve satın almalarda birleşen şirketlerin sermaye maliyeti üzerindeki etkisini göstermektedir (Daldal, 2015: 39). Finansal sinerji birleşen şirketlerin sermaye maliyetlerinin düşürülmesiyle ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan sinerji sermaye maliyetlerinin düşmesine yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla finansal sinerji, şirket birleşme ve satın almanın ele geçiren şirket veya birleşen şirketlerin maliyetleri üzerindeki etkisini açıklamaktadır (Turan İçke, 2007: 57).

Birleşme ve satın almalar yoluyla finansal sinerjinin sağlanması şirketin nakit akışlarının az riskli hale gelmesi veya öz kaynak maliyetlerinin düşürülmesiyle söz konusu olmaktadır. Bir şirketin nakit akışları ne kadar dengeli ise, riski de o ölçüde düşüktür. Şirketlerin nakit akışlarının korelasyonu düşük seviyedeysen, birleşme işlemi ile birlikte risklerinde de azalma olmaktadır. Bu sebeple şirket birleşmesinden sonra yeni işletmenin nakit akımları daha dengeli hale gelecektir. Özellikle bu durum, borç veren tarafından olumlu karşılanarak şirketin risk düzeyinin düşmesi şeklinde algılanarak, borç maliyetine olumlu olarak yansımaktadır (Öztunalı, 2008: 26).

2.3.2. Büyüme

Birleşme ve satın alma nedenlerinin en önemli nedenlerinden bir diğeri ise şirket büyümesini sağlamaktır. Büyümeyi amaçlayan şirketler içsel olarak veya birleşme ve satın alma yoluyla büyümeye gidebilmektedir. İçsel büyüme daha çok yavaş ve belirsiz olarak gelişirken, birleşme ve satın almalar ile hâlihazırda olan bir şirketi kendi bünyesine katmak çoğu zaman daha basit bir yol olarak görülmektedir (Dilvin Taşkın, 2011: 21).

Bir şirket için en önemli iki etken karlılık oranı ve pazar payıdır. Bu nedenle birçok şirket bakımından kendi içerisinde büyüme gerçekleştirilmektense, aynı ya da farklı sektörlerle birleşme ve satın alma yoluna giderek büyüme gerçekleştirmek daha çekici ve hızlı sonuçlar veren bir strateji yöntemi olmaktadır (Özkaraman, 2013: 4).

Şirketler çoğunlukla faaliyet gösterdikleri sektörlerde veya ilgili sektörlerde, bazı zamanlarda da kendi faaliyet konularının dışındaki sektörlerle büyümek istemektedirler. Şirketin kendi sektörü içindeki büyümesi üretim kapasitesinde artışı, tamamıyla yeni yatırım imkânının olmasını veya yeni coğrafi alanlarda faaliyet göstermesini sağlamakta; sektör dışındaki büyümede ise ürün ve faaliyet konularında çeşitlendirme ya da farklılık sağlamaktadır (Yılmaz, 2010: 79).

Şirketler büyümeyi iki şekilde gerçekleştirirler. Bunlar iç büyüme ve dış büyümedir.

2.3.2.1. İç Büyüme

Şirketlerin kendi olanakları dâhilinde işlettiği faaliyetlerinin sonucunda yarattığı kaynakları veya temin etmiş oldukları yabancı kaynakları yeni yatırım alanlarına ayırarak gerçekleştirdikleri büyüme şeklidir (Çelik, 1999: 7). İç büyüme genellikle yavaş, belirsiz ve riskli olabilmektedir (Öztunalı, 2008: 29).

İç büyüme için kaynak genel olarak karlar ve yedeklerin sermayeye eklenmesi, uzun vadeli borçlanma ile dış kaynak sağlanması veya tahvil çıkartmak, şirket hisse senetlerinin halka arzı ve atıl durumdaki duran varlıkların satışı gibi kısa vadeli borçlanma ile sağlanmaktadır (Uray, 2010: 35).

Örneğin bankacılık sektörü bakımından, bir bankanın aktif büyüklüğünün yükselmesi, yeni şubeler açması ya da net satış hasılatını artırması, o bankanın iç büyüme yönlü gelişmiş olduğunu gösterir (Çolak, 2000: 42).

2.3.2.2. Dış Büyüme

Dış büyüme, bir şirketin, diğer bir şirketin tamamını, bir bölümünü ya da varlıklarını satın alarak büyümesini ifade etmektedir. Bazı şirketler iç büyüme yerine diğer şirketlerin tamamını satın alarak yönetimlerini ve kontrolü ele geçirmeyi tercih etmektedirler. Dış büyümede büyüme süreci, iç büyümeye oranla daha hızlı ve şirketin yeni koşullara uyumu daha kolay olabilmektedir (Kandemir, 2003: 98).

Şirketler dış büyümeyi, kaynakların az olması, yeni pazarlara açılmak istemesi ve bu pazar sektörlerinde genişlemeyi daha hızlı ve kolay bir biçimde gerçekleştirmek için tercih etmektedirler (Ertaş, 2016: 22).

Dış büyüme konsolidasyon ve holding biçiminde olabilmektedir. Konsolidasyon; genellikle bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın almayı ifade ederken holding de durum biraz farklıdır. Konsolidasyonda, her iki şirkette yasal varlıklarını sona erdirir; holdingde ise tüm şirketler yasal varlıklarını sürdürür. Fakat bağlı şirketlerin denetim ve kontrolü, ana şirket olan holding şirketinin eline geçmektedir (Özkaraman, 2013: 6).

2.3.3. Çeşitlendirme

“Çeşitlendirme, bir şirketin kendi faaliyet kolu dışında olan bir başka şirketi satın alması yoluyla şirket kazançları üzerinde dönemsellik ya da diğer unsurlardan yararlanarak riski dağıtması şeklinde ifade edilmektedir” (Aktaş, 2014: 12).

Çeşitlendirme farklı sektörlerle olabileceği gibi şirketin kendi içerisinde de ürün çeşitlendirmesi olabilmektedir. Şirketin çeşitlendirmeye gidebilmesi için yeni ürünler hakkında mali, hukuki, ekonomik ve teknik fizibiliteler yaptırması, personelini geliştirmesi, yeni yatırımlar yapması ve Ar-Ge (Araştırma ve Geliştirme) çalışmalarında bulunması gerekmektedir. Bu nedenle de çeşitlendirme için hâlihazırda bulunan bir şirket ile birleşmek daha kolay, az maliyetli ve kısa bir zaman gibi avantajlar sunacaktır (Turan, 2014: 74).

Şirketlerin büyüme stratejilerinde çeşitlendirme yoluna gitmelerinin birçok nedeni olabilmektedir. Çeşitlendirme, ekonomik kazancın ölçülmesinde kullanılan önemli bir değişkendir. Farklı risk seviyesinde bulunan birleşen iki şirket, ayrı ayrı düşünüldüğü zaman, birleşmiş durumlarının sahip olduğu riskten daha çok riske sahip olmaktadır. Bir başka deyiş ile riskin azalması, çeşitlendirme faktörünün bir etkisi olarak ortaya çıkmaktadır (Aktaş, 2014: 12).

Çeşitlendirmenin diğer bir nedeni olarak ise, şirketlerin daha karlı olarak gördükleri sektörlere girmek istemeleri sayılabilmektedir. Şirketin faaliyetini devam ettirdiği sektörde farklı sebeplerden dolayı daha çok kar elde edecek durumdan uzaklaşmış olabilir. Bu durumda şirket karını artırmak için yüksek oranlarda kar sağlayan sektörlere girmek istemektedir (Öztürk, 2008: 14).

2.3.4. Rekabet Avantajı

Şirketler büyümek, konumlarını genişletmek ya da varlıklarını sürdürülebilmek için diğer şirketlerle devamlı bir rekabet durumundadırlar. Aynı sektörde çalışan şirketler rekabeti ortadan kaldırmak, monopol birlikler oluşturarak pazar şartlarından faydalanmak ve toplam arzın büyük bir kısmına sahip olmak için şirketler birleşme yoluna gidebilirler (Aşıkoğlu vd., 2010: 321).

Birleşme rakip olan bir şirketi kendi bünyesine katmak amacıyla yapıldığında, yeni şirketin pazar payı artmaktadır. Bu durum şirketin rekabet gücünü artırıcı bir etki gösterir. Aynı iş kolunda faaliyet gösteren şirketler arasında yapılan birleşmeler, rekabetin azaltılması bakımından önemlidir (Kılıçaslan, 2010: 15-16).

Şirketler birleşme sonrasında varlığını sürdüren şirket büyüklüğünün sağladığı olanaklarla rakip olan şirketlere karşı daha elverişli hale geçerek, rekabet avantajını elinde bulunduracaktır. Birleşmenin rekabet konusunda sağlayacağı avantajlar aşağıdaki gibidir (Saidi, 2010: 37-38):

- Yeni pazarlama fırsatları elde etme,
- Mevcut üretime yeni üretimler eklenerek talebin karşılanması ve eskiyen üretimi yenileme,
- Fiyat tespitinde daha etkin olma,
- Marka, lisans ve patent haklarını elde etme,
- İşgücünün uzmanlaşması ile birlikte verimliliğin artmasıdır.

2.3.5. Diğer Nedenler

Şirket birleşme nedenleri arasında yukarıda bahsedilen konuların dışında bir ürüne aşırı bağlılığı azaltmak, parçalanmış bir sanayi sektörünü yeniden düzenlemek, şirketin stratejik yönünü değiştirmek, piyasada şirkete prestij sağlamak, ekonomik krizlere karşı daha dayanıklı duruma gelmek, hedef şirket hakkında diğer şirketlerce bilinmeyen önemli bilgilere sahip olma isteği gibi nedenler de yer alabilir (Şahin, 2011: 18).

2.4. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri

Birleşme ve satın alma yöntemleri; birleşme ve satın alma operasyonlarının gerçekleştirilmesi esnasında, rakip şirketin olası karar ve davranışlarının göz önüne alınarak, birleşme ve satın alma faaliyetinin nasıl sonuçlandırılacağı ile ilgili rekabetçi

davranışlara ve değişen şartlara uygun olarak yapılan işlemler bütünü oluşturmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004: 321).

Birleşme ve satın almalar genellikle tarafların arzu ve anlaşmasına bağlı olmaktadır. İster dostça yapılsın ister dostça olmayan yöntemlerle yapılsın, birleşmeler rekabet yasaları çerçevesinde uygulanmak zorundadır. Bu noktada önemli olan konu, birleşme ve satın almaların ortaya çıkaracağı hâkim gücün pazarda rekabet koşullarını bozmamasıdır (Uzun, 2010: 39-40).

Birleşme ve satın almalarda genellikle anlaşma yolu ile tek taraflı arzu ile ve borçlanarak birleşme ve satın alma yöntemleri olmak üzere üç şekilde olmaktadır.

2.4.1. Anlaşma Yolu ile Birleşme ve Satın Alma

Şirketlerin yönetimleri karşılıklı anlaşma yolu ile birleşme ve satın alma işlemini gerçekleştirmektedir. Bu anlaşma türünde en önemli olan konu hedef şirketin isteklerinin alıcı şirket tarafından temin edilmesi ve konuyla ilgili ortak bir noktada anlaşılabilmesidir. Anlaşma yolu ile yürütülen aşamalarda genellikle avantajlı durumda olan taraf satıcı şirket olmaktadır. Bu birleşme ve satın alma yönteminde iki tarafın görevlendirmiş oldukları finansal ve yasal danışmanlar anlaşmaya varmakta ve bu bağlamda yasalara uygun bir şekilde satın alma veya birleşme gerçekleştirmektedirler (Kayakıran, 2016: 17-18).

Anlaşma yolu ile yapılan satın alma ya da birleşme faaliyetlerinde sürecin gizli tutulması en önemli noktadır. Dolayısıyla hedef şirketin alıcı şirkete karşı güvensizlik problemi yaşamaması gerekmektedir. Güvensizlik sorununa karşın yapılan en yaygın uygulama, hedef şirkete alıcı şirketin gizlilik mektubu sunması olmaktadır (Şahin, 2011: 57).

Şirketlerin karşılıklı anlaşmalarıyla sürdürülen satın alma ve birleşme faaliyetlerinde üzerinde durulması gereken diğer bir nokta hedef şirketin hisse değerlerinin belirlenmesidir. Genellikle anlaşma yolu ile yapılan birleşme ve satın alma işlemlerinde hedef şirketin hisseleri, satın alan şirket tarafından bir prim ilavesiyle piyasadaki değerinden yüksek bir fiyatla belirlenmektedir. Fiyatın primle birlikte belirlenmesi ile alıcı şirketi zor durumda bırakmaması önemlidir. Bu fiyat tespiti esnasında defter değeri, hisse başına kazanç oranı ve piyasa değeri gibi faktörlerde göz önüne alınmaktadır (Genç ve Coşkun, 2013: 360).

Anlaşarak, uzlaşmaya varılarak gerçekleştirilen birleşme veya satın alma faaliyetlerinde daha başarılı sonuçlar elde edilmektedir. Anlaşmaya dayalı uzlaşmalarda hisselerin değeri oldukça önemlidir. Şirket yapısında gerçekleşen kararlılık ve büyüme ile piyasa değeri yükselen hisse oranlarının ortaya çıkardığı karlılık şirkete hem finansal açıdan hem de prestij açısından katkı sağlamaktadır (Ayan, 2015: 37).

2.4.2. Tek Taraflı Arzu ile Birleşme ve Satın Alma

Şirket birleşme ve satın almalar her zaman dostça anlaşarak yapılmamaktadır. Bazı durumlarda hedef şirket satın alacak şirkete direnmektedir. Bu gibi durumlara tek taraflı arzu ile birleşme ve satın almalar denilmektedir. Bu birleşme ve satın alma yönteminde ana şirket, anlaşarak ele geçiremediği hedef şirketi düşmanca tek taraflı olarak ele geçirmeye çalışmaktadır (Uzun, 2010: 42).

Şirket kendi amaç ve hedefleri olan büyüme, değer yaratma, pazarda söz sahibi olma, istihdam sağlama ve istikrarlı olma gibi amaçlarını gerçekleştirmek için şirketler kimi zaman hedef olarak seçmiş olduğu şirketi tek taraflı olarak satın almak için hareket etmektedir. Böyle bir durum söz konusu olduğunda hedef şirket kendisini korumaya veya alıcı şirkete karşı koymaya çalışmaktadır (Anarbek, 2008: 15). Alıcı şirket yöneticilerinin bu yöntemi seçmesinin en önemli iki nedeni bulunmaktadır. Bunlar (Okka, 2009: 893):

- Alıcı şirketin en kısa sürede satın alma işlemini bitirmek istemesi. Bu yöntemde alıcı şirket, hedef şirketin bütün çalışanlarını ve işlemlerini askıya alır ve yerine kendi istediği çalışanları ve işlemleri getirmektedir.
- Alıcı şirketin hedef şirket yönetiminin bu satın alma faaliyetine onay vermeyeceği düşüncesinden etkilenerek alıcı şirketin anlaşmaya yönelmemesi.

2.4.3. Borçlanarak Birleşme ve Satın Alma

Şirketin özellikle büyük şirketleri satın alma veya birleşme işlemlerinde mevcut finansal olanakları yetersiz kalabilmektedir. Bu durum sonucunda satın alma gerçekleştirilemediğinde, şirket borçlanarak satın alma yolunu kullanmaktadır. Dolayısıyla satın alma, yatırım projesine dönüşmekte ve finansal imkânlar incelenerek fon oluşturulmaya çalışılmaktadır. Borçlanarak birleşme ve satın alma yönteminin diğer satın alma yöntemlerinden farkı; satın alma faaliyetinin borç alınan dış kaynak

ile yapılması ve satın alınan şirketin hisseleri en kısa sürede sermaye piyasalarından çekilmektedir (Özkan, 2010: 46).

Şirketlerin borçlanarak birleşme ve satın alma yöntemleri için üç temel faktörün bulunması gerekmektedir. Bu unsurlar şu şekilde ifade edilebilir (Gitman, 2003: 718):

- Şirket kendi iş kolunda, sağlam ve devamlı karlılığa sahip ve büyümek için gerekli özelliklere sahip olan iyi bir konumda olmalı,
- Şirket göreceli olarak düşük düzeyde borç seviyesi ve üst düzeyde kullanılacak kredi borcuna karşı banka tarafından kabul edilebilir aktiflere sahip olmalı,
- Şirket, istikrarlı ve öngörülebilir nakit akımlarına ve borcunu ödeyebilecek ödemelere ve uygun çalışma sermayesine sahip olmalıdır.

2.5. Birleşme Sürecinin Aşamaları

Birleşme süreci, birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleştirilmesi için yapılması gereken aşamaları ifade etmektedir. Bu süreç, belirlenmiş olan şirketlerin birleşme kararının başlangıcından, birleşme işlemi gerçekleşinceye kadar ki aşamayı kapsayan süreçtir. (Değirmenci, 2011: 60).

Birleşme ve satın alma işlemi, şirketler açısından zorlu ve riskli bir süreçtir. Şirketler birleşme ve satın alma sürecini başarıyla ya da başarısızlıkla sonuçlandırabilmektedir. Yani birleşmelerin başarıyla sonuçlandırılabilmesinin bir garantisi yoktur. Şirketlerin başarısızlıkla sonuçlanmasının nedenleri olarak birleşme ve satın alma işlemine gerekli önemin verilmemesi ve birleşmeden beklemiş oldukları faydaların birbirleriyle örtüşmemesi sonucunda bu süreç başarısız olmaktadır. Birleşme sürecinin başarılı bir şekilde sonuçlanabilmesi için şirketlerin tüm aşamaları ayrıntıları ile analiz etmeleri ve iyi bir planlamanın yapılması gerekmektedir (Kılıç, 2009: 42-43).

Birleşme sürecinde takip edilen aşamalar şirketlerin birbirlerini tanıyıp tanımadıkları, içinde oldukları sektör, büyüklükleri, zamanlama ve birleşmenin amaçları gibi birçok etkene bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir. Bu faktörlere bağlı olarak birleşme sürecindeki bazı aşamaların atlanabileceği gibi, bazılarında da daha ayrıntıya inilmesi gerekebilmektedir (Değirmenci, 2011: 61).

2.5.1. Birleşme Öncesi Dönem

Birleşme öncesi dönemde şirketin stratejik hedefleri saptanarak şirkete hizmet edecek olan aday işletmelerin tanımlanması yapılır.

2.5.1.1. İşletme Stratejisinin Tanımlanması

Birleşme ve satın alma işlemlerinin planlanmasından önce şirketin amaçlarının belirlenmesi gerekir. Şirketin amaçları arasında, yatırım politikalarının belirlenmesinde, kaynakların kullanımında yöneticilere yol göstermesinde şirketin birleşme ve satın almadan beklediği faydaların ortaya konması yönünden önemlidir. Şirket amaçlarını belirledikten sonra, birleşme için izlenecek yolların ve yararlanılacak araçların belirlenmesi için stratejiler belirlemektedir (Özsayın, 2007: 30).

Belirlenen stratejiler ile şirketler gelecekteki şartlara göre nasıl hareket edeceğini kararlaştırırlar. Her şirketin kendisine ait stratejisini tekrar kendi amaçları, kaynakları, özellikleri ve içinde bulunmuş olduğu çevrenin şartları belirlemektedir (Özsayın, 2007: 31).

Şirketler birleşme kararını verdikten sonra birleşmeden beklentilerini, hangi amaç ve hedeflerle birleşmek istediklerini ve bu birleşme sonunda kendilerine ne tür yararlar ve zararlar getirebileceğini çok iyi planlamaları gerekmektedir (Özcan, 2009: 68).

2.5.1.2. Aday İşletmelerin Belirlenmesi ve Seçimi

Hedef işletmelerin belirlenmesi ve seçilmesi aşamasında, stratejik planlama aşamasında belirlenen kriterlere ve şirketin kendi yapısına uygun olarak belirlediği kriterler etrafında birleşilecek hedef şirket belirlenip seçilmektedir (Elmas, 2007: 21).

Hedef şirketin birleşme ve satın alma adaylarının belirlenmeye başlanması iki adımda incelenir. İlk adım ön eleme ve seçim kriterinin belirlenmesidir. Temel ölçüt olarak endüstri ve işlemin büyüklüğünü içermelidir. İşlem büyüklüğü, bir şirketin ödemeye razı olduğu en yüksek satın alma fiyatını ifade eder. İkinci adımda ise araştırma stratejisi oluşturulmaktadır. Bunun gibi stratejiler normal olarak bilgisayar veri tabanları ve danışmanlık hizmetleri kullanımını gerektirmektedir (DePamphilis, 2010: 170).

2.5.2. Birleşme Dönemi

İkinci ana aşama olarak birleşme dönemi gerçekleşmektedir. Bu aşamada hedef işletme ile temasa geçilerek görüşmeler yapılırken işletmenin özel olarak finansal ve hukuki incelemeleri yapılmaktadır. Aynı zamanda müzakere sürecine geçilerek tarafların uzlaşması çerçevesinde resmi bir anlaşma yapılmaktadır.

2.5.2.1. Hedef İşletme ile Temasa Geçilmesi

Hedef şirket ile temasa geçilmesi aşamasında temasa geçilerek en uygun yolun belirlenmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Şirketi satın alan işletmenin üst düzeyde olan yöneticileri önceden belirlenmiş öncelikli amaçlarla kendisi veya bir aracı yoluyla temasa geçmektedirler. Bu aşamada belirli bir noktaya geldikten sonra her iki şirketin üst düzey yöneticileri görüşme yapmak ve iş ilişkileri temelinin oluşturma ihtiyacı hissedeceklerdir (İlarslan, 2011: 50).

2.5.2.2. Özel İnceleme

Özel inceleme aşamasında şirkette yapılan araştırmalar ticari, vergisel, mali, hukuki ve çevresel yönlerden yapılan detaylı araştırmaları içermektedir. Farklı bir ifade ile buna şirketin röntgenini çekmek denilebilir. Bu şekilde şirketi satın alan tarafın şirket yönetimi ile aynı bilgi seviyesine ulaşması sağlanmaktadır. Dolayısıyla özel inceleme çalışmaları, şirket satın alma faaliyetlerini destekleyen stratejik hipotezleri analiz etmek, satın alma aşamasındaki yatırımların risklerini düşük seviyeye indirmek ve aynı zamanda yatırımların karlarını maksimize etmek için düzenlenir. Özel inceleme aşaması, şirketin her konuda değerlendirilmesini, karşılaşılabilecek olası problemlerin olabildiğince erken süreçlerde belirlenmesini ve bütün konuların detaylı incelemelerle raporlanmasını içermekle birlikte hedef alıcıya en sağlıklı bilgiyle birlikte karar verme fırsatı sunmaktadır (İlarslan, 2011: 51-52).

2.5.2.3. Müzakere Süreci

Başka bir işletme ile birleşmek isteyen şirket, hedef işletmeyi belirledikten sonra birleşme işlemi sonrasında bu şirketin hissedarlarına ödeyeceği uygun fiyat veya fiyat aralığını belirlemelidir. Şirket yöneticileri bu belirlenen fiyatla hedef şirketin yönetimine nasıl yaklaşacağına karar vermektedir (Akdemir, 2009: 25-26).

Birleşme görüşmelerinde, şirket birleşme sonrası yönetimin ve yöneticilerin hangilerinin şirkette yetki sahibi olacağı, satın alınacak şirket için ne kadar fiyat

ödemesi yapılacağı ve şirketin bugünkü değerleri hakkında görüş birliğinin sağlanmasına özen gösterilmektedir (Simit, 2007: 38).

Bu bölümde, anlaşma ile değişmemesi gereken faktörlerin belirtilmesi gerekir. Anlaşma içeriğinde hem pozitif (şirketlerin bütün muhasebe kayıtlarını inceleme fırsatını sağlaması) hem de negatif (muhasebe işleyişinin değiştirilmesine izin verilmemesi) faktörler yer alabilmektedir (Turan İçke, 2007: 22).

2.5.3. Birleşme Sonrası Dönem

En son ana aşama ise birleşme sonrası dönemdir. Bu aşamada hedef işletmelerin kurumsal olarak bütünleşmeleri sağlanır. Ayrıca işletmelerin planlamış oldukları hedeflere ne ölçüde ulaştıklarını kontrol etmek için işlem sonrası değerlendirme yapılarak birleşme süreci sonlandırılmaktadır.

2.5.3.1. Bütünleşme

Şirket tarafları arasında anlaşmanın yapılması ile birlikte birleşme yani ortaklık anlaşması son haline gelmektedir. Birleşme faaliyetinin sona ermesi halinde şirketler arasında bütünleşme aşaması başlamaktadır (İlarslan, 2011: 56). Birleşme sonrasında yapılan bütünleşme süreci, farklı yapıda olan tarafların bir bütün olacak biçimde uyumlaşmalarıyla birlikte, birleşme anlaşmasının imzalanması ve yasal olarak birleşmenin olmasının ardından şirket taraflarınca dikkat edilmesi gereken en önemli aşamadır (Değirmenci, 2011: 73).

Bütünleşme süreci, şirketler uyumlu bir kurumsal yapı oluşturuncaya kadar sürmektedir. Birleşme sürecini tamamlamış olan şirketlerin başarıya ulaşması için gerekli olan, söz konusu şirketlerin arasında farklı düzeylerde bütünleşme sağlanmasıdır. Bu uyumun elde edilmesi pratikte başarılması oldukça güç bir süreçtir (Serçe, 2009: 75).

2.5.3.2. İşlem Sonrası Değerlendirme

Birleşme sonrası dönemin son aşaması olan işlem sonrası değerlendirme sürecinde amaç, şirketlerin birleşme ve satın alma işleminden beklenen sonuçların elde edilip edilmediğini ortaya çıkarmaktır. Birleşme ve satın alma işlemi tamamlandıktan sonra esas performansı ölçülmesi yapılmaktadır. Bu değerlendirme sürecinin başarılı olarak yapılabilmesi için planlanan ile gerçekleşen durumun

karşılaştırılmasının yapılması gerekmektedir. Bir başka ifade ile planlanan performans hedeflerine şirketin hangi ölçüde ulaştığı belirlenmektedir (İlarslan, 2011: 56).

2.6. Birleşme ve Satın Almalarda Ödeme Biçimleri

Birleşme ve satın alma işlemlerinde ödeme şekilleri, planlama sürecinde belirlenmesi gereken bir konu olup birleşme faaliyetinin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğini belirleyen faktörlerden birisidir (Gürdamar, 2007: 46). Şirket müzakere sürecinin ana unsuru olan ödeme şekillerinin belirlenmesi aşamasında öyle bir ödeme şekli seçilmelidir ki hem şirketi devralan hem de hedef şirket açısından onay verilebilir olsun (Yelkenci, 2006: 37). Birleşme ve satın alma faaliyetlerinde kullanılan ödeme şekilleri aşağıda bahsedilmektedir.

2.6.1. Nakit Ödeme

Nakit ödeme yöntemiyle gerçekleştirilen şirket satın almalarında işlemler çok hızlı ve etkin bir biçimde gerçekleşmektedir. Hedef şirketin hisse sahipleri, hisse karşılığında ne kadar nakit alacakları satış sözleşmesinde bildirildiği için, sözleşmeyi onaylayıp onaylamayacaklarına hızlı bir şekilde karar verirler. Bu durum şirketin satış faaliyetlerinin akışını kolaylaştırmaktadır. Nakit ödemeye dayalı satın alma teklifleri; dostça satın alma ve zorla satın alma ile olan satın almaların ikisinde de kullanılabilir (Gülmez, 2006: 28).

Nakit ödeme şeklinde, alıcı şirket hedef şirketin hisse senetlerini nakit karşılığında almaktadır. Hedef şirketin hissedarları tarafından nakit ödemenin bir takım avantajı vardır. Bunlar şu şekilde sayılabilir (Kinney, 1963: 78-79):

- Nakitle ödeme yönteminde, hedef şirketin hissedarlarının birleşme sonucunda elde edecekleri değer açıktır. Nakitle ödeme yönteminin alternatiflerinden biri olan hisse senetlerinin değişimi yönteminde, hisse senetlerinin piyasa değerindeki değişimler hissedarların servetlerini de değiştirecektir.
- Birleşme işlemi karşılığında nakit ödeme yapılması, hedef şirketin hissedarlarının değişen karlı yatırım imkânlarıyla karşılaştıklarında likiditelerinin artmasına neden olacaktır.

Nakit ödeme yöntemiyle gerçekleştirilen birleşmelerin avantajlarının yanı sıra dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlardan biri likit varlıklardaki azalmanın oluşturacağı sorundur. Büyük çoğunluktaki likit varlığın nakit ödeme için

kullanılarak şirket dışına çıkması, bu varlıklardan getiri elde edilmemesine yol açacaktır (Budak, 2009: 55).

2.6.2. Borçlanarak Ödeme

Şirket elinde nakit fazlası tutuyor, bunu hissedarlarına kar payı olarak dağıtmak veya yeni yatırımlara yönlendirmek istemiyor ve bu sebeple uygun olan bir şirket ile birleşme ve satın alma yoluna gidiyorsa birleşme işlemini kolaylıkla nakit ödeme yoluyla yapabilecektir. İşletmeyi satın alan şirketin parasal yapısı böyle bir işlemi nakit ya da likit kaynaklar yoluyla finanse etmeye uygun değilse, nakit ödeme şeklinin kullanılması şirketi büyük bir finansal sıkıntıya sokabilir. Dolayısıyla şirketin birleşme ve satın almayı gerçekleştirmek için kaynak oluşturması uygun olmaktadır (Sarıkamış, 2003: 205).

Yeterli nakit ve likit kaynağı olmayan bir şirket nakit ödeme yapabilmek için borçlanarak kaynak oluşturabilir. Hatta nakit fazlası olan ve borç oranları düşük şirketler de birleşme ve satın almanın finansmanı için borçlanmak istemektedir. Bu şirketlerin uygun faiz oranlarıyla kredi vermesi mümkündür (Budak, 2009: 57).

2.6.3. Hisse Senedi Trampası

Bu ödeme yönteminde şirketler hisse senetlerini birleşme görüşmelerinde belirlenecek olan bir “değişim oranından” değiştirirler. “Bu ödeme yönteminin seçilmesinde şirket birleşmesinin yapısı, hissedarların profili, birleşilecek şirketin sermaye piyasası performansı ve uzun vadeli çeşitli vergi sonuçları gibi birçok faktörün göz önüne alınması gerekir”. Bunların yanı sıra hem devralan şirketin hem de hedef şirketin gelecekteki yatırım imkanları da hisse senetlerinin trampası yöntemini kullanma kararlarını etkilemektedir (Çelik, 1999: 73).

2.6.4. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme

Gelecekteki kazançlara göre ödeme yöntemi, satın alınan şirket için ödeme yapılmasında, devralan şirkete kolaylık sağlayan bir yöntemdir. Bu yöntemde ödenmesi gereken tutarın bir kısmı herhangi bir ödeme yöntemiyle ödenir ve geriye kalan kısım, ortaya çıkan şirketin gelecekteki karlılığına bağlı olarak yapılmaktadır (Sakarya, 2002: 87).

Birleşmelerin bu ödeme yöntemiyle finanse edilmesinin faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yıldırım ve Kolotoğlu, 2003: 51):

- Bu yöntem ilk finansal maliyetleri düşürür.
- Gelecekteki kazançlara göre ödeme yönteminde, devralma miktarının tamamının ödenmesinin şirketin gelecekteki kazançlarına bağlı olması satın alınan şirketin yönetim grubunun şirket çıkarları için aynı güçle çalışmalarını teşvik eder.
- Bu ödeme yönteminde şirkete değerinden çok fazla ödemede bulunma olasılığı düşük olduğu için satın alınan şirketin riskini azaltır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA TARİHSEL GELİŞİM, BİRLEŞMELERDE BAŞARI VE BAŞARISIZLIK VE FİRMA DEĞERİ

3.1. Dünya’da Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalar

Şirket birleşmeleri ve satın almalar, 19.yy’ın sonlarında oluşmaya başlamış ve birçok şirket için büyüme stratejisi olarak önemli bir konuma gelmiş bir sosyo-ekonomik olgudur (İlarslan, 2011: 33).

Birleşme ve satın almalar 20.yy’ın sonlarına doğru birçok sektörde yaygınlaşmaya başlamış ve şirket birleşme tarihinin en büyük dalgasına neden olmuştur. Bu dalgalanmalar genellikle finans, petrol, medya ve otomobil sektörlerinde ortaya çıkmaya başlamıştır. Aynı zamanda küreselleşmenin artması birleşme ve satın almaların gelişimine katkı sağlamıştır (İlarslan, 2011: 33).

Düzenli olarak finansal bilgilerin elde edinilebildiği ve özellikle etkinlikte bulunan sektörlerin niteliği itibarıyla, modern şirketlerin istedikleri büyüklüklere ulaşmaya başlamasından bu yana yaklaşık 100 yıllık aşamaya bakıldığında, birleşme ve satın alma işlemlerinin farklı dönemlerde belli başlı ortak niteliklerde yoğunluk gösterdiği görülmektedir. Bu şekilde farklılık gösteren dönemler, “satın alma dalgası” olarak ifade edilmektedir. Bu dalgalardan ifade edilmesinde, ABD’de veya ABD çıkışlı uluslararası alanda etkinlik gösteren şirketlerin yaptığı işlemler göz önünde bulundurulmaktadır. Bu ifade ile 19.yy’ın sonlarından günümüze kadar süre gelen süreçte birbirinden farklı özelliklere sahip 5 adet birleşme ve satın alma dalgasından bahsedilmektedir (Öztunalı, 2008: 52).

3.1.1. Amerika’ da Birleşme ve Satın Almalar

Birleşme ve satın alma işlemlerinin gelişim aşamaları ile ilgili tarihsel süreç ele alındığında, bu işlemlerin ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) 1890’lı senelerde başladığı görülmüştür. Şirket birleşme ve satın almaları faaliyet hacmini göz önünde bulundurarak beş büyük dalgaya ayırabiliriz. Bu dalgalanmaları; 1890’lı, 1920’li, 1960’lı, 1980’li ve 1990’lı yıllardan günümüze kadar sıralayabiliriz. Birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleştiği bu dalgalanmalar, sadece süreç bakımından değil aynı zamanda ortaya çıkma hedefleri bakımından da farklılıklar göstermektedir (Şahin, 2011: 16).

3.1.1.1. Birinci Dalga (1897-1904)

Şirket birleşme ve satın almalarda gerçekleşen birinci dalga dünya ekonomisinde 1893 senesinde yaşanan büyük ekonomik çöküşten sonra başlayan toparlanma döneminde ortaya çıkmıştır (Şahin, 2011: 16). Birinci dalga ekonomik büyüme, sanayi sektöründe yenilikler ve teknolojide değişiklikleri ortaya çıkardığı için “Büyük Birleşme Dalgası” olarak da bilinmektedir. Aynı zamanda büyük birleşme dalgası sanayi sektöründe yatay birleşmelerin meydana geldiği dönem olarak da ifade edilmektedir (İlarslan, 2011: 134). Özellikle 1898-1902 seneleri arasında birleşme ve satın alma sayısı bakımından yoğunluğun görüldüğü bu dönemde çok fazla sayıda yatay birleşme gerçekleşmiştir (Şahin, 2011: 16).

Birleşmelerde birinci dalga, ağır sanayi koşullarının meydana gelmesi ile sekiz büyük iş alanında oluşan birleşme ve satın almaları ele almıştır. Bunlar; “petrol, çelik, makine sanayi, taş kömürü, ulaşım, kimyasal maddeler, işlenmiş metal ve yiyeceklerdir” (Ayan, 2015: 47). Özellikle petrol, çelik, tütün ve madencilik sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler bu dönemde yoğun olarak görülen sanayi dallarıdır. DuPont, General Electric ve Standard Oil gibi büyük şirketler bu birinci dalga döneminde yaşanan şirket birleşmeleri sayesinde oluşmuşlardır (İştar, 2013: 113).

Birinci dalga dönemi, 1904 senesinde ekonominin durgunluğa uğraması ve 1903-1905 senelerinde hisse senedi pazarındaki çökmeyle birlikte bozulan rekabet ortamı ile ekonomi ve pazar kötü bir şekilde etkilenmiş, bu sonuçta da birinci dalga sona ermiştir (İlarslan, 2011: 136).

3.1.1.2. İkinci Dalga (1919-1929)

1904 senesinde Amerikan Yüksek Mahkemesi’nin yürürlüğe yeni giren anti-tekel yasasının yatay şirket birleşmelerine de uygulanacağına karar verilmesi ile bu tür birleşmelerin giderek devlet kontrolü gözetimine alınmaya başlanmasıyla, 1920-1929 seneleri arasındaki bu dönemde dikey ve kümesel şirket birleşmeleri çok fazla görülmeye başlanmıştır (Altay, 2009: 20).

1919-1929 seneleri arasında gerçekleşen ikinci dalga, özellikle kamu sektöründeki şirketleri etkilemiştir. İkinci dalgadaki birleşmeler monopolcü yapıdan daha çok oligopol yapıda birleşmeler olarak gerçekleşmiştir (Şahin, 2011: 18). 1920 senelerindeki şirket birleşmelerinin birçoğu, birinci birleşme dalgasında ortaya çıkan

monopolcü yapının dışında kalmış küçük şirketler arasında meydana gelmiştir (İlarslan, 2011: 136).

Bu dalga, 1929 yılında meydana gelen büyük kriz sonrası ABD borsasının çökmesi ve ekonominin durgunluğa girmesi ile birlikte ani olarak son bulmuştur (Altay, 2009: 20).

3.1.1.3. nc Dalga (1950-1973)

Birleşmelerde nc dalga, ABD’de rekabet koşullarının çok sıkı bir şekilde uygulanmasıyla yatay düzeydeki birleşme işlemlerine izin verilmesi güçleşmiş ve bu sebeple şirketler birbirleriyle herhangi bir bağlantısı bulunmayan sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerle birleşerek ‘‘holding’’ şeklinde ifade edilen yapıları oluşturmuşlardır (ztunalı, 2008: 54).

Genellikle ABD’de gerçekleştirilen faaliyet dalı dışında, farklı alanlarda hedeflenen şirketlerin portföye alınmasına bağlı şirket birleşmelerinin ortaya konulduğu dönemdir.

nc birleşme dalgası, önemli birleşme ve satın alma hareketlerinin olduğu bir dönemdir. Daha çok karma yapılı birleşmeler olarak ifade edilebilecek bu dönem, sektörde daha kk yapılı şirketlerin daha büyük şirketleri birleşme ve satın alma için hedef seçmesi, diğer birleşme dalgalarına göre daha çok rastlanılır duruma gelmiştir (Maruflu, 2010: 38). 1970 yıllarında ise meydana gelen petrol krizi ile birlikte üçüncü dalga da sona ermiştir (Ayan, 2015: 20).

3.1.1.4. Dördüncü Dalga (1981-1989)

Dördüncü birleşme dalgası, bu döneme kadar yapılan ilk üç dalgada olan birleşme ve satın almaları büyüklük yönünden geride bırakmıştır. Kısaca bu dalgada mega birleşmeler görülmektedir. Aynı zamanda dördüncü dalgada düşmanca birleşme ve satın almalar yapılmıştır. Bunun yanı sıra, hedef şirketler kendi ilerinde bir takım yöntemler geliştirerek kendilerini satın almak isteyen şirketlere karşı kendilerini korumaya ve düşmanca yapılan satın almaların önüne geçmek için büyük bir çaba göstermeye başlamışlardır (Altay, 2009: 21).

1980’li senelerde ne çıkmaya başlayan bu dalga ‘‘Merger Mania’’ yani ‘‘birleşme çılgınlığı’’ olarak da bilinmektedir. Birleşme ılgınlığı olarak ifade edilen

dördüncü dalga şirketlerin uygun olup olmadığına bakmaksızın sadece büyüme hedefi ile diğer şirketleri satın almaya başlamışlardır (Aksoy, 2004: 10).

Dördüncü dalgada birleşmelerin çılgınlık olarak adlandırılan seviyelere çıkması yani hız kazanması birçok nedene bağlıdır. Bu nedenler aşağıda sıralanmıştır (Göktaş, 2001):

- ✓ Amerikan dolarının piyasalarda değerinin düşmesi sebebiyle Amerikan şirketlerinin Japon ve Avrupalı şirketlerce satın alınması açısından daha cazip hale gelmesi,
- ✓ Hali hazırda bulunan ABD yönetiminin şirket birleşmelerine daha olumlu yaklaşması,
- ✓ Şirketlerin satın alma ve birleşmelerine yönelik kredi kullanımının olanaklı duruma gelmesidir.

3.1.1.5. Beşinci Dalga (1993-...)

1990'lı senelerin başlarından itibaren yeniden başlayan ve hala devam etmekte olan birleşme dalgası şimdilik son dalga olarak bilinmektedir. İlk dört dalga ABD açısından ülke içerisinde gerçekleşen birleşmeler şeklinde iken beşinci dalga ve içinde bulunduğumuz senelerde gerçekleşen birleşme dalgası artık uluslararası boyut kazanmıştır. Küreselleşme etkisi ile birlikte piyasanın ve şirketlerin büyümesi trendi daha çok hızlandırmıştır. İçinde bulunulan dönem birçok şirket için sınır ötesi birleşme ve satın almalar sonucunda yabancı ülke piyasalarına girme imkânları sağlamaktadır (Maruflu, 2010: 39).

Beşinci dalganın ilk olarak dikkat çeken özelliği dönemin uluslararası nitelikte olmasıdır. Yerel olan şirketler global piyasaların meydana getirdiği zorlu uluslararası rekabette hayatta kalabilme adına yurt dışındaki şirket birleşme ve satın almalara yönelmişlerdir. Dördüncü dalgada görülen mega birleşmelere beşinci dalgada rastlanılmaz ve düşmanca satın almalar ise bu dönemde azalmıştır (İlarslan, 2011: 139).

Şirket birleşme ve satın alma dalgaları dönem, amaçlar ve sonuçlar bakımından bir bütün olarak aşağıdaki tabloda ele alınmıştır.

Tablo 2: Birleşme Dalgaları

Dönem	Amaçlar ve Sonuçlar
1. Dalga	Yatay Birleşmeler Dönemi: Monopol birleşme dalgasıdır. Yatay birleşmelerle rekabeti engelleme ve pazara hâkim olma amacıyla tekeli güç olan çok büyük şirketlerin ortaya çıkması. 1880’li yıllarda başlayan bu dalga, monopol oluşturma ya da rekabeti azaltma etkisi gösterebilecek birleşmeleri yasaklayan Sherman Kanunlarının etkisiyle 1900’lerin ilk yıllarında sona ermiştir.
2. Dalga	Dikey Birleşme Dönemi: Oligopol birleşme dalgasıdır. Arz tedarik zincirini tamamen ele geçirecek kanalı kontrol etme amaçlı dikey birleşmeler dönemidir. 1910’ların başlarında başlayan bu dalga, 1920’li yılların sonuna kadar devam etmiştir. Bu dalganın önüne aynı zamanda Celler Kanunu ile set çekilmiştir.
3. Dalga	Karma Birleşme Dönemi: Mevcut faaliyet alanı dışında, farklı sektörlerdeki şirketlerle birleşme ve satın almalarla yönelik birleşme dalgasıdır. 1960’lı yılların başından sonuna kadar devam etmiştir.
4. Dalga	Merger Mania Dönemi: “Büyüklik her zaman kötü değildir” anlayışıyla gerçekleştirilen büyüme amaçlı, çılgınca birleşme ve satın almalar dönemidir. Yüksek borçlanma olanaklarının etkisiyle borçlanarak satın almalar bu dalgada etkili olmuştur. 1980’li yıllardan 1990’lı yılların başına kadar devam etmiştir.
5. Dalga	Uluslararası Birleşme Dönemi: Dünya çapında şirket olmaya yönelik mega birleşmeler dönemidir. 1990’lı yıllardan başlayarak günümüzde de tüm hızıyla devam eden dalgadır. Birleşme ve satın almalarda ilk dört dalgadan farklı nedenler ve amaçlar göze çarpmaktadır.

Kaynak: Tanyılmaz, (2004)

3.1.2. Türkiye’ de Birleşme ve Satın Almalar

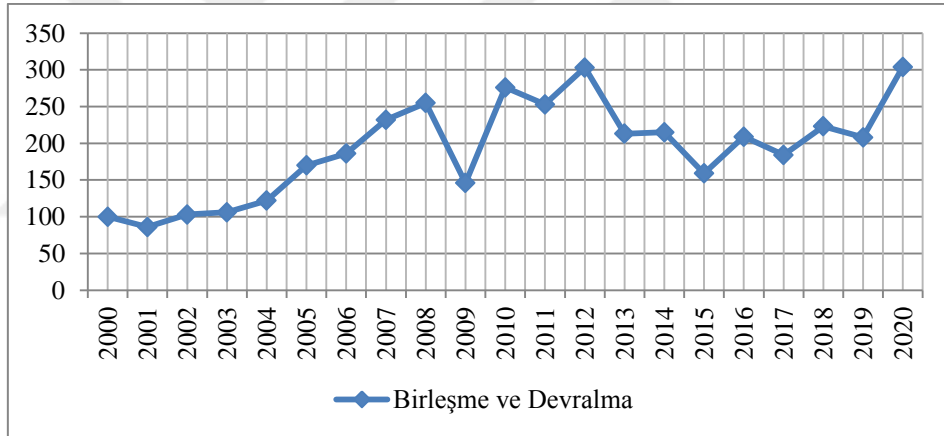
Türkiye’de ilk olarak şirket birleşme ve satın almalarına 1800’lü yılların sonlarına doğru rastlanmıştır. Başlangıçta şirket birleşme örneklerine bankalarda daha fazla rastlanırken gün geçtikçe her sektörden şirketler arasında birleşme örnekleri ortaya çıkmış ve yabancı şirketlerle birleşmeler de zaman zaman artmıştır (Sakarya, 2002: 90). Türkiye’de gerçekleştirilen ilk şirket birleşmelerinin örneği 1874 yılında meydana gelen “Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane” nin birleşmesidir (Ayan, 2015: 50).

Türkiye’de şirket birleşme ve satın almaları 1950’li senelerden sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu dönemde gerçekleştirilen şirket birleşmeleri genellikle zor durumda olan bankaların ekonomiye yeniden kazandırılması amacıyla uygulanmıştır (Elmas, 2007: 50). 1959 yılında gerçekleştirilen Tumsu Bank, Türkiye Eski Muharipler Bankası ile birleşerek Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası’nı oluşturmuşlardır. Aynı zamanda 1960 yılında Türkiye Turizm Bankası ile T.C. Turizm Bankası’nın birleşmesi de buna örnek olarak gösterilebilmektedir (Şahin, 2011: 26).

Türkiye’de 1980’li yıllardan sonra daha çok görülmeye başlayan şirket birleşmeleri 1990’lı yılların ortalarında da hız kazanmaya devam etmiştir. Şirketler globalleşme ile birlikte sektörlerinde en büyük olmak, daha çok müşteriye ulaşmak, bünyesinde bütün ürün ve hizmetleri barındırabilmek için şirket birleşmelerine yönelmişlerdir (Sakarya, 2002: 90).

Geçmiş dönemlerde gerçekleştirilen şirket birleşmeleri gelişmiş ülkelerdeki şirket birleşme ve satın almalarından farklı olarak özellikle zor duruma düşen şirketlerin satın alınması, kamu şirketlerinin devredilmesi veya vergi avantajlarından faydalanmak amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bunların yanı sıra şirketlerin ekonomiye yeniden kazandırılması, ekonomik güçlük çeken bir şirketin daha uygun fiyata satın alınabilmesi ve borç kapasitesini artırabilmek gibi sebeplerle de şirketler arasında birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleştiği görülmektedir (Şahin, 2011: 28).

Şekil 1: Yıllara Göre Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri



Kaynak: Rekabet Kurumu, (2021)

Türkiye’de birleşme ve satın alma faaliyetlerine daha ayrıntılı olarak bakıldığında ise yıllara göre şekli yukarıda verilmiştir. Şekilde ilk yıllardan beri artan seyir izleyen birleşme ve satın almalar 2009 yılında ani bir düşüş göstermiştir. Birleşmeler 2020 yılında ise en yüksek seviyeye ulaşarak birleşme ve satın almalarda rekor seviyeye gelmiştir.

3.2. Değer ve Değerleme Kavramları

Değer kavramı genel olarak ekonomide değişim değerini belirtmektedir. Bir ürünün değişim değeri ise, söz konusu üründen bir birim elde etmek için gerekli olan diğer ürün ya da para birimidir. İlk çağlarda takas yani değiştirme, değerli madenler

ve tahıl ürünleri ile yapılırken günümüzde para ile yapılmaktadır. Günümüzde değiş-tirme, genel olarak dolaylı yollardan yapılmakta, önce ürün veya hizmet satılmakta ve bunun değeri karşılığında alınan para farklı bir şeyi satın almak için kullanılmaktadır (Kayakıran, 2016: 43).

Firma değeri açısından değer kavramına bakacak olursak, şirketin yer seçimindeki uygunluk, ürettiği mal ve hizmet kalitesini ve personel ilişkisi gibi yönetsel başarılarına ek olarak, monopol avantajları, müşteri güveni ve devamlılığının olması, yatırımcıların, kredi sağlayanların yasal düzenlemeler ile kamu oyunun yönelimleri, sosyal ve ekonomik etkenlerin şirkete sağladığı faydalar toplamı ile ortaya çıkan parasal olarak ifade edilen fazladır (Dalgeç, 1993: 109).

Değerleme kavramı ise, ekonomik varlıkların para olarak değerinin belirlenmesi, yani şirketin arsa, makine, bina ve ürün stoku şeklindeki toplam varlıklarının değerinin belirlenmesidir (Kayakıran, 2016: 78). Değerleme de amaç, şirketlerin ekonomik açıdan değerlerinin mümkün olduğu kadar olabilir seviyelerde belirlenmesinin yanı sıra şirket birleşmesinden elde edilecek kazançların belirlenmesini de içermektedir (Şahin, 2011: 103). Aynı zamanda değerlendirme, hisse sahiplerine sağlanan fayda olarak ifade edilebilecekken, şirketin çıkarları ele alındığında şirketin gelecekte oluşturacağı fayda olarak ifade edilebilmektedir. Bu bağlamda değerlendirme kavramının hedeflerinin farklılık göstermesi, sunulan faydaların da farklılık göstermesine ve bu farklılıklar sonucunda birçok değerlendirme yönteminin ortaya çıkmasına sebep olmaktadır (Sucu, 2017: 39).

3.3. Değer Kavramı Unsurları

Literatürde çok fazla kullanılan ve farklı anlamlara gelen değer kavramına ait bir takım yöntemler; nominal değer, indirgenmiş kar payları, tasfiye değeri, piyasa/defter değeri, işleyen teşebbüs değeri ve fiyat/kazanç oranı olmak üzere aşağıda kısaca ele alınmaktadır.

3.3.1. Nominal Değer

Nominal değer, kâğıt üzerindeki itibari değeri ifade etmektedir. Vergi Usul Kanununun (VUK) 26.maddesinde nominal değer “her nevi senetlerle esham ve tahvillerin üzerinde yazılı olan değer” olarak ifade edilmektedir (Karacan, 2015).

Nominal değer, hisse sahiplerinin yüzdesel olarak şirkette ne kadarlık hakka sahip olduğunun hesap edilmesinde kullanılmaktadır. Genellikle hisse başına bir

birimlik değeri ifade etmektedir ve Şirketin geręek durumunu yansıtılmaktadır (Kayakıran, 2016: 46). Genel olarak Şirketlerin sermaye miktarlarının belirlenmesi ve hisse senedi işlemleri ile ilgili muhasebe kayıtlarının tutulabilmesi amacıyla hisse senedine verilen değer olarak bilinmektedir (Sucu, 2017: 42).

3.3.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, Şirkete ait bütün varlıklarının nakde dönüŐtürüldükten sonra bu nakit toplamından tüm boręların ęıkartılması sonucunda bulunan değerdir (ztrk, 2008: 88). Bir Şirketin tasfiyeye girmesiyle beraber Şirkete ait olan varlıkların satılması sonucunda elde edilen nakit tutarı ile boręlar ödendikten sonra geriye kalan para miktarı, Şirket ortaklarına sahip oldukları hisseler oranında ödenmektedir (Akdağ, 2015: 5).

Tasfiye değeri Şirketin minimum değerini gösterdiğinden, Şirket faaliyetlerini sürdürdüğünden, geręek değerinin tasfiye değerinden fazla olması beklenmektedir (Şahin, 2011: 125). Tasfiye değeri doğru bir Şekilde hesaplandığı takdirde, Şirketin varlıklarının değerlerinin kesin bir göstergesi konumundadır. Dolayısıyla, Şirket varlıklarının, tasfiye sebebiyle pazar değerlerinden daha düşük fiyata elden ęıkarılabileceęinden zamanla tasfiye değeri geręek pazar değerinden düşük ęıkmaktadır (ztrk, 2008: 88).

Şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinde özellikle tasfiye değerinin önemli bir rolü vardır. Şirketin işleyen teşebbüs olarak pazar değerinin tasfiye değerinden düşük ęıkması durumunda önem kazanmaktadır. Bu gibi durumda tasfiye değerinin Şirketlerin birleşme ve satın alma Őartlarını etkilemesi doğal bir durum olmaktadır (Turan, 2014: 113).

3.3.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına öz kaynaklara bölünmesi sonucunda bulunmaktadır. Şirketlerin PD/DD oranlarının aynı iş kolunda bulunan Şirketler için aynı olduğu varsayımından hareketle Şirket değeri bulunmaktadır. Değerleme yapılacak Şirket için Şirketin oranı ile Şirket hisselerinin nominal değeri ęarpılarak Şirketin değeri elde edilmektedir (Maruflu, 2010: 27).

PD/DD yöntemi, enflasyonun arttığı senelerde Şirketlerin ağıkkladıkları kar rakamlarının Şirketin kazancını yansıtmadığı düŐüncesi sebebiyle kullanılmaktadır

(Alkan & Demireli, 2007: 33). PD/DD yönteminin hedefi, “şirketin piyasa değerinin bilançoda yer alan defter değerinden ne oranda yüksek ya da düşük değerlendirildiğini, sektörde bulunan başka şirketlerle de karşılaştırarak ortaya koymaktır” (Sucu, 2017: 62).

3.3.4. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, şirketin faaliyette bulunurken satışa sunulması halinde hesaplanan değerdir. Bu değer şirketin tek tek varlıklarının toplam değeri olmayıp, içerisinde marka, patent, müşteri listeleri ve pazar payı gibi faktörler de bulunmaktadır (Kayakıran, 2016: 48).

İşleyen teşebbüs değeri, faaliyetini sürdüren şirketin değeridir. Bu nedenle işleyen teşebbüs değeri tasfiye edilen şirketin değeri ile aynı değildir. Çünkü faaliyetini sürdüren bir şirket kar etmeye devam ederken tasfiye edilen şirkette böyle bir durum söz konusu değildir. Kısaca, işleyen teşebbüs değeri, faaliyetini sürdüren kaynaklara sahip şirketler tarafından kullanılabilir (Kayakıran, 2016: 48).

3.4. Firma Değerleme

Birleşme ve satın alma işlemlerinde değerlendirme en önemli aşamalardan bir tanesidir. Bu nedenle, birleşme işlemlerinde değerlendirme aşamasına gerekli özenin gösterilmesi ve sonuçların doğru bir biçimde yorumlanması şirketler açısından oldukça önemlidir. Şirket birleşmelerinin değerlendirilmesindeki en önemli faktörlerden birisi ise firma değerlemedir. Birleşmenin şekli ne şekilde olursa olsun satın alan ve satın alınan şirketlerin yöneticileri ve hissedarları kendi şirketlerinin ve alacakları şirketin değeri konusunda bilgi almak isterler. Bu sebeple de, firma değerlemesi birleşme açısından önem kazanmaktadır (Budak, 2009: 50).

Şirketler birleşme ve satın alma işlemi sırasında firma değerlemesi yaparken birden çok yöntem kullanmaktadır. Şirketlerin analizinde kullanılan bazı değerlendirme yöntemlerine ise aşağıda yer verilmiştir.

3.4.1. Değerleme Yöntemleri

Bir şirketin değerlendirilmesinde bir takım yöntemler kullanılmaktadır. En önemli nokta ise şirketin koşullarına yönelik en uygun yöntemin seçilip uygulanmasıdır. Aşağıda şirket birleşme ve satın alma işlemlerinde kullanılan firma değerlendirme yöntemlerinden bazıları ele alınmıştır.

3.4.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yönteminin ana faktörü, paranın zaman değeridir. İNA yöntemi ile yapılan şirket değerlemelerinde, şirketin nakit akımının devamlı olduğu varsayımından hareketle, iskonto oranının da şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden etkilendiği görülmektedir (Akdemir, 2009: 54). İNA yöntemine göre, şirketin elinde bulundurduğu varlıklar, nakit oluşturabildikleri müddetçe bir değer belirtmektedir. Bu sebeple de şirket değeri nakit akımlarının tahmini sonucunda tespit edilmektedir (Alkan & Demireli, 2007: 30). İNA, “belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır” (Arı, 2010: 62).

Şirket birleşme ve satın almalarında en önemli değerlendirme yaklaşımı “İndirgenmiş Nakit Akımları” olarak görülmektedir. Diğer değerlendirme yöntemleri şirketin cari veya geçmiş etkinliğine, İNA yöntemi ise şirketin gelecekteki etkinliğine dayanmaktadır. Bu sebeple İNA yöntemi ile şirketin değeri daha net bir şekilde ölçülmektedir (Aktaş, 2014: 17).

3.4.1.2. Net Aktif Değeri Yöntemi

Net Aktif Değer (NAD) yöntemi, “varlıkların cari piyasa şartlarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarı olarak ifade edilebilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal şartlar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması ile net aktif değere ulaşılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır” (Çevikçelik, 2012: 32). Kısaca net aktif değer, şirketin aktiflerinin piyasa değeri toplamından borçların piyasa değerinin çıkarılması sonucu kalan aktiflerin değeridir (Onat, 2006: 72).

Net aktif değer yöntemi genellikle aşağıda sayılan durumlarda kullanılmaktadır (Yazıcı, 1997):

- ✓ Şirket kötü bir durumda ve zarar etmekteyse,
- ✓ Şirket, faaliyetlerini durdurmuş ya da yavaşlatmışsa,
- ✓ Şirket sorumluluklarını yerine getiremeyecek kadar nakit oluşturamıyorsa,
- ✓ Şirketin varlıkları çok değerli ise,
- ✓ Şirket know-how ve patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse.

3.4.1.3. Emsal Değeri Yöntemi

Emsal değer yöntemi (benzer alım satımlar), “gerçek değeri bilinmeyen ya da bilinmeyen bir varlığın, satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değer olarak ifade edilmektedir” (Şahin, 2011: 136). Değerlenecek varlığın benzeri bir varlık piyasada alınıp satılıyorsa, piyasada oluşan değerden hareketle değer tespiti yapılabilecektir. Bu tespit edilen değer emsal değeri olarak ifade edilmektedir. Bu emsal değeri yöntemi genellikle taşıt ve gayrimenkullerin değerleme işleminde kullanılmaktadır. Yönteme göre bir taşıt ya da arsanın değer tespiti, çevresindeki diğer benzer taşıt ve arsaların en son alım-satım fiyatları dikkate alınarak yapılmaktadır (Arı, 2010: 67).

Şirket değerinin tespit edilmesinde ise, aynı iş kolunda benzer faaliyetlerde bulunan, şirket yapıları birbirine benzeyen ve daha önceden alım-satım işlemi yapılmış olan şirketler için bir kriterin belirlenmesi ile şirket değerinin tespiti yapılabilir (Aydın, 2006: 72).

3.5. Birleşme ve Satın Almalarda Finansal Etkinlik ve Etkinlik Ölçüm Yöntemleri

3.5.1. Finansal Etkinlik Kavramı

Bir şirketin varlığını sürdürebilmesi ve büyümesi, diğer şirketlerle baş edebilme kabiliyetine yani rekabet gücüne bağlı olmaktadır. Şirketin rekabet gücünün doğru olarak belirlenmesi de söz konusu olan şirketin finansal etkinliğinin ölçülmesi ve analiz edilebilmesini gerekli kılmaktadır (Acar, 2003: 21).

Finansal etkinlik ile şirketler, planlama, denetim ve doğru karar alma işlevlerini etkili bir şekilde yürütebilmektedir. Finansal etkinlik analiz süreci başarılı bir biçimde yapıldığı zaman şirketin etkinliği de doğru yansıtılmış olmaktadır. Şirketler, finansal etkinlik yöntemleri ile sağlıklı finansal etkinlik yönetimini gerçekleştirerek şirket değerini arttırabilmektedir (Aydeniz, 2009: 264).

Finansal etkinlik yöntemlerinin yaygın olarak kullanılmasının asıl sebebi, kesin ve objektif olmasıdır. Finansal etkinlik yöntemleri, şirketin uzun vadeli amaçlarını doğrudan tanımlamaktadır. Aynı zamanda şirketin etkinliğine bütünsel bir bakış açısıyla bakmaktadır. Şirketin bir kısmının ya da tamamının karlılığı gibi, bütünsel bir etkinlik yöntemi, şirketin taktiksel ya da strateji olarak başarısını öne çıkarmaktadır. Şirketin beklentisinin altında sonuçlanan bir kar oranı, stratejilerin ya da taktiklerin

beklentileri karşılamadığı ya da uygun strateji ve taktiklerin takip edilmediği anlamına gelmektedir (İlarslan, 2011: 149).

3.5.2. Finansal Etkinliğin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler

Şirket birleşme ve satın alma işlemleri ile birlikte şirketlerin gerek finansal yapısı ve yönetimi gerekse ortaklık yapısı gibi şirketin sahip olduğu birçok değer üzerinde değişiklik olacağı beklenmektedir. Bu beklentilerin, hangilerinin şirket birleşme öncesinde ortaya atılan ve elde edilmek istenilen öncelikli amaç olduğu durumu ise şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetlerini gerçekleştirmelerindeki asıl sebebi ortaya koymaktadır. Bu bağlamda her şirketin birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunmasındaki asıl sebep farklılık gösterebileceği gibi finansal bakımdan güç elde etme ve bu finansal etkinliğini en yüksek seviyeye çıkartma amacıyla birleşen şirketlerde, birleşme işleminden beklenen başarı ölçütü de finansal göstergeler olmaktadır. Finansal ölçütler, finansal etkinliğin ölçümünde kullanılan yöntemlere göre farklılık gösterebilmektedir (Mert, 2019: 52).

Finansal etkinliğin ölçümünde kullanılacak olan analiz yöntemi ve bu yöntemde kullanılacak verilerin farklılığı analiz sonucuna etki edeceği için, etkinlik analizinde uygulanacak olan yöntem ve değişkenlerin seçimi son derece önemli olmaktadır (Şahin, 2011: 148).

3.5.2.1. Finansal Oranlar

Finansal oranlar, likidite oranları, karlılık oranları ve faaliyet (etkinlik) oranları olmak üzere 3 farklı şekilde ele alınmaktadır. Bu finansal oranlar ise aşağıda verilen tabloda yer almaktadır.

Tablo 3: Finansal Oranlar

Finansal Oranlar	
Likidite Oranları	Cari Oran
	Nakit Oran
Karlılık Oranları	Net Kar Marjı
	Aktif Karlılık
	Öz Sermaye Karlılığı
Faaliyet Oranları	Stok Devir Hızı
	Alacak Devir Hızı
	Aktif Devir Hızı

Kaynak: Mert, (2019)

3.5.2.1.1. Likidite Oranları

Likidite oranları bir şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama yeteneğini ölçmektedir. Bu oranlar çok önemlidir çünkü yükümlülüklerin yerine getirilmesindeki başarısızlık şirketin iflasına neden olabilmektedir. Likidite oranları “likit ve likit benzeri varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle” hesaplanmaktadır (Topçu, 2017: 40).

Likidite oranlarından en çok kullanılanlar cari ve nakit orandır. Bu oranlar aşağıda anlatılmaktadır.

→ **Cari Oran:** Şirketlerin, 1 yıl içinde nakde dönüşebilen varlıkları ile 1 yıl içinde ödenmesi gereken borçlarını ödeyebilme kabiliyetini gösteren orandır. Cari oran, şirketlerin nakit oluşturma gücünün belirlenmesinde en çok tercih edilen orandır. Bu nedenle cari oranın yüksek çıkması şirketlerin nakit oluşturma gücünün de yüksek olduğunu ifade etmektedir (Mert, 2019: 72).

Cari oran, kısa vadeli kaynaklar içerisinde dönen varlıkların payını göstermektedir yani dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle bulunmaktadır (Aslan, 2018: 67).

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

→ **Nakit Oran:** Nakit oran, cari oran gibi şirketin nakit oluşturma gücünün bulunmasında kullanılan orandır. Nakit oran aynı zamanda cari oranı tamamlar nitelikte olup, cari oranı daha da anlamlı duruma getiren bir orandır (Kılıç, 2014).

Diğer bir anlatım ile nakit oran, şirketin acil nakit durumunu göstermektedir. Nakit oranı, alacakların tahsil edilmemesi ve para girişlerinin durması sonucunda şirketin kısa vadeli borçlarını ödeyip ödeyemeyeceğini göstermektedir (İlarslan, 2011: 155). Nakit oran, şirketin sahip olduğu hazır değerlerin kısa vadeli borçlara bölünmesiyle bulunmaktadır (Ayan, 2015: 106).

$$\text{Nakit Oran} = \frac{\text{Hazır Değerler}(Kasa + Banka + Benzeri Nakdi Değerler)}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Şirketin nakit oranının yüksek bir değer çıkması, şirket bakımından olumlu olarak karşılanmaktadır. Aksi durumda, şirket borçlarını ödeyememe riskiyle karşı

karşıya kalacağından nakit oranının düşük çıkması şirketler açısından riskli olmaktadır (Mert, 2019: 73).

3.5.2.1.2. Karlılık Oranları

Karlılık oranları, şirketin elinde bulundurduğu varlıkların ve kaynaklarının etkin yönetilip yönetilmediğinin birer göstergesidir (Elmas, 2015).

Bir diğer ifade ile karlılık oranları, şirketlerin faaliyetleri sonucunda elde ettikleri başarıyı yani şirket ve bankaların etkinliğini ölçmede kullanılan orandır. Karlılık oranları ile genelde şirketin satışları, öz sermayesi ve varlıkları ile karı arasında matematiksel olarak ilişki kurulmaktadır (Topçu, 2017: 42).

Şirket birleşme ve satın almaları yönünden bakıldığında, karlılık oranları şirket faaliyeti olan birleşme ve satın almanın şirketin karlılığında hangi ölçüde artış gösterdiğini ölçmede etkin ve güvenilir bir oran analizi yöntemi olarak görülmektedir (Mert, 2019: 60). Karlılık oranları ise, net kar marjı, aktif karlılık ve öz sermaye karlılığı olarak gösterilmektedir.

→ **Net Kar Marjı:** şirketin karlılık durumunu gösteren bu oran aynı zamanda şirketin her 1 TL'lik satışı içerisindeki net kar yüzdesini göstermektedir. Net kar marjı şirket faaliyetinin net verimliliği hakkında da bilgi vermektedir (Çalı, 2015: 96). Net kar marjı, net satışlardan bütün gider ve vergiler düşüldükten sonra şirketin ne kadar kar elde ettiğini göstermektedir. Bu oran aşağıdaki formüldeki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Hesaplanan net kar marjı oranının yüksek değerde olması şirket için olumlu bir durumdur. Yüksek net kar marjı şirketin hem yatırım, üretim, fiyatlama politikalarının hem de finanslama politikalarının uygun olduğunu gösterir (Temizer, 2015: 29).

→ **Aktif Karlılık:** Aktif karlılık oranı, bir şirketin varlıklarını ne ölçüde etkin ve verimli kullanmaktadır sorusunun cevabını oluşturmak için şirketin faiz ve vergiden önceki karının toplam varlıklara ya da net aktif toplamına oranı olarak ifade edilmektedir. Bu oran aşağıdaki formüldeki gibi hesaplanmaktadır (Türk, 2013: 44):

$$\text{Aktif Karlılık} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Aktif}}$$

Aktif karlılık oranının hesaplanmasında çıkan sonucun yüksek bir değer olması, şirketin aktiflerini verimli bir şekilde kullandığını gösterir. Fakat bu oranın düşük bir değer çıkması, şirketin faaliyetlerinde aksamanın olduğunu ve atıl halde bulunan aktiflerin varlığına işaret etmektedir (Mert, 2019: 64).

→ **Öz Sermaye Karlılığı:** Öz sermaye karlılığı, yatırımcıların karlılığını ölçen orandır. Bir diğer ifade ile öz sermaye karlılığı, net karın öz sermayenin yüzde kaç oranında gerçekleştiğini göstermektedir. Öz sermaye karlılığı formülü (Temizer, 2015: 31):

$$\text{Öz Sermaye Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz Sermaye}}$$

Şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinde hissedarların sermaye oranları birleşmenin bir sonucu olarak oran veya miktar bakımından değişmektedir. Bununla birlikte hissedarlar birleşme işleminin kendilerine parasal yönden hangi şekilde getiri yansıtacağına sonucunu net olarak öğrenmek isteyebilmektedir. Öz sermaye karlılığı birleşme ve satın alma sonrası dönemde de artan bir düzeyde devam ederse yapılan yatırımın ve gerçekleştirilen birleşme işleminin başarısı daha net olarak görülecektir (Mert, 2019: 65).

3.5.2.1.3. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları, şirketin faaliyetlerinin sürekliliğini sağlamak için elinde bulundurmuş olduğu varlıkların ne derece verimli kullanıldığının belirlenmesi amacıyla bu oran kullanılır. Bu oran devir hızı oranları olarak da bilinir ve varlıkların her bir lirasının oluşturduğu geliri gösterir (Savsar, 2012: 21).

Faaliyet oranları likidite analizi konusunda yetersiz olan likidite oranlarına destek olmakta ve şirketin karlılığı, alacak, stok, nakit ve borçları ödeme yönetimi hakkında bilgiler vermektedir. Bu oranda kullanılan oranlar şirketin gelecek sermaye ihtiyaçlarını anlamaya imkân tanır. Faaliyet oranları şirketin faaliyet derecesi ile faaliyetlerin devamlılığı için gerekli kaynaklar arasındaki ilişkiyi ifade etmekle birlikte, şirketin sermaye ihtiyacını da tahmin etmek için tercih edilmektedir (Tekin, 2017: 63).

→ **Stok Devir Hızı:** Stok devir hızı, bir şirketin sahip oldukları stokların ne kadar hızda ve sürede nakde dönüştüğünü ifade eden orandır. Bu oran, satışların maliyetinin stok miktarına bölünmesiyle elde edilmektedir (Türk, 2013: 41).

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Stok devir hızının yeterli olup olmadığı hakkında bir ortalama bulunmamaktadır. Şirketin geçmiş yıllar stok devir hızları ya da aynı sektördeki başka şirketlerin stok devir hızları ile analiz edilerek karşılaştırılması gerekir. Stok devir hızının yüksek bir değer çıkması, şirketin daha çok gelir elde etmek için stoklara daha az nakit bağladığının ifadesidir. Dolayısıyla şirket daha verimli bir rekabet imkânına sahip olmaktadır (Savsar, 2012: 21).

Şirketlerin stok devir hızı oranlarının yüksek olması, stokların en uygun seviyede kullanıldığını gösterir. Bu durumda şirketler daha az işletme sermayesi ile daha fazla kar elde etmektedirler. Stok devir hızlarında görülen yavaşlama eğilimleri ise, satış faaliyetlerinde şirketlerin sorunlarla karşılaşması anlamına gelmektedir (Er, 2009).

→ **Alacak Devir Hızı:** Alacak devir hızı, şirketin elinde bulundurduğu ve faaliyetlerini gerçekleştirmede kullandığı kaynakların ne ölçüde verimli kullanıldığını belirlemede kullanılan orandır (Topçu, 2017: 41). Alacak devir hızı, bir şirketin belirli bir dönem içindeki kredili satışlar tutarının ortalama ticari alacaklar toplamına bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Tekin, 2017: 65).

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

Alacak devir hızının yüksek bir değer çıkması, şirketin alacak yönetiminin etkinliğini gösterir. Bir diğer ifade ile şirketin alacaklarının nakde dönüşme hızının yüksek olduğunu ifade eder. Aynı zamanda alacak vadelerinin kısaldığını gösterir. Alacak devir hızının düşük çıkması ise alacak yönetiminin kötüye gittiği ve alacak vadelerinin uzadığı şeklinde yorumlanır (Yanartaş, 2010: 76).

→ **Aktif Devir Hızı:** Aktif devir hızı, şirketin bütün aktiflerinin verimliliğini ölçmek amacıyla kullanılır. Bu oran şirketlerin ortalama satışlarının elinde bulundurdukları aktif toplamına bölünmesi ile bulunur (Khakzad, 2017: 55).

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Aktif}}$$

Aktif devir hızı, daha çok kredi analizlerinde hesaplanmaktadır. Şirketlerde aktif kullanımının bir göstergesi olan bu oran ile her bir birim kaynağın oluşturduğu gelir

hesaplanmaktadır. Aktif devir hızının yüksek çıkması, şirketin tam kapasiteye yakın çalıştığını göstermektedir. Aktif devir hızı düşük olan şirketlerde, sabit değerlerin aktif toplamı içindeki payı büyüktür şeklinde yorumlanır (Khakzad, 2017: 55).

3.6. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarda Başarı ve Başarısızlık

Şirket birleşme ve satın almalarda farklı sektörden kurum kültürlerine sahip iki şirketin birleşme kararı alması finansal ve hukuki yönden olduğu kadar insan faktörü yönünden de uzun ve zorlu bir süreçtir. Bu süreçte, şirketteki kişilerin ayrılması, verimlilikte azalma, iletişim konusunda yetersizlik, yerleştirme hataları, yönetim etkinliğinin azalması ve kurum kültürü gibi faktörler hızlı bir şekilde ele alınmazsa birleşme işleminin başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olabilir. “Şirket birleşmelerinde asıl amaç, sinerji oluşturmaktır. Bu sebeple şirketlerin işbirliği stratejilerini uygulamaları veya bu stratejiler gereğince birleşmeleri, gelecek açısından önemli olmakla birlikte, bu sürecin doğru olarak yönetilmesi de istenilen sonuçların elde edilmesi açısından önemlidir” (Dilsiz, 2007: 61-62).

Birleşme işlemlerinde şirketlerin bir bölümü daha verimli bir biçimde faaliyetlerini devam ettirirken, büyük bir çoğunluğu ise şirketlerden ayrılıp eski yapılarına geri dönmekte yani başarısız olmaktadır. Birleşmelerde başarı ise, uzun süreli ve etkin çalışma bakış açısı ile mümkün olmaktadır. Bu sebeple şirket birleşmesinin başarısı, hem birleşme öncesi anlaşmanın karlı olması hem de uzun vadede karlılığı, etkin çalışmayı ve devamlılığı belirtmektedir (Akdemir, 2009: 35).

Şirket birleşmelerinde amaçlara ulaşılabilmesi ve başarıyı yakalayabilmek için bir takım konuları bilmek ve yapılacak olan fizibilite çalışmalarında bunları iyi analiz etmek gerekmektedir (Kılıç, 2009: 70-71).

- ✓ Birleşme stratejisini belirlerken finansal açıdan, kültürel, örgütsel ve insan kaynaklarına kadar uzanan geniş bir bakış açısıyla hareket etmek gerekir.
- ✓ Finansal açıdan şirket birleşmesine gidecek ve satın alınacak olan şirketin değerlendirilmesi en önemli konulardan birisidir.
- ✓ Finansal yönden değerlendirme işleminin yanı sıra birleşen şirketler arasındaki kültürel uyumun da değerlendirmeye alınması gerekir.
- ✓ Şirket birleşme öncesinde ve sonrasında personeller ile iyi bir iletişimin olması da birleşme ve satın alma aşamasının başarılı bir biçimde yönetilmesini sağlar.

- ✓ Şirket birleşmelerinden sonraki yönetim kadrosunun belirlenmesi de şirketin birleşme ve satın alma başarısını etkileyecek olan unsurlardan biridir.

Sonuç olarak, şirketler için asıl önemli olan ve zorlu olan konu entegrasyon aşamasının birleşme işleminden hemen sonra başlamasıdır. Şirket birleşme ve satın almalarının başarılı olarak tamamlanabilmesi için entegrasyon aşamasının doğru ve dikkatli bir biçimde, iki şirketin de kültürel yapıları göz önüne alınarak gerçekleştirilmektedir. Aksi takdirde, şirket birleşme sonucunda meydana gelen yeni şirkette iş aşamalarında, iletişimde ve insan kaynaklarında devamlı olarak sorunlar yaşanmaya başlar. Bu sorunlar, kısa bir zamanda şirketin başarısızlığına yol açabilmektedir (Kılıç, 2009: 71).

Şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinde başarı ölçütü olarak hisse senedi değerlerinde beklenen seviyeye ulaşmak gösterilirken, başarısız olmalarının başında ise bu seviyenin yakalanamaması gelmektedir (Şenel, 2008: 55).

Birleşme sürecini başarısızlığa götüren 5 alan bulunmaktadır. Genellikle şirketler bu alanlarda sağlıklı ve verimsiz düşünebilmektedirler. Bu alanlar (Türkmen, 2009: 74-75).

→ **Vizyon:** Vizyon, “şirketin veya herhangi bir topluluğun gelecekte bugünden daha iyi olmasını amaçlayan, ileriki dönemlerde nerede olmak istediğini ve bunu nasıl gerçekleştirdiğini gösteren bir süreçtir”. Şirketin vizyonu satın alınan şirketin vizyonuna uygun olmalıdır. Başarılı bir şirket birleşme ve satın alınmasında, birleşme açık ve gerçekçi bir vizyonla belirtilen uzun vadeli amaçlar üzerine kurulmalıdır.

→ **Liderlik:** Birleşen şirketler liderliği devretmekte gerekli özeni göstermedikleri zaman liderlik kaosu oluşabilmektedir. “Bu gibi durumda ortaya çıkan ve kaynak israfı, işgücü arasında moral bozukluğuna ve belirsizliğe sebep olduğundan birleşme başarısız olmaktadır”.

→ **Kültür:** Örgüt kültürü, “şirketin bütün çalışanları tarafından paylaşılan, felsefeler, inançlar, beklentiler, normlar ve yaklaşımlardır”. Birleşmenin başarılı olması, şirketlerin kültürel değişikliklere hitap etmesine ve uyumu oluşturmaya yönelik profesyonel olarak davranılmasına bağlı olmaktadır.

→ **İletişim:** Örgütsel iletişim, “şirketin kendi iç işleyişini sağlamak ve şirket hedeflerini gerçekleştirmek için şirket içindeki farklı alanlar ile aynı zamanda şirket ile çevresi arasında bilgi ve düşünce alışverişi gibi gerekli ilişkilerin kurulmasına

olanak sağlayan toplumsal bir süreçtir”. Şirketlerde iletişimin geliŐtirilmesi hedefiyle Őeffaf bir iletişim kurularak aktif bir strateji ile belirsizliğin azaltılması amaçlanmaktadır.

→ **Risk Yönetimi:** Birleşmelerde karŐılaŐılacak riskler, en iyi biçimde yöneticilerle ve bu kişilerin alacakları rasyonel kararlarla indirgenebilmektedir. Fakat bu riskler Şirket birleşmesinden önce gerçeğe yakın tahmin edilmez ve göz ardı edilirse Şirket bakımından daha büyük sorunlara neden olmaktadır (Onur, 2008: 24).



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AMPİRİK ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı ve Hedefi

Teknolojik gelişmelerdeki artış ve şirketler arasında hızla gelişen rekabet ortamı ile birlikte günümüzde şirketler birleşme ve satın alma yoluna gitmişlerdir. Şirket birleşmeleri 1890'lı yıllardan günümüze kadar devam etmekte olup 2000'li yıllarda birleşme faaliyetleri daha çok hız kazanmaya başlamıştır. Dünyada meydana gelen ekonomik krizler ise şirket birleşmelerini zorunlu kılmaktadır. Birleşen şirketler bu sayede piyasa koşullarına daha fazla uyum sağlamak ve güçlü bir rekabet ortamı oluşturmaktadır. Bu nedenle şirketler ayakta kalabilmek ve şirketlerinin devamlılığını sağlamak için büyüme stratejisi olarak birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştirmişlerdir. Büyüme stratejisi yolunda giden şirketler ilk olarak dış ülkelere ithalat ve ihracat gerçekleştirmekte daha sonrasında ise iş ortaklıkları ve şirket birleşmelerine yönelmektedir (Şahin, 2011: 1).

Birleşme ve satın alma faaliyetleri şirketlere rekabet avantajı oluşturmak, sinerji yaratmak, uluslararası sektörlere açılmak, şirket karlılığını arttırmak ve vergi avantajlarından yararlanmak gibi bir takım avantajlar sunarak şirketlerin büyümelerine etki etmektedir. Fakat şirket birleşmelerinin olumlu sonuçlanmalarının yanında olumsuz olarak sonuçlandıkları da görülmektedir (Öztürk ve Yeşilyurt, 2019: 2017).

Bu çalışmanın önemi şirketlerin birleşme ve satın alma duyurusunun yapılmadan önce yani birleşme dedikodularının çıktığı zamanlarda borsanın nasıl etkilendiğinin araştırılmasıdır. Günümüzde şirket birleşmelerinin fazla olması ve şirketler açısından birçok avantajının ortaya çıkması ile kolay bir şekilde şirketlerini büyütme amacı olan şirket yöneticileri aynı ya da farklı sektörlerden şirketler ile büyüme yoluna giderek birleşme faaliyetlerini yapmaktadır. Dolayısıyla birleşme ve satın alma işlemlerinin bu hızla artması konuya daha fazla araştırmaların getirilmesine neden olmuştur. Bu sebeple çalışmanın, şirketlerin birleşme faaliyetleri için etkin bir önemi bulunmaktadır.

Çalışmanın asıl amacı hedef şirket için birleşme ve satın alma anlaşmalarının kesin olmadan sadece dedikodusunun çıktığı süre zarfında borsanın durumunun

tespit edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda dedikodu tarihlerinden 6 ay öncesi ve 1 ay sonrası dönemlerindeki şirket getirileri ile borsa verileri arasındaki ilişki Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile analiz edilecektir.

4.2. Literatür Taraması

Pound ve Zeckhauser (1990) çalışmada Wall Street Journal'ın "Heard on the Street"te yayınlanan bir söylenti örneği ele alınarak, devralma söylentilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışma sonuçlarından piyasanın, söylenti tarihlerine verimli tepki verdiği görülmüştür. Devralma söylentisinin yayınlanmasından önceki ay, söylentili hedefler için önemli bir fiyat artışı gözlenmiştir.

Satoğlu (1994) şirketlerin birleşmeleri ve devir işlemlerini ele aldığı çalışmada, birleşme ve devir işlemlerinin hukuki yapısı, vergilendirilmesi ve bankalarda birleşmeleri ele alarak farklı ülkelerin uygulamaları üzerinden örneklerle açıklamıştır.

Akşehirlioğlu (1996) çalışmasında ABD, AB (Avrupa Birliği) ülkeleri ve OECD ülkelerinin ekonomik yapıları ve finansal hizmetler endüstrilerini esas alarak araştırma yapmıştır. Ekonomik ve finansal hizmetler yapılarının yanı sıra Türkiye ile ilgili araştırmalara da yer vermiştir.

Karadeniz (2005) küçük ve orta ölçekli şirketlerdeki birleşmeler üzerine yaptığı çalışmada şirket birleşmelerinin tanımı, motivasyonları, şirket performansı ve kontrolü üzerinde durmuştur. Çalışmanın sonunda şirket birleşme işlemi gerçekleştiren şirketlerin büyüklüğünün performansı önemli ölçüde etkilediği görülmüştür. Çalışma şirket birleşmelerinin, sınırlı finansal kaynaklara sahip küçük ve orta ölçekli şirketler için piyasaya giriş stratejisi olarak önemli görülmüştür.

Clarkson vd. (2006) çalışmada Hotcopper İnternet Tartışma Sitesi'ndeki (IDS) şirket devralma söylentisi ilanlarına piyasanın tepkisi incelenmiştir. Analiz sonuçlarından, söylenti tarihinden önceki gün ve söylenti gününde anormal getiri ve işlem hacimlerinin olduğu tespit edilmiştir. Söylenti günü içerisinde 10 dakikalık kayıt aralığı boyunca anormal getiriler ve işlem hacimleri ve hemen öncesindeki 10 dakikalık aralık sırasında anormal işlem hacmi gösterdiği bulunmuştur. Bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, IDS'de şirket devralma söylentilerinin yayınlanmasına piyasanın tepkisi tutarlı olarak tespit edilmiştir.

Gülmez (2006) İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)'de işlem gösteren şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetleri ile fiyatlarında meydana gelen değişimi Türkiye üzerinden incelemiştir. Çalışmada İMKB'deki şirketlerin 1990-2005 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri alınarak bu faaliyetlerden oluşan fiyat değişim verileri analizde kullanılmıştır. Çalışmaya göre bazı şirketlerin fiyatlarında normalüstü getiri tespit edilirken bazı şirketlerde bu getiriye ulaşamamıştır.

Çıtak ve K. Yıldız (2007) Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun izni ile aynı zamanda İMKB'de faaliyet gösteren 40 şirketin halka açık bilgileri doğrultusunda, satın alma sonrasında kümülatif anormal getiri ve elde tutma anormal getirileri incelenmiştir. Çalışma sonucunda şirketlerin işlem sonrası anormal getirilerinde istatistiksel olarak anlamlı bir sonuca ulaşılmamıştır. Aynı zamanda satın alan şirketlerin, satın alma işlemi sonrasında 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık kümülatif anormal getiri oranları ve elde tutma anormal getiri oranları ortalamaları bakımından herhangi bir farklılık oluşturmadığı ortaya çıkmıştır.

Şenel (2008) çalışmasında şirketlerin birleşme ve satın almalarında kurum kültürünün nasıl etkilendiğini araştırmayı amaçlamıştır. Bu amaç doğrultusunda kurum kültürünü oluşturan öğelerin nasıl etkilendiğinin analiz edilmesi için 75 şirket yöneticisinden oluşan örnek kütle belirlenmiştir. Kurum kültürünü 4 ana boyut olmak üzere toplam da 12 alt boyuttan öğeler oluşturmaktadır. Analizde 4 ana boyut olan "ilişki, tutarlılık, adapte olabilirlik ve misyon" ana boyutlarında birleşme ve satın almanın personeller üzerinde oluşturduğu etki incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, 4 ana boyutta da birleşme ve satın alma sonrasında personellerin olumsuz yönde etkilendikleri belirlenmiştir.

Spiegel vd. (2010) çalışmalarında Web sitesinde yayınlanan söylenti tarihlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın sonuçlarından elde edilen bulgulara göre piyasanın söylenti tarihlerine olumlu yanıt verdiği tespit edilmiştir. Olay günü ve olay gününden önceki 5 gün boyunca anormal hisse senedi getirisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

M. Çakır ve Gülcan (2012) çalışmada birleşme ve devralma duyurularının hisse getirileri üzerinden etkisi araştırılmıştır. İMKB'de faaliyette olup finans sektörü dışında faaliyetlerini sürdüren şirketlerin hisse senetleri analize dâhil edilmiştir.

Analiz sonucunda birleşme ve devralma duyurularının şirketlerin hisse senedi getirilerine etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Eyceyurt ve Serçemeli (2013) İMKB’de faaliyet gösteren şirketlerin 2008-2009 yıllarında gerçekleştirdikleri birleşmelerin, satın alan şirket bakımından hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Çalışmada bu etkinin tespiti için t testi uygulanmış ve her gün için endekse aşırı getirinin olup olmadığı belirlenmiştir. Uygulama sonucunda 180 günlük süreçte endekse aşırı getirinin olmadığı, 5 ile 30 gün gibi daha kısa dönemlerde ise aşırı getiri az da olsa gerçekleşmiştir.

Özkaraman (2013) şirket birleşmeleri ile oluşan performans ve sinerjiyi bankacılık sektöründe TEB-FORTİS birleşme örneği ile ele alınmıştır. Bankacılık sektöründe yapılan birleşmelerin, bankaların performansına etkilerini bularak birleşmeler teorik açıdan incelenmiştir. Birleşmelerin ülkemizde, ABD ve AB uygulamalarındaki örneklerinden bahsedilmiş, aynı zamanda pazar payı açısından birleşmelerin performans değerlendirmelerine bakılmıştır.

Laouiti vd. (2015) devralma söylentilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki kısa vadeli etkisi ölçülmüştür. Çalışmada 1997-2011 yılları arasındaki medyada (haber ajansları, Web siteleri, gazeteler vb.) çıkan 200 söylenti tarihlerini ele alınarak Fransız Borsası üzerinde analiz yapılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre söylentinin ortaya çıktığı tarih ve sonrasında hedef şirketlerin fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarında, söylentilerin yayılmasından 50 gün sonra, ortalama %4’lük bir getiri olduğu görülmüştür. Bu sonucu ise, güvenilirlik, söylenti özellikleri ve devralma teklifinin beklenen etkileri ile açıklamışlardır.

Doğan (2017) Türkiye’de şirket birleşme ve satın almalarını 11 banka açısından 2002-2016 yılları arasında incelenmiştir. Verilere ek olarak Türkiye Bankalar Birliği (TBB)’nden ulaşılan 66 finansal rasyo ele alınmıştır. Çalışmada faktör analizi ile finansal rasyolar içinden anlamlı olacak şekilde gruplara ayrılarak, göstergeleri en iyi açıklayan göstergeler seçilmiştir. Faktör analizi ile yapılan çalışmada çıkan veriler doğrultusunda anlamlı olan göstergeler ile probit model oluşturularak analize alınan bankaların performansları ölçülmüştür.

Erdil vd. (2018) çalışmada şirketlerin gerçekleştirmiş oldukları birleşme ve satın alma faaliyetlerinin ve şirketlerin inovasyon eğilimlerinin rekabet avantajı sağlama aracı olarak değerlendirilmesi yapılmıştır. Bu nedenle Türkiye’de uygulanan şirket

birleşme ve satın alma faaliyetlerinin genel olarak yapıları incelenmiş ve şirketlerin inovasyon performanslarının şirket performansı, rekabet gücü ve ihracat performansı üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur. Çalışmanın sonuçlarına göre inovasyon performanslarının şirket performansı, rekabet gücü ve ihracat performansı, birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren şirketler üzerinde olumlu bir etkiye sahip olmaktadır.

Gürdal (2018) Türkiye’de şirket birleşme ve satın almaları üzerine yaptığı çalışmada Bureau Van Dijk Şirketine ait 1996-2011 yılları arasındaki veriler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda şirket birleşme ve satın almalarda Türkiye’deki özelleştirmelerin önemli bir seviyede olduğu tespit edilmiştir.

Karcioğlu vd. (2019) birleşme ve satın alma faaliyetlerinin kısa dönemli olarak hisse fiyatlarına etkisini Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler üzerinden incelemiştir. Çalışma için birleşme ve satın alma faaliyetlerinin 2013-2016 yılları arasında yoğun olarak gerçekleştiği ilk 4 sektör belirlenmiştir. Belirlenen şirketlerin verileri t testi yöntemi ile analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarından birleşme ve satın alma işleminin aşırı getiri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Genç ve Kalkan (2020) çalışmada Türkiye’de gerçekleştirilen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin 1990-2017 yılları arasındaki sonuçları incelenmiştir. Birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası karşılaştırmaların yapıldığı çalışmada farklı sektörde şirketlerde referans olarak alınmıştır. Çalışma sonucu Türkiye’deki şirketlerin satın almalar sonucunda finansal performans üzerinde olumlu etkileri görülmüştür. Aynı zamanda satın alan şirketlerin satın almayan şirketlere göre büyüme açısından daha geride kaldığı sonucuna varılmıştır.

Altunbaş vd. (2021) çalışmada amaç, şirketlerin birleşme ve satın alma müzakerelerinin başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olan etkenlerin, şirket ve müzakere temelinde araştırılmasıdır. Çalışmada ABD menşeli ve Avrupa Birliği (AB)’nin en büyük ekonomisine sahip ilk 15 ülkesinin 2010-2017 yılları arasındaki müzakereleri incelenmiştir. Analiz sonuçlarında müzakere süresinin uzunluğunun müzakere sürecinin olumlu sonuçlanma ihtimalini azalttığı ve peşin ödeme yönteminin teklif edildiği müzakerenin hibrit ödeme yönteminin teklif edildiği müzakereye göre olumlu sonuçlanma ihtimalinin daha az olduğu belirlenmiştir.

Yang ve Chen (2021) çalışmada 2004-2014 yılları arasında Çin Borsası'nda gerçekleşen devralma söylentilerine karşı verilen tepkiler incelenmiştir. Çalışmada birleşme ve satın alma hedefleri için söylenti öncesi fiyat artışları tespit edilmiştir. Aynı zamanda 41 günlük (-20/+20) olay penceresinde birleşme ve satın almalarda söylenti hedefleri için önemli bir anormal getiri bulunmamıştır. Bununla birlikte, piyasanın gerçek söylentilere tepkileri, yanlış söylentilere verilen tepkilerden daha yüksek olduğu görülmüştür.

4.3. Veri Seti ve Araştırma Modeli

Bu çalışmada farklı sektörlerden şirketlerin yapmış oldukları birleşme ve satın alma işlemlerinin dedikodu tarihlerinde borsa getirilerinde herhangi bir farklılığın olup olmadığı hedef şirket açısından test edilecektir. Bu amaç doğrultusunda borsada faaliyet gösteren şirketler örneklem olarak seçilmiş ve farklı sektörlerden 20 adet şirket analiz için kullanılmıştır. Veri setimiz 2005-2017 tarihleri arasındaki şirketleri kapsamakta ve Bureau Van Dijk veri tabanında yer alan Zephyr sitesinden elde edilmiştir.

Çalışma Olay Analizi (Event Study) yöntemi ile analiz edilmiştir. Bu kapsamda araştırmada yer alan bütün şirketlerin Olay Analizi yöntemi ile borsa getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Analize dâhil edilen 20 şirketin birleşme ve satın alma dedikodularının çıktığı tarihlerde borsa getirilerine nasıl etki ettikleri ve şirketlerin olay günlerinden sonra olumlu ya da olumsuz olarak mı etkilendikleri ortaya konulmuştur.

Çalışmada 2005-2017 yılları arasındaki şirketlerin dedikodu tarihlerinde getirileri üzerindeki etkilerinin araştırılması iki aşamada incelenmiştir. İlk olarak analizde yer alan şirketlerin kümülatif anormal getirilerinin kendi olay tarihlerine verdikleri tepkiler Olay Analizi (Event Study) yöntemi ile analiz edilmiştir. İkinci aşama olarak ise, her şirketin söz konusu olay tarihlerinden önce ve sonra bulunan kümülatif anormal getirilerin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) ile analiz edilmiştir. Olay analizi sırasında önce her şirket için ayrı analiz sonuçları alınmış ve sonrasında 20 adet şirketin toplu analiz sonuçları incelenmiştir.

Çalışma için analizde kullanılan veriler hedef şirket baz alınarak incelenmiş ve tabloda yer alan hedef şirketlerin olay günlerinin verileri Olay Analizi yöntemi ile

analiz edilmiştir. Analize konu olan şirketler alıcı şirket ve hedef şirket olarak aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Tabloda birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren 20 adet şirketin alıcı şirketleri ve dedikodu tarihleri yer almaktadır.

Tablo 4: Çalışmada Yer Alan Şirketler

Adet	Alıcı Şirket	Hedef Şirket	Şirket Kodları	Dedikodu Tarihi
1	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN1	21.02.2017
2	Finansbank AŞ.	Finans Finansal Kiralama AŞ.	FFNS	03.02.2016
3	Gedik Yatırım Holding AŞ.	Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı AŞ.	HBG	16.03.2016
4	Qatar National Bank SAQ.	Finansbank AŞ.	FNS1	01.10.2015
5	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN2	04.02.2015
6	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı AŞ.	Makine Takım Endüstrisi AŞ.	MKN	19.09.2014
7	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN3	19.11.2014
8	Nortel Networks Netaş Telekomünikasyon AŞ.	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri AŞ.	KRN	08.11.2013
9	Dağı Yatırım Holding AŞ.	Dağı Giyim San. ve Tic. AŞ.	DGG	24.09.2012
10	Aeroports De Paris SA.	Tav Havalimanları Holding AŞ.	TVH	17.01.2012
11	Çimsa Çimento San. ve Tic.AŞ.	Afyon Çimento Sanayi TAŞ.	AFYN	10.05.2011
12	Goldman Sachs Group Inc.	Aksa Enerji Üretim AŞ.	AKSE	25.07.2011
13	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN4	21.10.2010
14	Metalfrio Solutions SA.	Klimasan Klima San. ve Tic. AŞ.	KLM	23.01.2009
15	CEZ AŞ.	Ak Enerji Elektrik Üretim AŞ.	AKE	08.10.2008
16	National Bank of Greece SA.	Finansbank AŞ.	FNS2	20.08.2008
17	Citigroup Inc.	Akbank TAŞ.	AKB1	07.03.2006
18	Akbank TAŞ.	Akbank TAŞ.	AKB2	03.05.2005
19	Koç Holding AŞ.	Ray Sigorta AŞ.	RYSG	20.04.2005
20	Doğan Şirketler Grubu Holding AŞ.	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafineri	TPRŞ	02.03.2005

Araştırma için kullanılan Olay Analizi (Event Study) yöntemi ve Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) yöntemi aşağıda ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır.

→ Olay Analizi (Event Study) Yöntemi

Olay analizi yöntemi, bir olayın belirli bir dönem ya da birkaç dönem için belirli bir olaya odaklanarak, söz konusu olay karşısında piyasanın vermiş olduğu anormal tepkiyi ölçmek için kullanılan bir yöntemdir. Aynı zamanda olayın dönemler üzerindeki etkisi hakkında tahmin ve sonuç çıkarmaya izin veren analiz yöntemidir. Olay analizi, muhasebe ve finansman gibi konularda şirket birleşmeleri, yeni pay ihraçları, mali tablo ilanları, farklı siyasi ve ekonomik olayların ortaya çıkması ya da

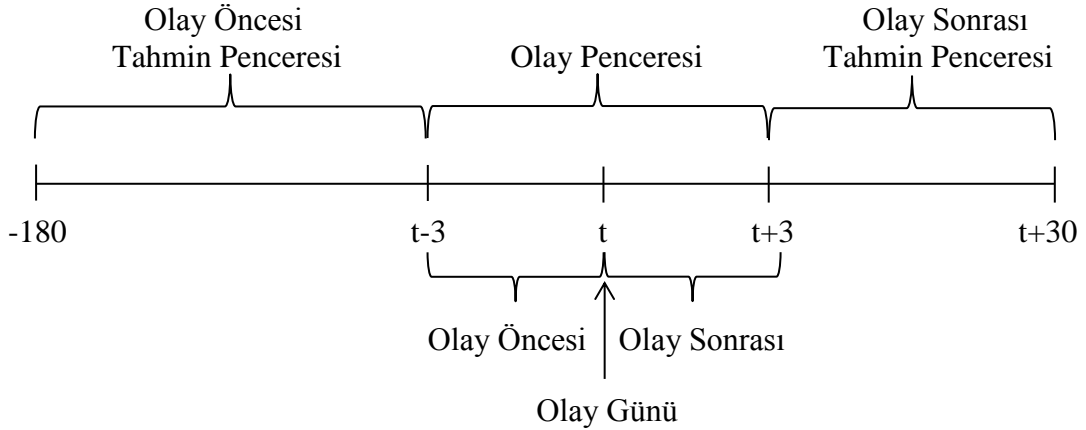
endekse alınmaların şirketlerin, borsa endekslerinin ya da fonların bu gibi olaylara verdikleri tepkilerin araştırılmasında kullanılmaktadır (Mazgit, 2013: 230).

Olay analizi, bir olayın piyasa verilerinin yayınlanan haberlere pay fiyatlarının ne kadar hızda tepki verdiğini ölçmektedir. Veriler yayınlanan haberlere yavaş mı, hızlı mı tepki vermektedir? Olay günlerinin ilan edilmesi tarihinden sonraki değişim anormal olarak düşük mü yoksa yüksek mi? Bu gibi soruların cevapları olay analizi ile incelenmektedir. Dolayısıyla bu yöntem, çeşitli olayların ekonomik etkilerinin değerlendirilmesinde kullanılan yöntemdir (Balat, 2019: 56).

Olay analizi yöntemi için tek bir model olmamakla birlikte, finansal olayların çoğunda olayın tanımlanması, olay penceresi, olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve modelin kurulup test edilmesi yoluyla bulguların değerlendirilmesi şeklinde dört adımda uygulanmaktadır (Aydoğan, 2021: 146). Dolayısıyla Olay Analizi (Event Study) nin tamamlanabilmesi için tüm bunların doğru bir şekilde tanımlanması gerekmektedir.

Olay analizi için belirlenen zaman dilimleri ise aşağıdaki gibi gruplandırılmaktadır.

Şekil 2: Olay Penceresi ve Tahmin Penceresi



Olay analizi için belirlenen olay günü, ilgili olayın meydana geldiği tarihi belirtmektedir. Olay penceresi, olayın meydana geldiği tarihten önceki ve sonraki zaman dilimini belirtmektedir. Tahmin penceresi ise, olay öncesi günlerde gerçekleşmiş olan getirilerin ortalamasının alındığı zaman dilimini belirtmektedir (Çiftçi, 2019: 24).

Analizde olay penceresi, -3 gün olay öncesi ve +3 gün olay sonrası ve olay günü olmak üzere 7 gün olarak ve tahmin penceresi ise olayın etkisinin olmadığı düşünülen

olay öncesi (-180, -4) 177 gün olarak belirlenmiştir. Çalışmada 7 günlük olay penceresi ile 180 günlük tahmin penceresinde yani toplamda 187 günlük dönemde çakışan olaylar analize dâhil edilmemiştir.

Olay Analizi (Event Study) yöntemi genel olarak 6 adımdan oluşmaktadır. Bu adımlar aşağıdaki gibidir (Cowan ve Sergeant, 1996: 1734; Campbell vd., 1997: 158-163; MacKinlay, 1997: 18-21; Binder, 1998: 112-113; Aksu ve Aytekin, 2015: 211; Yavuz vd., 2015: 78-79; Schweitzer, 1989: 25-26).

1. Adım: Çalışmada bulunan her bir birey, birim ya da şirketin (i), olay penceresi dâhilinde her bir günü (t) için fiili getiri oranları bulunmaktadır. Fiili getiri oranı formül 1’de gösterilmektedir.

$$R_{it} = \left(\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \right) \quad (1)$$

Formül 1’de R_{it} i’nin t gündeki fiili getirisini, P_{it} i’nin t gündeki fiyatını ve P_{it-1} i’nin t-1 gündeki fiyatını belirtmektedir.

2. Adım: Anormal getirinin hesaplanması için ihtiyaç duyulan diğer bir değişken pazar getiri oranıdır. Analizde pazar getirisi olarak BİST 100 Endeksi’nin getiri oranı ele alınmıştır. Pazar getiri oranı formül 2’de gösterilmektedir.

$$R_{mt} = \left(\frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \right) \quad (2)$$

Formül 2’de R_{mt} BİST 100 Endeksi’nin t gündeki fiili getirisini, P_{mt} BİST 100 Endeksi’nin t gündeki fiyatını ve P_{mt-1} BİST 100 Endeksi’nin t-1 gündeki fiyatını belirtmektedir.

3. Adım: Analizde yer alan her bir şirketin, olay penceresi dâhilindeki regresyon analizi kullanılarak denklem parametreleri tahmin edilmiştir. Regresyon formülü 3’te gösterilmektedir.

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Formül 3’te β regresyon parametresini ve ε_{it} t gündeki hata terimini belirtmektedir.

4. Adım: Regresyon parametreleri tahmin edildikten sonra borsa getirileri \widehat{R}_{it} , tahmin edilen parametreler $(\widehat{\alpha}, \widehat{\beta})$ kullanılarak ve piyasa getiri $(R_{it} = \widehat{\alpha} + \widehat{\beta} R_{mt})$

denkleminde ikame edilerek tahmin edilir. Anormal getiriler, tahmini normal getiri ile fiili getiri arasındaki farktır. AR formül 4'te gösterilmektedir.

$$AR_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{it} \quad (4)$$

Formül 4'te \widehat{R}_{it} t gündeki tahmini getiriyi gösterir.

5. Adım: Olay penceresi dâhilinde her bir gün için ortalama anormal getiri (Average Abnormal Return-AAR) hesaplanmaktadır. AAR formül 5'te gösterilmektedir.

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N (1/N) AR_{it} \quad (5)$$

Formül 5'te AAR_t t gündeki ortalama anormal getiri (Average Abnormal Return-AAR) yi belirtmektedir. Çalışmada ele alınan 20 şirketin ortalamasını gösteren AAR değerleri istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar gösteriyor ise birleşme ve satın almalarda dedikoduların endeks getirisi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılabilir. AAR değerleri pozitif ise çıkan dedikoduların endekslerde de pozitif getiri oluşturduğu ifade edilir AAR değerleri negatif ise çıkan dedikoduların endekslerde negatif getiri meydana getirdiği ifade edilmektedir. Bu durumda, AR ya da AAR değerlerinin, %5 istatistik düzeyinde pozitif ya da negatif olarak anlamlı bir farklılığa sahip olmaması şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikoduların endeks getirilerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı sonucuna varılmaktadır.

6. Adım: Olay penceresi dahilindeki her bir gün için kümülatif anormal getiri (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) hesaplanmaktadır. CAAR formül 6'da gösterilmektedir.

$$CAAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_t \quad (6)$$

Formül 6'da $CAAR_t$ t gündeki kümülatif anormal getiri (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) yi belirtmektedir.

Olay analizi yönteminde uygulanan yukarıdaki adımlar sonucunda çıkan CAAR değerlerinin 0'dan farklı olarak gerçekleşmesi, ele alınan olayın, getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki gösterdiği anlamına gelmektedir. Bu etkinin anlamlılığını ölçmek için ise t-testi analiz edilmektedir. Etkin Piyasalar Hipotezine göre, yarı güçlü formda etkin bir piyasada anormal getiri elde edilmesi mümkün değildir. Bu durumda hesaplanan CAAR değerlerinin 0'dan farklı çıkmaları

durumunda piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı sonucuna varılmaktadır. CAAR değerlerinin 0'a eşit veya 0'a yakın olması ise, analize konu olan olayın dedikodusunun şirketlerin getirileri üzerinde etkili olmadığı ve anormal getiriye neden olmadığı sonucuna varılabilir. Yani piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu savunulmaktadır (Kaderli, 2007: 148).

Bu adımlar doğrultusunda analiz kapsamında yapılan Olay Analizi yönteminin hipotezleri aşağıdaki gibi kurulmuştur.

H_0 : Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi yoktur.

H_1 : Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi vardır.

Çalışma için oluşturulan H_0 hipotezi, $H_0:CAAR=0$ ve H_1 hipotezi ise, $H_1:CAAR\neq 0$ şeklinde gösterilebilir. H_0 hipotezinin kabul edilmesi, olayın dedikodusunun şirketlerin getirileri üzerinde etkili olmadığı, anormal getiri elde edilmesini mümkün kılmadığı ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu anlamına gelmektedir. H_1 hipotezinin kabul edilmesi ise, olayın dedikodusunun şirketlerin getirileri üzerinde etkili olduğu, anormal bir getiri elde edilmesini mümkün kıldığı ve piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı anlamına gelmektedir.

→ Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test)

İki farklı grup ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı parametrik ve parametrik olmayan hipotez testleri ile analiz edilmektedir. Parametrik hipotez testleri, ortalamaları karşılaştırılan veri grupları ile bu veri gruplarının örneklem dağılımları, veri sayısı, veri ölçeği ve varyansların homojenliği gibi konularda farklı varsayımların sağlanmasını öngörürken, parametrik olmayan hipotez testlerinde bu gibi varsayımların sağlanması şartı öngörülmemektedir (Seçer, 2015: 44-45).

Olay Analizi (Event Study) yöntemiyle hedef şirket getirilerine ilişkin hesaplanan olay öncesi ve sonrası $CAAR_t$ değerleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı Bağımlı Örneklem t-Test ile test edilmiştir. Bağımlı Örneklem t-Testi ile ulaşılan olay öncesi ve sonrası ortalamaları arasındaki farklılığın anlamlı olup olmadığı analiz edilmektedir. Çalışmada Olay Analizi yöntemi ile ulaşılan $CAAR_t$

değerlerinden oluşan veri gruplarının normal dağılım varsayımına sahip olup olmadığı test edilmiştir (Ercan, 2021: 8).

Bağımlı Örneklem t-Test'te t istatistik değeri aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Field, 2009: 327).

$$t = \frac{\bar{D} - \mu_D}{S_D / \sqrt{N}}$$

Formülde, \bar{D} bağımlı örneklem farklarının ortalamasını, μ_D bağımlı örneklemler arasındaki farkların beklenen ortalamasını, S_D / \sqrt{N} farkların standart hatalarını göstermektedir.

Çalışma kapsamında Bağımlı Örneklem t-Testi ile analiz edilen hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H_1 : Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

4.4. Bulgular

Çalışmada ele alınan 20 şirketin birleşme ve satın alma faaliyetleri için toplanan verileri ile şirketlerin günlük getirileri, BİST 100 Endeksi getirileri, Anormal Getiri (Abnormal Return-AR), Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return-AAR) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) değerleri hesaplanmaktadır.

Şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri öncesi ve sonrası için hesaplanan AR, AAR ve CAAR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadıkları STATA Programı ile Bağımlı Örneklem t-Testi de hesaplanmak suretiyle test edilmiştir. Çalışmada şirketlerin ilk olarak (-2/+2) günlük için CAAR ve t istatistik değerleri analiz edilmiştir. (-2/+2) olay penceresi ve (-3/+3) olay penceresi CAAR ve t-testi analiz sonuçları aşağıdaki Tablo 5 ve Tablo 6'da gösterilmektedir.

Tablo 5: Olay Tarihinden 2 Gün Öncesi ve 2 Gün Sonrası Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerlerine İlişkin t-Testi Analiz Sonuçları

	GRN1	FFNS	HBG	FNS1	GRN2	MKN	GRN3	KRN	DGG	AFYN	AKSE	GRN4	KLM	AKE	FNS2	AKB1	AKB2	RYSG	TPRŞ	TVH	Panel
-2	0.004 (0.299)	-0.009 (-0.089)	0.007 (0.221)	0.174** (2.196)	-0.014 (-0.751)	-0.001 (-0.046)	-0.002 (-0.130)	-0.000 (-0.017)	0.002 (0.033)	0.036 (0.646)	0.000 (0.019)	0.028 (1.118)	0.017 (0.284)	-0.002 (-0.057)	-0.008 (-0.088)	0.002 (0.066)	0.014 (0.429)	-0.055 (-0.778)	0.010 (0.239)	-0.004 (-0.102)	1.007 (1.052)
-1	-0.002 (-0.146)	-0.003 (-0.029)	-0.025 (-0.727)	0.129 (1.626)	-0.014 (-0.775)	0.001 (0.048)	-0.004 (-0.279)	0.035 (0.842)	0.002 (0.043)	0.001 (0.030)	-0.034 (-1.289)	0.009 (0.370)	0.025 (0.417)	0.001 (0.035)	-0.043 (-0.443)	-0.000 (-0.023)	0.044 (1.274)	-0.033 (-0.473)	0.009 (0.226)	-0.030 (-0.770)	0.345 (-1.299)
0	0.001 (0.107)	-0.001 (-0.013)	-0.018 (-0.529)	0.203** (2.566)	-0.044** (-2.398)	-0.023 (-0.585)	-0.003 (-0.198)	0.270*** (6.469)	-0.006 (-0.100)	-0.098* (-1.727)	0.037 (1.378)	0.024 (0.949)	0.024 (0.387)	0.102** (2.243)	-0.049 (-0.506)	0.028 (0.909)	0.026 (0.768)	-0.064 (-0.905)	0.037 (0.893)	-0.018 (-0.466)	2.139 (1.199)
1	-0.016 (-1.060)	-0.018 (-0.182)	-0.036 (-1.057)	0.377*** (4.745)	0.019 (-1.065)	0.064 (1.600)	-0.021 (-1.286)	0.247*** (5.918)	-0.012 (-0.194)	-0.119** (-2.104)	0.000 (0.009)	0.037 (1.454)	0.017 (0.288)	0.065 (1.427)	-0.050 (-0.509)	0.032 (1.040)	0.053 (1.551)	-0.081 (-1.144)	0.041 (0.982)	-0.021 (-0.558)	2.693 (0.514)
2	-0.022 (-1.412)	-0.027 (-0.271)	0.005 (0.155)	0.529*** (6.668)	-0.027 (-1.488)	0.077* (1.909)	-0.022 (-1.357)	0.158*** (3.798)	-0.014 (-0.222)	-0.133** (-2.349)	-0.021 (-0.779)	0.032 (1.276)	0.017 (0.279)	-0.072 (-1.598)	-0.060 (-0.619)	-0.002 (-0.063)	0.062* (1.811)	-0.097 (-1.366)	0.037 (0.891)	-0.036 (-0.933)	1.913 (-0.656)

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler ise t-istatistik değerlerini göstermektedir.

Tablo 5 ve Tablo 6’da şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikoduların borsa üzerindeki etkisinin kümülatif ortalama anormal getirileri ile t testi sonuçları gösterilmektedir. Tablo 5’e göre birleşme ve satın alma dedikodularında en düşük CAAR değeri Afyon Çimento Sanayinde (AFYN) olay gününden sonra gerçekleşirken, en yüksek CAAR değeri ise, Finansbank (FNS1) olay gününden sonra gerçekleşmiştir. Çalışmada yer alan 20 şirketten 19 şirketin kümülatif ortalama anormal getirilerinin (CAAR), olay gününden 2 gün önce ve 2 gün sonraki zaman dilimi içerisinde sıfırdan farklılık gösterdiği görülmektedir. AKSA Enerji Üretiminin (AKSE) ise hem olay günü öncesinde hem de sonrasında kümülatif ortalama anormal getirisi sıfır olarak hesaplanmıştır.

Çalışmada Tablo 5’te CAAR değerlerine ilişkin t testi istatistikleri incelendiğinde (-2/+2) olay günleri için Finansbank (FNS1), Garanti Bankası (GRN2), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Afyon Çimento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE) ve Akbank (AKB2) şirketleri için hesaplanan CAAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla bu olay günlerinde H_0 hipotezi reddedilerek, “şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi vardır” sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda bu şirketler için piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı söylenebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar şirketlerin birleşme işlemlerinden önce açıklanan dedikodu tarihleri için Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE) ve Akbank (AKB2) şirketlerinde pozitif yönde etki ederken, Garanti Bankası (GRN2) ve Afyon Çimento Sanayi (AFYN) şirketlerinde negatif yönde etki ettiği görülmektedir.

Tablo 5’te (-2/+2) için CAAR değerlerine ilişkin t testi istatistik sonuçlarından, Garanti Bankası (GRN1), Finans Finansal Kiralama (FFNS), HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (HBG), Garanti Bankası (GRN3), DAGİ Giyim Sanayi (DGG), Aksa Enerji Üretim (AKSE), Garanti Bankası (GRN4), Klimasan Klima Sanayi (KLM), Finansbank (FNS2), Akbank (AKB1), Ray Sigorta (RYSG), Tüpraş Türkiye Petrol Rafineri (TPRŞ) ve TAV Havalimanları Holding (TVH) şirketleri için hesaplanan CAAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla bu olay günlerinde H_0 hipotezi kabul edilerek, “şirket birleşme ve satın

alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi yoktur” sonucuna varılmıştır.



Tablo 6: Olay Tarihinden 3 Gün Öncesi ve 3 Gün Sonrası Kümülatif Ortalama Anormal Getiri Değerlerine İlişkin t-Testi Analiz Sonuçları

	GRN1	FFNS	HBG	FNS1	GRN2	MKN	GRN3	KRN	DGG	AFYN	AKSE	GRN4	KLM	AKE	FNS2	AKB1	AKB2	RYSG	TPRŞ	TVH	Panel
-3	0.010 (0.553)	-0.018 (-0.153)	-0.033 (-0.829)	0.030 (0.328)	0.017 (0.798)	0.004 (0.103)	0.009 (0.476)	-0.006 (-0.134)	0.025 (0.326)	0.030 (0.446)	-0.013 (-0.421)	-0.000 (-0.024)	0.000 (0.002)	-0.014 (-0.273)	-0.004 (-0.042)	0.004 (0.123)	0.013 (0.324)	-0.038 (-0.451)	-0.036 (-0.754)	0.001 (0.028)	-0.098 (-0.214)
-2	0.015 (0.812)	-0.027 (-0.230)	-0.026 (-0.647)	0.205** (2.182)	0.003 (0.162)	0.003 (0.064)	0.007 (0.368)	-0.007 (-0.149)	0.027 (0.358)	0.067 (0.997)	-0.013 (-0.408)	0.028 (0.916)	0.017 (0.241)	-0.018 (-0.339)	-0.013 (-0.117)	0.006 (0.181)	0.028 (0.689)	-0.094 (-1.123)	-0.027 (-0.561)	-0.002 (-0.057)	0.897 (1.037)
-1	0.008 (0.437)	-0.021 (-0.179)	-0.059 (-1.467)	0.160* (1.703)	0.003 (0.143)	0.006 (0.145)	0.004 (0.246)	0.028 (0.573)	0.028 (0.366)	0.032 (0.480)	-0.048 (-1.519)	0.008 (0.286)	0.026 (0.353)	-0.014 (-0.262)	-0.048 (-0.416)	0.004 (0.107)	0.057 (1.399)	-0.072 (-0.855)	-0.027 (-0.563)	-0.028 (-0.619)	0.242 (-1.284)
0	0.012 (0.656)	-0.020 (-0.168)	-0.052 (-1.305)	0.235** (2.498)	-0.027 (-1.243)	-0.018 (-0.388)	0.006 (0.319)	0.263*** (5.309)	0.019 (0.249)	-0.067 (-1.004)	0.023 (0.735)	0.023 (0.773)	0.024 (0.328)	0.086 (1.594)	-0.054 (-0.469)	0.033 (0.897)	0.040 (0.975)	-0.103 (-1.224)	0.000 (0.013)	-0.016 (-0.362)	2.037 (1.201)
1	-0.006 (-0.330)	-0.037 (-0.313)	-0.071 (-1.769)	0.408*** (4.341)	-0.002 (-0.095)	0.069 (1.453)	-0.011 (-0.597)	0.240*** (4.844)	0.013 (0.170)	-0.088 (-1.319)	-0.013 (-0.425)	0.036 (1.199)	0.018 (0.244)	0.048 (0.903)	-0.055 (-0.472)	0.037 (1.010)	0.067 (1.635)	-0.120 (-1.426)	0.003 (0.077)	-0.020 (-0.440)	2.589 (0.510)
2	-0.011 (-0.624)	-0.046 (-0.389)	-0.029 (-0.737)	0.560*** (5.958)	-0.009 (-0.453)	0.082* (1.714)	-0.012 (-0.653)	0.151*** (3.057)	0.011 (0.152)	-0.102 (-1.523)	-0.034 (-1.096)	0.032 (1.049)	0.017 (0.237)	-0.089* (-1.663)	-0.066 (-0.565)	0.003 (0.081)	0.076* (1.853)	-0.135 (-1.613)	-0.000 (-0.007)	-0.035 (-0.755)	1.801 (-0.662)
3	-0.012 (-0.683)	-0.029 (-0.251)	-0.056 (-1.405)	0.678*** (7.204)	-0.002 (-0.105)	0.106** (2.214)	-0.012 (-0.621)	0.113** (2.293)	0.038 (0.504)	-0.130* (-1.934)	-0.047 (-1.506)	0.025 (0.821)	0.049 (0.672)	-0.091* (-1.700)	-0.057 (-0.494)	0.015 (0.419)	0.056 (1.360)	-0.149* (-1.771)	0.057 (1.181)	-0.020 (-0.441)	2.650 (1.101)

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler ise t-istatistik değerlerini göstermektedir.

Tablo 6 incelendiğinde ise, birleşme ve satın alma dedikodularında en düşük CAAR değeri Ray Sigorta Şirketinde (RYSG) olay gününden sonra gerçekleşirken, en yüksek CAAR değeri ise, Finansbank (FNS1) olay gününden sonra gerçekleşmiştir. Çalışmada yer alan 20 şirketten 18 şirketin kümülatif ortalama anormal getirilerinin (CAAR), olay gününden 3 gün önce ve 3 gün sonraki zaman dilimi içerisinde sıfırdan farklılık gösterdiği görülmektedir. Diğer 2 şirketten Klimasan Klima Sanayisinin (KLM) olay gününden önce kümülatif ortalama anormal getirisi sıfır hesaplanırken, Tüpraş Türkiye Petrol Rafineri (TPRŞ) şirketinin ise olay gününde kümülatif ortalama anormal getirisi sıfır olarak hesaplanmıştır.

Çalışmada ele alınan şirketlerin (-3/+3) olay aralıkları için hesaplanan CAAR değerlerine ilişkin t testi istatistikleri verilmiştir. Tablo 6'ya göre, (-3/+3) olay günleri için Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Afyon Çimento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE), Akbank (AKB2) ve Ray Sigorta (RYSG) şirketleri için hesaplanan CAAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla bu olay günlerinde H_0 hipotezi reddedilerek, “şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi vardır” sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda bu şirketler için piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı söylenebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar şirketlerin birleşme işlemlerinden önce açıklanan dedikodu tarihleri için Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN) ve Akbank (AKB2) şirketlerinde pozitif yönde etki ederken, Afyon Çimento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE) ve Ray Sigorta (RYSG) şirketlerinde negatif yönde etki ettiği görülmektedir.

Tablo 6'da (-3/+3) için CAAR değerlerine ilişkin t testi istatistik sonuçlarından, Garanti Bankası (GRN1), Finans Finansal Kiralama (FFNS), HUB Girişim Sermayesi (HBG), Garanti Bankası (GRN2), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Garanti Bankası (GRN3), DAGİ Giyim Sanayi (DGG), Aksa Enerji Üretim (AKSE), Garanti Bankası (GRN4), Klimasan Klima Sanayi (KLM), Finansbank (FNS2), Akbank (AKB1), Tüpraş Türkiye Petrol Rafineri (TPRŞ) ve TAV Havalimanları Holding (TVH) şirketleri için hesaplanan CAAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla bu olay günlerinde H_0 hipotezi kabul edilerek, “şirket birleşme

ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi yoktur” sonucuna varılmıştır.

Tablo 5 ve 6 genel olarak incelendiğinde, Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Afyon Çimento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE) ve Akbank (AKB2) şirketlerinin hem (-2/+2) olay penceresi hem de (-3/+3) olay penceresi için hesaplanan CAAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Dolayısıyla her iki olay penceresi için H_0 hipotezi reddedilerek, “şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi vardır” sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda bu şirketler için piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı söylenebilmektedir. Garanti Bankası (GRN2) için hesaplanan CAAR değerlerine ilişkin t istatistik değeri ise sadece (-2/+2) olay penceresi için anlamlı iken (-3/+3) olay penceresi için anlamsızdır. Bu nedenle Garanti Bankası (GRN2) için (-2/+2) olay penceresinde H_0 hipotezi reddedilmiştir. Diğer bir şirket Ray Sigorta (RYSG) şirketi için de sadece (-3/+3) olay penceresi için anlamlı sonuç çıkmıştır. Bu da (-3/+3) olay penceresi için H_0 hipotezini reddetmektedir. Yani bu iki şirket için “şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerine etkisi vardır” sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 7 ve 8’de olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) ile analiz edilmiştir. Bu nedenle (-2/+2) olay penceresi ile (-3/+3) olay penceresi olarak iki farklı gruba ayrılmıştır.

Tablo 7: Bağımlı Örneklem t-Testi Sonuçları (-2/+2)

	N	Ortalama	Std. S.	Fark	t-istatistik	p-istatistik
Olay Öncesi $CAAR_t$	2	0.6761	0.3308	1.6275*	3.1823	0.0862
Olay Sonrası $CAAR_t$	2	2.3037	0.3899			

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir.

Bağımlı Örneklem t-Testi sonuçlarında, olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olup olmadığı p değerine bakılarak, CAAR değerleri üzerinde olayın nasıl bir etki yarattığı ise grupların ortalamaları incelenerek gözlemlenmektedir (Korkmaz, Yaman ve Metin, 2017: 182). Tablo 7’de bağımlı örneklem t-testi sonuçlarına göre, p değeri $0.086 > 0.05$ olarak gerçekleşmiştir.

Buna göre olay öncesi ve olay sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla, şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkinin olmadığını ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Tablo 7’de olay sonrası CAAR değerlerinden olay öncesi CAAR değerlerinin farkı alınarak fark değeri hesaplanmıştır. Bu sonuca göre, şirketlerin fark değeri 1.627 olarak hesaplanmış olup istatistiki olarak %5 seviyesinde anlamsızdır sonucuna ulaşılmaktadır. Grupların ortalama değerlerine bakıldığında ise, artış olduğu gözlenmiştir. Bu durumda, şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikoduların şirketlerin CAAR değerlerinde istatistiksel olarak anlamsız bir artışa neden olduğu söylenebilmektedir.

Tablo 8: Bağımlı Örneklem t-Testi Sonuçları (-3/+3)

	N	Ortalama	Std. S.	Fark	t-istatistik	p-istatistik
Olay Öncesi CAAR _t	3	0.3473	0.2921	1.9998***	4.9989	0.0075
Olay Sonrası CAAR _t	3	2.3471	0.2733			

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 8 incelendiğinde ise bağımlı örneklem t-testi sonuçlarına göre, p değeri $0.007 < 0.01$ olarak gerçekleşmiştir. Buna göre olay öncesi ve olay sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkinin olduğunu ifade eden H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Tablo 8’de fark değerine bakıldığında bu değer 1.999 düzeyinde istatistiksel olarak %5 seviyesinde anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Grupların ortalama değerlerine bakıldığında ise, artış olduğu gözlenmiştir. Bu durumda, şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikoduların şirketlerin CAAR değerlerinde istatistiksel olarak anlamlı bir artışa neden olduğu söylenebilmektedir.

SONUÇ

Teknolojik gelişmelerle birlikte son dönemlerde şirket birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hem sayı hem de değer olarak artış gösterdiği görülmektedir. Şirketleri birleşme ve satın almalara yönelten birçok farklı neden bulunmaktadır. Bu nedenlerden bazıları, şirket etkinliklerinin artacağı, sinerjinin elde edilmesi, rekabet avantajının sağlanması ve şirket değerlerini arttıracakları beklentisi sayılabilmektedir. Dolayısıyla, şirket dışı büyüme stratejisi ile işletmeler büyüme faaliyetlerini yalnızca kendi kaynakları ile sınırlandırmanın yanı sıra uluslararası piyasalara açılma ve küresel faaliyetlerde bulunma gibi rekabet avantajına da sahip olabilmektedirler. Birleşme ve satın alma işlemlerinde tamamlanan ve kamuoyuna duyurulmakla birlikte tamamlanmayan şirket birleşmelerinde olumlu ve olumsuz etkilenen taraflar söz konusu olabilmektedir. Şirket birleşmelerinde etkilenen taraflar olarak, hissedar ve çalışanlar, danışmanlık şirketleri ve sosyal çevre gösterilebilir. Şirket birleşme ve satın almalarda bu etkiler kısa ve uzun vadede olmak üzere görülebilir. Kısa vadede, piyasaların işleme verdiği tepki, uzun vadede ise birleşen şirketlerin başarılı bir şekilde entegrasyonu bu etkilerin en önemlileridir.

Bu çalışmada şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleşeceğine dair duyuru tarihlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinde şirket getirilerinde meydana gelen değişimlerin borsa üzerinde etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Bu doğrultuda 2005-2017 yılları arasında birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunan 20 şirketin verileri ele alınarak hedef şirket getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analiz için Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ve Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) uygulanmıştır.

Analizler sonucunda birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodulara şirketlerin farklı tepkiler verdikleri tespit edilmiştir. Birleşmelerde hedef şirketler açısından 5 günlük bazda hem pozitif hem de negatif kümülatif ortalama anormal getiriler tespit edilmiştir. Bu doğrultuda, analize dâhil edilen şirketlerden; Finansbank (FNS1), Garanti Bankası (GRN2), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Afyon Çimento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE) ve Akbank (AKB2) şirketlerinin CAAR değerleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Dedikodu tarihlerinin hedef şirket getirileri üzerinde etkisi bulunmuştur. Birleşme ve satın almaların değerleri 7 günlük bazda incelendiğinde ise, Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron

Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Afyon Çimento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE), Akbank (AKB2) ve Ray Sigorta (RYSG) şirketlerinin CAAR değerleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kısaca (-2/+2) olay penceresinde ve (-3/+3) olay penceresinde 7 adet şirketin borsaya etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Bağımlı Örneklem t-Testi sonuçlarına baktığımızda (-2/+2) olay penceresi için şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmamıştır. Fakat (-3/+3) olay penceresi için bakıldığında dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir fark oluşturduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın sonuçları literatürde bulunan Pound ve Zeckhauser (1990), Clarkson vd. (2006), Spiegel vd. (2010), Laouiti vd. (2016) ve Yang ve Chen (2021) makaleleriyle aynı doğrultudadır. Makalelerden elde edilen sonuçlar devralma işlemlerinden önce çıkan söylenti tarihlerinin şirketlerin hisse senedi fiyatlarında önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Analiz sonuçları şirketler açısından değerlendirildiğinde, birleşme ve satın alma faaliyetlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin bazı şirketlerin borsaya etkisi üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Dedikodu tarihlerinin çıkması ile hedef şirketler açısından şirketlerin getirilerinde belirgin olmayan negatif ve pozitif değişimler izlenmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde, şirketlerin getirilerinde meydana gelen değişimlerin uzun vadede borsaya etkisinin daha fazla olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle, şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetlerini gerçekleştirmeden önce öne atılan dedikodu tarihlerini dikkate almaları hem şirketlerinin konumları açısından hem de uzun vadede elde edebilecekleri getiriler açısından önemli olacaktır. Şirket yöneticilerinin birleşme kararlarını alırken bu tarihleri göz önünde bulundurarak birleşme ve satın alma işlemini gerçekleştirmesi sonucunda pozitif yönde etkilerinin olacağı düşünülmektedir. Çalışma kapsamında veri seti olarak birleşme ve satın alma faaliyeti gösteren şirketlerin dedikodu tarihleri ile satın alma ve birleşmenin genellikle aynı tarihlerde olması örneklem seçimi konusunda araştırmanın kısıtlarını oluşturmaktadır. İleride yapılacak çalışmalar için, şirketlerin birleşme faaliyetlerinde hem alıcı şirket hem de hedef şirket baz alınarak karşılaştırılmalı olarak analiz edilmesi önerilebilir.

KAYNAKÇA

- Acar, M. (2003). Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* (20), 21-37.
- Akbaş, A. (2020). *Türk İmalat Sanayisinde Birleşme ve Satın Almaların Teknolojik Yayılma Üzerine Etkisi (2005-2019)*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Akçin, O. (2018). *İşletme Birleşmelerinin Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Uyarınca Muhasebeleştirilmesi, Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Akdağ, S. (2015). *Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Akdemir, A. (2009). *Şirket Birleşmelerinde Entelektüel Sermayenin Firma Etkinliği Üzerindeki Etkisi: Gıda Sektöründe Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Akgöbek, İ. (2011). *Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşme ve Satın Almaları Türk Perakende Sektöründe Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karaman.
- Akkum, T. (2000). Firmalarda Yeniden Yapılanma (I): Firmaların Büyümesi- Satın Alma ve Birleşmeler. *İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi*, 11(36), 51-67.
- Aksoy, M. S. (2004). *Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaların (Şirket Evliliklerinin) Yönetmel Açısından İncelenmesi: Nedenler, Sorunlar ve Sonuçlar*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Aksu, M., & AYTEKİN, S. (2015). Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu İle Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 6(13), 201-219.
- Akşehirlioğlu, O. (1996). *Bankalarda Yeniden Yapılanma ve Banka Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

- Aktaş, M. (2014). *Şirket Birleşme ve Satın Almaları: Türkiye' de Banka Birleşmeleri ve Satın Almaları Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Akyol, G. (2009). *Bankacılık Sektöründe Birleşme ve Satın Almalarla Büyüme Eğilimleri: Osmanlı Bankası-Garanti Bankası Birleşmesinin Rekabet Gücüne Etkilerinin İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Antalya.
- Alkan, G. İ., & Demireli, E. (2007). Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 27-39.
- Altay, A. E. (2009). *Şirket Birleşmeleri ve Devralmalarının Kurumlar Vergisi Yönünden İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Altunbaş, Y., Tokul, Ü., & Kalaycıoğlu, O. (2021). Şirket Birleşme ve Satın Alma Müzakerelerinin Başarısızlık Nedenleri: Firma ve Müzakere Yapısının Etkileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 22(2), 135-149.
- Anarbak, Z. (2008). *Şirket Birleşmelerinin İnsan Kaynakları Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Avea Örnek Olay İncelemesi*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Arı, B. (2010). *Şirket Birleşmeleri ve Bir Örnek Çalışma: Arçelik A.Ş. ile Grundig Elektronik A.Ş. Birleşmesi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Askan, F. (2017). *Şirket Birleşmelerinde Yasal Çevredeki Değişikliklerin Ekonomik Dönemlerle İncelenmesi*. Doktora Tezi, Yaşar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Aslan, M. Ü. (2018). *Şirket Birleşme ve Satın Alma Kararlarını Etkileyen Finansal Faktörlerin Belirlenmesi ve Sektörlere Göre Performanslarının Değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Aşıkoğlu, R., Demir, S., Çelikkol, H., & Kaderli, Y. (2010). *Yatırım Projelerinin Hazırlanması Değerlendirilmesi ve Realize Edilmesi*. Ankara: Sözkeseu Matbaacılık.
- Ayan, E. (2015). *Şirketlerde Birleşme ve Satın Alma Kararlarının İşletme Performansına Etkisi: AFM Örnek Olay İncelemesi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Aydeniz, E. (2009). Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: İMKB'ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 27(2), 263-277.
- Aydın, L. (2006). *Türkiye'de Perakendecilik Sektöründeki Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Aydoğan, C. (2021). *Bankaların Finansal Yapısı Çerçevesinde Bağımsız Denetçi Görüşünün Hisse Senedi Performansı Üzerine Etkisi*. Doktora Tezi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Balat, A. (2019). *Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi: BRICS Ülkeleri ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- Binder, J. (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review Of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111-137.
- Budak, H. Z. (2009). *Birleşme ve Satın Alma İşlemlerine Konu Olan Firmaların Finansal Performanslarının Belirlenmesi ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Buyruk, A. (2005). *Uluslararası Muhasebe Standartları ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Campbell, J., Andrew, W., & MacKinlay, A. (1997). *The Econometrics Of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınları.

- Ceylan, E. (2014). *Şirket Birleşmelerinin İnsan Kaynakları Yönetimi Boyutunda İncelenmesi ve Tekstil Sektöründe Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Uşak Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uşak.
- Clarkson, P. M., Joyce, D., & Tutticci, I. (2006). Market Reaction To Takeover Rumour In Internet Discussion Sites. *Accounting & Finance*, 46(1), 31-52.
- Cowan, A., & Sergeant, A. (1996). Trading Frequency and Event Study Test Specification. *Journal Of Banking & Finance*, 20, 1731-1757.
- Çalı, M. (2015). *Türkiye'de Firma Değerleme Yöntemleri ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler*. Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- Çelik, O. (1999). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Çevikçelik, S. (2012). *Şirket Birleşmelerinin Firmanın Piyasa Değerine Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Çiftçi, A. (2019). *Kredi Derecelendirme Notlarının Finansal Piyasalara Etkileri: Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Olay Analizi*. Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Çıtak, L., & Kaplan Yıldız, F. (2007). Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni İle Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(2), 273-295.
- Çolak, Ö. F. (2000). *Bankacılık Sektöründe Birleşme Eğilimleri ve Türk Bankacılık Sektörü*. Ankara: Perşembe Konferansları.
- Daldal, B. (2015). *Finansal Küreselleşme ve Şirket Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Dalgeç, A. (1993). Firma Değerinin Avrupa Topluluğu ve Türkiye Uygulamaları Açısından Değerlendirilmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(1), 109-123.

- Değirmenci, F. (2011). *Şirket Birleşmeleri ve Şirket Birleşmelerinin Türk Vergi Sistemindeki Yeri*. Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Demirbağ, A. (2005). *Şirket Birleşme ve Devralmalarında İnsan Kaynaklarının Rollerini*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Deniz, M. H., & Işık, N. (2011). Banka Birleşmelerinde Verimlilik ve Karlılık Arayışları: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir İnceleme. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), 57-78.
- DePamphilis, D. M. (2010). *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring, Activities*. California: Elsevier.
- Dilsiz, C. (2007). *Sinerjik Etki Sağlama Açısından Şirket Birleşmeleri ve Kobi'ler Üzerine Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya.
- Dilvin Taşkın, F. (2011). *Birleşme ve Satın Almaların Türk Bankacılık Sisteminin Performansına Etkisi*. Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Dinç, M. (2021). *Şirket Birleşmeleri*. Erişim Tarihi: 26.03.2021, Angelfire: <https://www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html>
- Doğan, D. (2017). *An Application of Mergers and Acquisitions of Banking Sector in Turkey*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Dolgun, M. (2014). *Şirket Birleşmelerinin Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Durna Kezik, Ş. (2008). *Ulusal ve Uluslararası Düzenlemeler Çerçevesinde Şirket Birleşmeleri ve Konsolide Finansal Tablolar*. Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Elmas, B. (2007). *İşletme Politikalarından Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi-İMKB Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

- Elmas, B. (2015). *Finansal Tablolar Analizi*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Er, E. (2009). Basel-II Kriterlerini Anlama Yolunda Mali Tablolar ve Finansal Analizin Önemi. *II.Bursa Bilanço Dergisi*, 11(113), 52-55.
- Erbağcı, S. (2016). *Şirket Birleşmelerinde Karşılaşılan Kültürel Entegrasyon Sorunu ve Bu Sorunun Çözümünde İnsan Kaynakları Yönetiminin Rolü*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, S. (2021). Yeni Endeks Hesaplaması İlanının, Endekse Dâhil Edilen Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Banka Dışı Likit 10 Endeksi Örneği. *Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 1-15.
- Erdil, T. S., Aydoğan, S., Ayar, B., & Güvendik, Ö. (2019). Marka Performansının Rekabet Gücüne Etkisi: Ulusal ve Uluslararası Birleşme ve Satın Almalar Açısından Bir Değerlendirme. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 14(51), 164-189.
- Erdil, T., Aydoğan, S., Ayar, B., Güvendik, Ö., Diler, S., & Gusinac, K. (2018). İnovasyon Performansının Rekabet Gücü, Firma Performansı ve İhracat Performansı Üzerindeki Etkisi: Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Üzerine Bir Araştırma. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 40(2), 137-166.
- Ertaş, S. (2016). *İnsan Kaynakları Açısından Şirket Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.
- Ertek, T. (2003). *Mikroekonomiye Giriş*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Eyceyurt, T., & Serçemeli, M. (2013). Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(1), 159-175.
- Field, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS*. London: SAGE Publication.
- Gaughan, P. A. (1996). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley and Sons.

- Gaughan, P. A. (2005). *Mergers: What can Go Wrong and How to Prevent It*. USA: John Wiley and Sons.
- Genç, A., & Coşkun, E. (2013). Birleşme ve Satın Alma Duyurularında Anormal Getiri: Satın Alan Şirket ve Hedef Şirket Açısından Bir İnceleme. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(3), 359-376.
- Genç, Ö., & Kalkan, B. (2020). An Empirical Analysis Of Financial Performance and Indicators Of Acquisitions. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (27), 1-14.
- Gitman, L. J. (2003). *Principles of Managerial Finance*. Boston: Pearson Education.
- Göktaş, A. (2001). Dünya'da ve Türkiye'de Şirket Birleşmeleri ve Hukuksal Boyutu. *Yaklaşım Dergisi* (108), 112-121.
- Gülenç, A. K. (1996). *Şirket Birleşmeleri (Mergers)*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gülmez, H. (2006). *Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Normal Üstü Getiri ve Bir Türkiye Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Gürdal, C. (2018). *Şirket Birleşme ve Satın Almaları: Türkiye Örneği*. Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gürdamar, O. (2007). *Basel II Uygulamaları Çerçevesinde Kobilere Alternatif Finansman Modeli Önerisi "Birleşme ve Satın Almalar"*. Yüksek Lisans Tezi, Haliç Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gürer, A. O. (2000). *Şirket Birleşmelerinin İnsan Kaynakları Üzerindeki Etkileri: İlaç Sektöründe Bir Uygulama*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Güzey, Y. (1998). *Şirket Birleşmeleri Örgütsel Yapı Değişiklikleri ve Getirebileceği Sorunlar ve Önlemler*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hirschey, M., & Pappas, L. J. (1993). *Managerial Economics*. USA: Thomson Learning.

- İlarslan, K. (2011). *Birleşme ve Satın Almaların Finansal Oranlar Yoluyla İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi*. Doktora Tezi, Afyonkocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- İştar, E. (2013). Birleşme ve Satın Alımların Başarısında Etik Değerlerin Rolü. *Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri*, 111-124.
- Johnson, H. J. (1999). *Corporate Finance Manual Mergers and Acquisitions: A Framework for the Right Executive Decision*. Prentice Hall. New York.
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36, 144-154.
- Kandemir, T. (2003). *Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerine Finansal Etkisi ve İMKB' deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma*. Doktora Tezi, Afyonkocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.
- Karacan, S. (2015). *Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri*. Kocaeli: Umuttepe Yayınevi.
- Karadeniz, E. (2005). Joint Ventures In Small Medium Sized Enterprises. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(2), 219-230.
- Karataş Kul, N. (2006). *Küreselleşmenin Şirket Birleşmeleri Açısından Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Karcıoğlu, R., Abar, H., Ağırman, E., Kantar, M., Gülrenk, M., & Okuyucu, N. (2019). Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Hisse Senedi Fiyatına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(20), 987-1006.
- Kayakıran, D. (2016). *İşletme Birleşmelerinin İşletmelerin Piyasa Değerine Etkisi ve Bir Araştırma*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Khakzad, F. (2017). *Stok Yönetimi ile Karlılık İlişkisinin Finansal Oranlar Aracılığıyla İncelenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Khan, A. H. (2008). *Şirket Birleşme ve Satın Almalarında İnsan Kaynakları Politikalarının Önemi ve Bir Sektör Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kılıç, M. (2009). *Şirket Birleşmelerinin ve Satın Almaların Şirket Performansına Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Fatih Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kılıç, U. (2014). *Kobi Sahipleri ve Finansçı Olmayan Yöneticiler İçin Finans*. Ankara: Sinemis Yayınları.
- Kılıçaslan, Ş. (2010). *Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrasında Finansal Etkinliğin Ölçülmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Kinney, S. M. (1963). "Why Companies are for Sale?" *Corporate Growth Through: Mergers and Acquisition, American Management Association*. New York: Report No 75.
- Korkmaz, T., Yaman, S., & Metin, S. (2017). Ülke Kredi Notlarının Pay Getirileri Üzerindeki Etkileri: BİST 30 Endeksi Üzerinde Bir Event Study Analizi. *International Congress of Management Economy and Policy*, 171-187.
- Laouiti, M. L., Msolli, B., & Ajina, A. A. (2015). Buy The Rumor, Sell The News! What About Takeover Rumors?. *Journal of Applied Business Research*, 32(1), 143-160.
- MacKinlay, A. (1997). Event Studies In Economics and Finance. *Journal Of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Maruflu, B. (2010). *Şirket Birleşmelerinde Ekonomik Sinerjinin ve Performansın Muhasebe Kayıtları Yöntemiyle Analizi: İMKB Örneği*. Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Mazgit, İ. (2013). Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Sosyo Ekonomi*, 2, 225-264.

- Meder akır, H., & Gülcan, Z. (2012). Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi. *Mali zm*, 79-108.
- Mert, O. (2019). *Devralma Yoluyla Gerçekleşen Şirket Birleşmelerinin Finansal Performansa Etkisi: BİST'te Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, EskiŐehir.
- Mucuk, İ. (1996). *Modern İŐletmecilik*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Müftüoğlu, T., & Akgül, A. (1983). İŞletmelerde Sinerji Etkisi. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 38(1-4), 19-32.
- Mühim, S. A. (2012). *Şirket Birleşmeleri (Mergers) ve Havayolu Şirketlerinde Merger Uygulamalarına rnekler*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Kültür Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Okur, M. (2017). *Uluslararası Finansal Raporlama Standartları, Vergi Usul Kanunu ve Amerika' da Kabul GörmüŐ Genel Muhasebe Standartları Açısından Şirket Satın Alma ve Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Olgun, H. (2006). Küreselleşme Kavramı ve İçeriğine Genel Bir Bakış. *Sosyoekonomi*, 142-152.
- Onat, O. K. (2006). *Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- nur, H. (2008). *Şirket Birleşmeleri ve Türkiye'yle Dünya'daki Şirket Birleşme rnekleri*. Yüksek Lisans Tezi, Haliç Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- zcan, C. (2009). *Stratejik Yönetim Açısından Şirket Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- zcan, E. (1998). *Şirketlerin BirleŐmesinde Değerleme*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Özdülger, D. (1998). *Valuation in Mergers: A Two Dimensional Issue*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Özkan, N. (2010). *Küreselleşme Sürecinde Uluslararası Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarının Büyüme Stratejileri Açısından Analizi ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Özkaraman, A. R. (2013). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri: Bankacılık Sektörü Üzerine Bir İnceleme*. Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Özsayın, B. (2007). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Performans Ölçütü Olarak Değer Taşıyıcıları*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Öztunalı, A. (2008). *Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı*. Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Öztürk, F. (2008). *Şirket Birleşmelerinde Belge Yönetiminin Entegrasyonu: Banka Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü, İstanbul.
- 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.
- Pound, J., & Zeckhauser, R. (1990). Clearly Heard On The Street: The Effect Of Takeover Rumors On Stock Prices. *The Journal of Business*, 63(3), 291-308.
- Rekabet Kurumu. (2021). *Birleşme ve Devralma Görünüm Raporları*. Erişim Tarihi: 21.09.2021, <https://www.rekabet.gov.tr/tr/Sayfa/Yayinlar/birlesme-ve-devralma-gorunum-raporlari>
- Saidi, H. (2010). *Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Şirket Birleşmeleri ve Örnek Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Sakarya, Ş. (2002). *Şirket Birleşmelerinde Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi (AKÇANSA Örneği)*. Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Samuels, J. M., Wilkes, F. M., & Brayshaw, R. E. (1992). *Management Of Company Finance*. London: Fifth Edition.
- Sarıkamış, C. (2003). *Şirket Birleşmeleri*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Satoğlu, Y. (1994). *Şirketlerde Birleşme ve Devir İşlemleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Savsar, A. (2012). *Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Tokat.
- Schweitzer, R. (1989). How Do Stock Returns React to Special Events?. *Business Review*, 17-29.
- Seçer, İ. (2015). *SPSS ve LISREL İle Pratik Veri Analizi: Analiz ve Raporlaştırma*. Ankara: Anı Yayınevi.
- Serçe, M. (2009). *Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye'de Şirket Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Sezer, N. (2012). *Şirket Birleşmeleri ve Performans Ölçümü: Türkiye'de Halka Açık Şirket Birleşmelerinin Faaliyet Performansı Ölçümü Üzerine Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Simit, T. (2007). *Şirket Birleşmelerinde Birleşen Şirketlerin Personelinin Birleşme Sürecine Direnci ve Bir Sektör Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Sipahi, B., Yanık, S., & Aytürk, Y. (2011). *Şirket Değerleme Yaklaşımları*. İstanbul: Nobel Yayıncılık.
- Spiegel, U., Tavor, Ç., & Templeman, J. (2010). The Effects Of Rumours On Financial Market Efficiency. *Applied Economics Letters*, 17(15), 1461-1464.

- Sucu, Ö. E. (2017). *Şirket Birleşmelerinin, Şirket Değerlemesi ile Finansal Açıdan Başarılarının İrdelenmesi ve Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Şahin, İ. E. (2011). *Şirket Birleşmelerinin Etkinlik Açısından Değerlendirilmesi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Şahin, İ. E., & Yılmaz, B. (2010). Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri. *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 10(19), 63-74.
- Şahin, O. N. (2016). Türkiye'deki Şirket Birleşmeleri Verilerinin Yıllar İtibariyle Analizi ve Dünya Geneli, ABD, AB ve Asya-Pasifik Verileri ile Karşılaştırılması. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 229-255.
- Şenel, F. (2008). *Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarda Bir Yönetim Sorunu: Kültürel Entegrasyon Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Konya.
- Tanyılmaz, K. (2004). Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satın Almalar. H. Sümer, & H. Pernsteiner (Ed.), *Şirket Birleşmeleri* içinde (ss. 689). İstanbul: Alfa Yayınları.
- Tekin, İ. (2017). *Finansal Analiz Teknikleri ve Finansal Analiz Üzerine Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Adıyaman Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adıyaman.
- Temizer, Z. (2015). *Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi: BIST'te Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon.
- Topçu, N. (2017). *Birleşme ve Satın Almaların İşletme Performansı Üzerine Etkisi: Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Toprak, M. (2006). Banka Birleşmeleri ve Satın Almalar. *İktisadi Araştırmalar Vakfı*. İstanbul.

- Turan İçke, B. (2007). *Şirket Birleşmeleri: Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Turan, S. C. (2014). *Başarılı Şirket Birleşmelerinin Sonuçları: Sigorta Aracılık Şirketi Örneği*. Yüksek Lisan Tezi, Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Türel, A. (2004). *Firma Birleşmelerinin Türk Vergi Sistemindeki Yeri ve Muhasebeleştirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Türk, V. (2013). *Finansal Analiz Oranları ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, KahramanmaraŐ Sütü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, KahramanmaraŐ.
- Türkmen, T. (2009). *Basel II Kriterlerinin Türkiye'deki Kobi'lere Etkisi ve Bunun Sonucunda Yaşanan Şirket Birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Uray, R. (2010). *Ekonomik Büyüme, Verimlilik ve Rekabet*. İstanbul: Kum Saati Yayınları.
- Usta, T. (2015). *Şirket Birleşme ve Satın Almaları: 1995-2011 Döneminde Yabancı Yatırımcıların Türkiye'de GerçekleŐtirdięi Birleşme ve Satın Almaların Mikro, Makro ve Stratejik Açıdan Değerlendirilmesine Yönelik Bir Araştırma*. Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Uzun, O. (2010). *Başarılı Şirket Birleşmelerinin Performanslarının Ölçümü*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ülgen, H., & Mirze, S. K. (2004). *İŞletmelerde Stratejik Yönetim*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Ülgen, H., & Mirze, S. K. (2007). *İŞletmelerde Stratejik Yönetim*. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım.
- Yanartaş, M. (2010). *Firmaların Finansal Riskliliğinin Belirlenmesine Yönelik Bir Model Önerisi*. Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Yang, S., & Chen, S. (2021). Market Reactions For Targets Of M&A Rumours- Evidence From China. *Economic Research*, 1-19.
- Yavuz, S., Yıldırım, S., & Elmas, B. (2015). Kurumsal Yönetim Endeksi İle Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: BİST'te Bir Uygulama. *Erzurum Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(2), 73-82.
- Yazıcı, K. (1997). Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri. *DPT Uzmanlık Tezi*. Ankara.
- Yelkenci, B. (2006). *Ulusal ve Uluslararası Muhasebe Standartlarına Göre Şirket Birleşmeleri ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çanakkale.
- Yıldırım, A. H., & Kolotoğlu, O. (2003). *Anonim ve Limited Şirketlerin Kuruluş-Tasfiyesi, Birleşmesi, Devri, Nevi Değişikliği, Bölünme ve Hisse Değişimi*. Ankara: Yaklaşım Yayınları.
- Yılmaz, M. (2010). *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yücebaş, Ö. (2005). *Şirket Birleşmeleri ve Türkiye Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

