

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA KARARLARINI**  
**ETKİLEYEN FİNANSAL FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ VE**  
**SEKTÖRLERE GÖRE PERFORMANSLARININ**  
**DEĞERLENDİRİLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

Mert Ümit ASLAN

Ankara- 2018

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA KARARLARINI**  
**ETKİLEYEN FİNANSAL FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ VE**  
**SEKTÖRLERE GÖRE PERFORMANSLARININ**  
**DEĞERLENDİRİLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

Mert Ümit ASLAN

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Ankara- 2018

**T.C.**  
**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**

Mert Ümit ASLAN

**ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA KARARLARINI**  
**ETKİLEYEN FİNANSAL FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ VE**  
**SEKTÖRLERE GÖRE PERFORMANSLARININ**  
**DEĞERLENDİRİLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

.....

.....

.....

.....

.....

.....

Tez Sınavı Tarihi: .....

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ**

**ANKARA ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(...../...../200...)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Mert Ümit ASLAN

İmzası

.....

# İÇİNDEKİLER

<b>TABLolar LİSTESİ</b> .....	<b>viii</b>
<b>GRAFİK VE ŞEKİLLER LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>x</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>BÖLÜM 1</b> .....	<b>3</b>
<b>ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI</b> .....	<b>3</b>
1. Şirket Birleşme ve Satın Almaları.....	3
1.1. Birleşme Şekilleri.....	4
1.1.1. Şirket Birleşmeleri.....	5
1.1.2. Şirket Satın Alma ve Ele Geçirmeleri .....	5
1.2. Şirketlerin Birleşme Nedenleri.....	6
1.2.1. Büyüme .....	11
1.2.2. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma .....	12
1.2.3. Rekabet Gücünün Arttırılması.....	13
1.2.4. Finansal Nedenler .....	14
1.2.5. Çeşitlendirme.....	15
1.2.6. Vergi Avantajı .....	16
1.2.7. Sinerji .....	16
1.2.8. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma .....	18
1.2.9. Yetenekli Yönetime Sahip Olma.....	18
1.2.10. Psikolojik Nedenler .....	19
1.3. Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması .....	19
1.3.1. Ekonomik Faaliyet Alanlarına Göre Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması.....	20
1.3.2. Hukuki Yapılarına Göre Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması... 24	
1.4. Şirket Birleşmelerinde ve Satın Almalarında Başarı ve Başarısızlık... 28	
1.4.1. Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Başarısızlık Nedenleri .....	31
1.4.2. Birleşme ve Satın Almaların Başarılı Olmasını Sağlayan Faktörler 35	
1.5. Birleşme Süreci .....	38
1.5.1. Birleşme ve Satın Alma Öncesi Aşama (Pre-Merger And Acquisition).....	39

1.5.2.	İnceleme Ve Görüşmeler Aşaması (Due Diligence & Negotiations) ...	45
1.5.3.	Birleşme Aşaması (Integration).....	48
1.5.4.	Birleşme Ve Satın Alma Sonrası Aşama (Post Merger & Acquisition).....	50
1.6.	Birleşme Karşıtı Taktikler.....	51
1.6.1.	Zehirli Haplar (Poison Pills).....	51
1.6.2.	Şirket Ana Sözleşmesinde Yapılan Değişiklikler.....	52
1.6.3.	Altın Paraşüt (Golden Parachutes) .....	52
1.6.4.	Pac-Man Taktiği .....	53
1.6.5.	Hisse Senetlerini Belirli Bir Primle Geri Alma .....	53
1.6.6.	Durdurma Antlaşması.....	53
1.6.7.	Beyaz Şövalye .....	54
1.6.8.	En Değerli Taşı Bloke Etmek (Crown Jewels Lock Up) .....	55
1.6.9.	Yeşil Mektup (Greenmail).....	55
1.6.10.	Köpekbalığı Kovucu (Shark Repellent) .....	56
1.7.	Dünya’da ve Türkiye’de Birleşme Süreci.....	56
1.8.	Şirketlerin Birleşme Sürecinde Due Diligence ve Önemi.....	60
1.8.1.	Due Diligence Türleri.....	62
1.8.2.	Due Diligence Kontrol Listesi.....	64
<b>BÖLÜM 2.....</b>	<b>BÖLÜM 2.....</b>	<b>65</b>
<b>ŞİRKET PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>ŞİRKET PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ .....</b>	<b>65</b>
2.	Şirket Performansının Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi .....	65
2.1.	Oransal Göstergeler (Oran Analizi) .....	66
2.1.1.	Kârlılık Göstergeleri.....	66
2.1.2.	Nakit Göstergeleri (Likidite Göstergeleri) .....	67
2.1.3.	Ödenebilirlik Göstergeleri (Kaldıraç Oranları) .....	68
2.1.4.	Diğer Göstergeler .....	68
2.2.	Parametrik Yöntemler .....	69
2.3.	Parametrik Olmayan Yöntemler .....	69
2.3.1.	Veri Zarflama Analizi.....	70
2.4.	Faktör Analizi.....	75
2.4.1.	Faktör Analizinin Varsayımları.....	75

2.4.2. Faktör Analizinin Aşamaları .....	76
2.5. İlgili Çalışmalar.....	79
<b>BÖLÜM 3.....</b>	<b>86</b>
<b>UYGULAMANIN AMAÇ, YÖNTEM VE BULGULARI .....</b>	<b>86</b>
3.1. Amaç .....	86
3.2. Yöntem .....	86
3.3. Bulgular .....	90
3.3.1. Birinci Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular .....	90
3.3.2. İkinci Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular .....	95
3.3.3. Üçüncü Araştırma Sorusuyla İlgili Bulgular .....	101
3.3.4. Dördüncü Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular .....	104
3.3.5. Beşinci Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular .....	106
<b>SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME .....</b>	<b>109</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>116</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>131</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>133</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>135</b>
Ek 1. Due Diligence Kontrol Listesi .....	135
Ek 2. Çalışmada Analizlere Dâhil Edilen Şirketlerin Listesi .....	146
Ek 3. Faktörlere İlişkin Korelasyon Yükleri .....	150
Ek 4. Firmalara İlişkin Etkinlik Değerleri.....	151

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Değer Yaratan Potansiyel Kaynakların Tanımlanması.....	17
Tablo 2. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarında Başarısızlık Nedenleri .....	34
Tablo 3. Ülkelerde Meydana Gelen Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri Örnekleri .....	58
Tablo 4. Türkiye’de Çeşitli Dönemlerde Meydana Gelen Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri Örnekleri .....	59
Tablo 5. Çalışmada Kullanılan Girdi ve Çıktı Değerlerinin Listesi.....	88
Tablo 6. Şirketlerin Sektörel Dağılımı .....	89
Tablo 7. Değişkenlerin Katkıları.....	91
Tablo 8. Değişkenlerin Öz Değerleri ve Toplam Değişkenliği Açıklama Yüzdeleri .....	92
Tablo 9. Bileşen Matrisi.....	93
Tablo 10. Döndürülmüş Bileşen Matrisi.....	94
Tablo 11. Likidite Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler.....	95
Tablo 12. Diğer Bileşenle İlgili Betimsel İstatistikler .....	96
Tablo 13. Kârlılık Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler .....	98
Tablo 14. Borç Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler.....	99
Tablo 15. Finansal Yapı Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler .....	100
Tablo 16. Birleşme ve Satın Alma Kararından Önceki ve Sonraki Etkinlik Değerleri .....	101
Tablo 17. Şirketlerin Yıllara Göre Ortalama Etkinlik Değerleri.....	102
Tablo 18. Şirketlerin Etkinlik Değerlerinin Karşılaştırılması .....	103
Tablo 19. Her Bir Yıla İlişkin Etkinlik Değerlerinin Karşılaştırılması.....	104
Tablo 20. Birleşme ve Satın Almanın Öncesindeki ve Sonrasındaki Sektörel Bazda Etkinlik Değerleri.....	104
Tablo 21. Sektörel ve Yıllık Bazda Şirketlerin Ortalama Etkinlik Değerleri .....	105
Tablo 22. Sektörlere Göre Etkinlik Değerlerindeki Değişim Sayıları .....	107
Tablo 23. Sektörlere Göre Etkinlik Değerlerindeki Değişim Sayılarının Karşılaştırılması .....	108

## GRAFİK VE ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Watson Wyatt'ın Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri .....	7
Şekil 2. Birleşme Nedenleri .....	8
Şekil 3. Faktör Analizinin Gösterimi .....	75
Şekil 4. Değişkenlere İlişkin YamaÇ Grafiği .....	93
Şekil 5. Yıllara Göre Etkinlik Değerleri .....	102
Şekil 6. Sektörel ve Yıllık Bazda Şirketlerin Etkinlik Değişimi.....	106



## KISALTMALAR

M&A	Mergers and Acquisitions
B&S	Birleşme ve Satın Alma
BKM	Brüt Kâr Marjı
NKM	Net Kâr Marjı
AKO	Aktif Kârlılık Oranı
ÖKO	Özkaynak Kârlılık Oranı
CO	Cari Oran
ATO	Asit Test Oranı
BÖO	Borç Özkaynak Oranı
BAO	Borç Aktifler Oranı
VZA	Veri Zarflama Analizi
CCR	Charnes Cooper Rhodes
BCC	Banker Charnes Cooper
KVB	Karar Verme Birimi
MTFP	Malmquist Toplam Faktör Verimliliği
ICN	International Competition Network

## GİRİŞ

Küreselleşme olgusunun doğurduğu yeni rekabet koşullarında şirketler ayakta kalabilmek için birçok farklı yönteme başvurmaktadır. Şirket birleşme ve devralmaları, bu bağlamda, küresel düzeyde olduğu gibi ülkemizde de firmaların hayatta kalabilmeleri, büyüyebilmeleri ve değişen yeni koşullara adapte olabilmeleri için başvurabilecekleri önemli bir stratejik yöntem haline gelmiştir.

Ancak küreselleşme ile birlikte şirket politikalarının yönetilmesi işi daha da karmaşık bir yapıya bürünmüştür. Giderek karmaşık duruma gelen işlemlerden biri de şirketlerin birleşme ve satın alma politikalarının belirlenerek yönetilmesidir. Birleşme ve satın almanın niteliği ve sürecin nasıl yürütüleceği ile ilgili alınacak kararların büyük riskleri bulunmaktadır. Zira alınan kararlar sadece birleşme ve satın alma işlemine konu olan şirketleri değil hissedarlardan yatırımcılara, borçlulardan çalışanlara kadar uzanan geniş bir çıkar gurubunu etkilemektedir. İşte bu riskleri en aza indirmek için birleşme ve satın alma süreci ile ilgili çok yönlü analizlerin yapılması, birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştiren başarılı ve başarısız örneklerin işletmelerce önceden detaylı bir şekilde etüt edilmesi başarılı bir birleşme ve satın alma işlemi için gereklidir.

Bu çalışmanın amacı, yukarıda kısaca açıklanan gelişmeler doğrultusunda öncelikle şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarını etkileyen finansal faktörlerin belirlenmesi daha sonra da birleşme ve satın alma kararının alındığı yıl ile karardan önceki ve sonraki yıllardaki şirket etkinliklerinin incelenmesidir.

Bu çalışmada örnek kütlenin belirlenmesinde Ernst&Young tarafından yıllık olarak hazırlanan *Birleşme ve Devralma İşlemleri Raporlarından* yararlanılmıştır.

Ernst & Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 yılı Raporu'na göre Dünya genelinde gerçekleşen birleşme ve satın almaların azalış gösterdiği bu yılda Türkiye'de bir rekor gerçekleşmiş ve birleşme ve satın alma işlem adeti ile işlem hacimleri daha önce olmadığı bir düzeye yükselmiştir.

Literatür incelendiğinde ilgili çalışmalarda genellikle tek bir şirketin veya belirli bir sektörde faaliyet gösteren şirketlerin satın alma ve birleşme faaliyetlerinin incelenerek o şirketlere yönelik değerlendirmelerin yapıldığı göze çarpmaktadır. Yürütülen bu çalışmanın alana en büyük katkısı birleşme ve satın almaların farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin etkinlikleriyle ilişkilendirilerek incelenmesidir.

Bu çerçevede çalışmamızın birinci bölümünde; ilk olarak şirket birleşme ve satın almalarıyla ilgili kuramsal bilgilere yer verilmiş, birleşme ve satın alma ile ilgili temel kavramlar açıklanarak süreç çeşitli yönleriyle tanıtılmıştır.

İkinci bölümde; şirket performansı ve performansın ölçülmesine değinilerek veri zarflama analizi ve faktör analizinin açıklanmasına yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde; araştırmanın yöntemine, amacına ve analizler sonucu elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Çalışmanın "*Sonuç ve Genel Değerlendirme*" bölümünde ise elde edilen bulguların özetlenerek çeşitli açılardan tartışılması yapılmıştır.

## BÖLÜM 1

### ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

#### 1. Şirket Birleşme ve Satın Almaları

Şirket, kurucuları, ortakları ve diğer çıkar grupları için zenginlik ve ekonomik menfaat yaratmak üzere sahip olduğu kaynakları harekete geçiren bir organizasyondur. Hukuki açıdan bir şirket ise “maddi ve gayri maddi haklar edinebilen, sözleşme yapma yetisine sahip, hissedarlarından ayrı olarak kendi adına dava açma ve açılan bir davaya taraf olma ehliyetine sahip tüzel kişilik” şeklinde tarif edilmektedir (Iwai, 2001:2).

Bir başka bakış açısından bakan Kutlan ve Erer (2013) ise şirketleri yaşayan organizmalara benzetmektedir. Buna göre şirketler sadece ekonomik ve hukuki unsurlardan oluşmaz. Bünyesinde sosyal, çevresel, politik ve teknolojik birçok unsuru birlikte barındırmaktadır. Ayrıca şirketler dış çevreye bağımlı olarak yaşamakta ve hem maddi hem de entelektüel üretimleri bulunmaktadır.

Küreselleşme, ekonomik faaliyetlerin, toplum, ekonomi, siyaset ve kültür üzerinde küresel ölçekte meydana getirdiği değişimlerin toplamıdır. Dış ticaretin geleneksel biçimlerini bir yana bırakırsak, küreselleşme yabancı yatırımların formunu, üretim biçimlerinin yapısını değiştirmekle kalmaz, yabancı şirketlerin birbirleriyle ve diğer kurumlarla işbirliğini de yeniden yapılandırır (Palm, 2005:81).

Küreselleşmeyle birlikte yerel pazarların dışına çıkmak ve değişen rekabet koşullarında faaliyet göstermek zorunda kalan işletmeler, örgütsel yapılarını ve

geleneksel yönetim anlayışlarını bu yeni koşullarla uyumlu hale getirmek zorunda kalmışlardır (Tağraf, 2002:33-34).

Bu koşullar altında, işletmeler hayatta kalabilmek ve piyasa değerlerini artırabilmek için büyüme stratejilerine yönelirler. İşletmeler büyüme stratejisi olarak kendi faaliyetleri sonucu oluşturdukları fonları kullanmayı yani *içsel büyümeyi* tercih edebilecekleri gibi *dışsal büyüme* stratejisi olarak birleşme ve satın almalar yoluyla büyümeyi de tercih edebilirler (Elmas, 2007:3).

İşletmeler birleşmeler yolu ile büyümeyi bazı durumlarda özellikle tercih etmektedirler. Ancak, işletmeler sadece büyüme hedefiyle bir başka işletmeyle birleşme kararı almamaktadır.

Bu bölümde, birleşme kavramı ve şekilleri, bir şirketi birleşme kararı almaya iten nedenler, birleşme kararı alındıktan sonra şirketin izleyeceği süreç bir bütün halinde ele alınmaya çalışılmıştır. Ayrıca bölüm sonunda şirket birleşmelerinde Due Diligence ve önemine değinilmiştir.

### **1.1. Birleşme Şekilleri**

Literatürde birleşme şekillerini açıklamada kullanılan kavramlar “merger”, “acquisition” ve “takeover” terimleriyle ifade edilmekte olup Türkçede kullanılan “şirket birleşmeleri” ve “satın almaları” kavramlarına karşılık gelmektedir.

Ancak, farklı birleşme biçimlerini ifade etseler de bu terimler dilimizde sık sık birbirleri yerine kullanılmakta ve karışıklığa neden olmaktadır. Bu nedenle öncelikle bu kavramlar aşağıda açıklanmıştır.

### **1.1.1. Şirket Birleşmeleri**

Birleşme neticesinde birleşmeye konu mevcut iki şirketten biri kendi kimliğini mevcut başka bir şirkete birleştirir veya bir veya daha fazla mevcut şirket yeni bir şirket kurarak kimliklerini yeni bir şirkete birleştirir.

Sherman ve Hart (2006), birleşmeyi, "hedef şirketin varlık ve yükümlülüklerinin alıcı firma tarafından emildiği, iki veya daha fazla şirketin bir araya gelmesi" olarak tanımlamaktadır. Bünyesinde birleşilen firma birleşmeden sonra oldukça farklı bir organizasyon haline gelmesine rağmen, orijinal kimliğini korumaya devam eder. Başka bir ifade ile birleşme, birden fazla işletmenin bir araya gelmesi ve tek bir işletme olarak varlığını sürdürmesidir (Gaughan, 2011:12).

Şirket birleşmeleri kamuoyunda "*Şirket Evlilikleri*" olarak da adlandırılır (Arslan, 2004:23). Birleşme genellikle karşılıklı mutabakat çerçevesinde ve görece eşit koşullarda gerçekleşen bir hukuki işlemdir (Sherman ve Hart, 2006:11-12).

İngilizce literatürde "mergers", veya "consolidation" ifadeleriyle tanımlanan bir şirketin başka bir şirketi bünyesine katma faaliyeti Türkçe literatürde "birleşme" kavramıyla adlandırılmaktadır (Berk, 2007: 59).

### **1.1.2. Şirket Satın Alma ve Ele Geçirmeleri**

Şirket satın alma (devralma) ise; bir işletmenin, başka bir işletmenin tüzel kişiliğini sona erdirmeden tamamını veya çoğunluk hisselerini satın alarak, işletmeyi kendi kontrolü altında almasını, kendine bağlı bir işletme haline getirmesini ifade etmektedir (Ülgen ve Mirze, 2006:312).

Başka bir tanıma göre satın alma (devralma); iki farklı işletmeden biri diğerinin tüm varlıklarını ve kaynaklarını (aktif ve pasifi ile) devralmaktadır. Devralmadan sonra, devir alan şirketin adı altında faaliyetler sürdürülmektedir (Sayılğan, 2017: 532).

Bir işletme sahip olmayı hedeflediği bir işletmeyi ya işletmenin yönetim ve paydaşlarının olurlarını alarak (dostça birleşme), ya da o işletmeyi hiç kimsenin olurlarını almadan (düşmanca) ele geçirir (Heron ve Lie, 2006:1784).

Şirket ele geçirmelerinde kritik nokta, ele geçiren şirketin kontrolünü sağlayacak hisse senetlerine sahip olmaktır. Başka bir ifade ile ana işletme ele geçirmeyi planladığı işletme üzerinde hukuki ve fiili hâkimiyeti sağlayacak kadar hisse senedini, hissedarları ikna ederek veya gizlice bütün yolları kullanarak toplaması halidir (Weston ve Mitchell, 2004:661).

Türkçe literatürde “devralma”, “devralma yoluyla birleşme” ya da “şirket satınalma” ifadeleri İngilizce literatürdeki “take over” veya “acquisitions” kavramlarının karşılığı olarak kullanılmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalardan da görüleceği üzere “devralma”, “satın alma” ve “ele geçirme” kavramları Türkçede birbirleri yerine kullanılmaktadır. Bu nedenle çalışmanın ilerleyen bölümlerinde İngilizce karşılığı “acquisition” ve “take over” olan bu kavramlar aynı terimi ifade etmek üzere birbiri yerine kullanılmıştır.

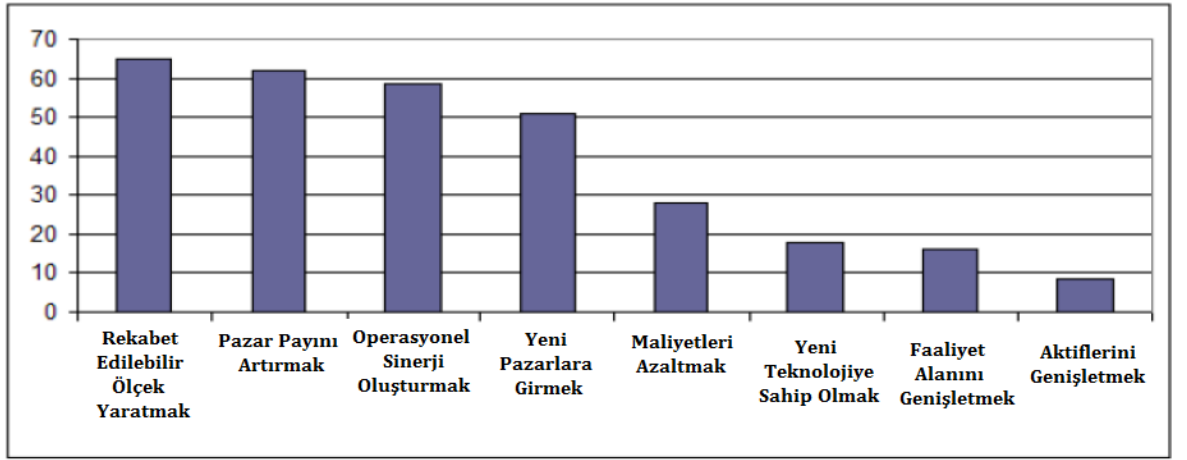
## **1.2. Şirketlerin Birleşme Nedenleri**

İşletmelerin birleşmeyi stratejik bir yöntem olarak seçtiğine dair literatürde pek çok neden sayılmaktadır. İşletmelerin özellikleri, işletmelerin yer aldığı piyasanın

yapısı, ülkenin sosyo-ekonomik koşulları, ekonomik ve siyasi konjonktür gibi birçok neden işletmeleri birleşmeye iten nedenlerin çeşitlilik göstermesine ve birleşme türünün işletmeye göre farklılık göstermesine neden olmaktadır (Aydın, 1990:14).

İngiltere’de 1991-1995 yılları arasında meydana gelen devralmaların incelendiği bir çalışmada söz konusu dönemde endüstride devralma faaliyet düzeyini belirleyen en önemli nedenin düzenlemelerin serbestleştirilmesi olduğu tespit edilmiştir (Schoenberg, ve Reeves, 1999:97).

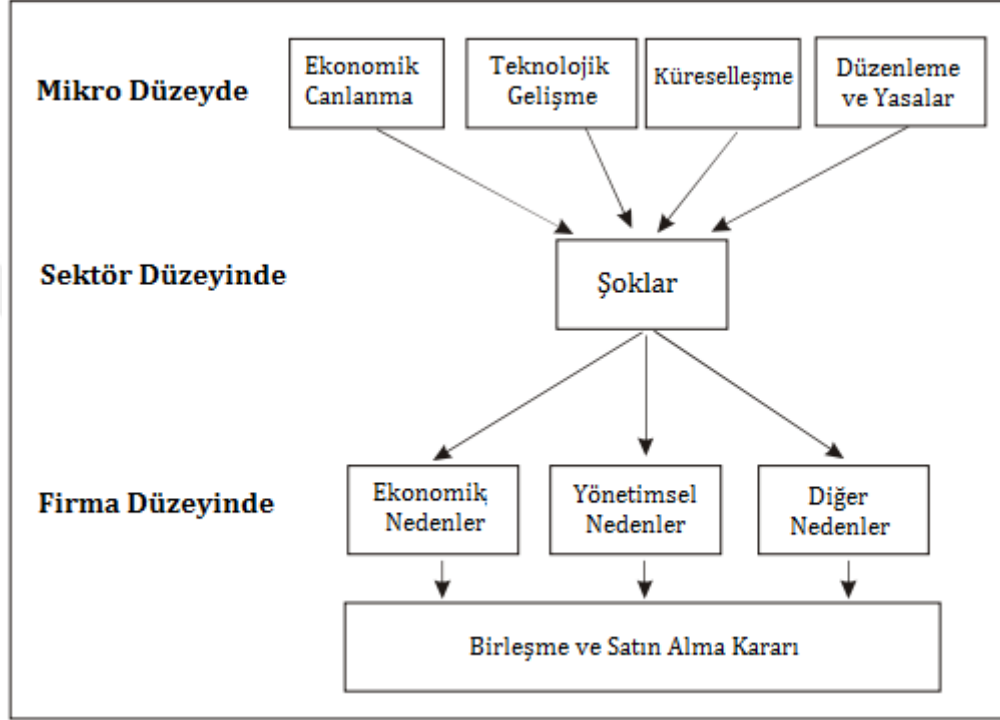
Danışmanlık şirketi Watson Wyatt Worldwide tarafından 2000 yılında 120’si Avrupa’da faaliyet gösteren toplam 300 firma üzerinde yaptığı çalışmada ise birleşme ve satın alma nedenlerini aşağıda gösterildiği şekilde tespit etmiştir.



Şekil 1. Watson Wyatt'ın Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri, 2000

1993-2001 döneminde 30 Avrupa ülkesinde gerçekleşen 2.419 adet birleşme ve devralmayı inceleyen Martynova ve Renneboog (2008), işletmeleri birleşme ve devralmaya iten temel saikleri maliyetlerin azaltılması, yeni pazarlara girilmesi ve satın alınan şirket ortaklık payları üzerinden sağlanacak değer artışları (capital gain) olduğunu belirlemiştir (Martynova, ve Renneboog, 2008: 31).

Birleşme ve devralama işlemlerine sebebiyet veren temel faktörler sayıca çeşitlilik gösterse de işletmeleri bu kararı almaya iten nedenlerin önemli olanları makro düzeyde, sektör düzeyinde ve firma düzeyinde olmak üzere üç başlık altında sınıflandırılabilir (Yrkkö, 2002: 25):



Şekil 2. Birleşme Nedenleri

Birleşme veya devralma yoluyla hedef pazarda faaliyet gösteren işletmenin mevcut kaynaklarından, ilişkilerinden, örgütlenmesinden, piyasa bilgisinden yararlanılmakta, yasal düzenlemeler veya idari uygulamalardan kaynaklanan engeller daha kolay aşılabilmektedir (Sumer ve Pernsteiner, 2004: 382-383).

Sınır ötesi şirket birleşmelerinin birleşmeye konu şirketlere birçok ölçülebilir ve ölçülemeyen faydası bulunmaktadır. Know-how ve teknoloji transferi, yeni pazarlara erişim imkanı, uluslararası pazarlara açılma nedeniyle şeffaflaşma politikalarının izlenmesi, yönetim becerilerinin gelişmesi, ulusal pazarda rekabetçiliği

artırması, ölçek ekonomilerinden faydalanma birleşmenin şirketlere sağladığı faydalardan bazılarıdır (Maček, 2014:17-18).

Bragg, birleşme ve satın almanın sebeplerini devralan ve hedef işletmeler açısından ayrı ayrı ele almıştır. Bragg'e (2009: 2-4) göre birleşme ve satın alma sebepleri devralan işletme açısından şu şekildedir:

- Hedef şirketin işletme modelinin farklı olması ve bu durumun faydalı olacağının değerlendirilmesi,
- Döngüsellik ya da mevsimsellik içinde sıkışan bir işletmenin diğer bir işletmeyi alarak daha tutarlı finansal sonuçlar elde etmek istemesi,
- Ele geçirilmek istenen bir işletmenin kendini savunmak ve karşı işletmeyi satın almak istemesi,
- Yöneticilerin, daha büyük bir firmada daha fazla maaş alacaklarını düşünmeleri,
- Hedef işletmenin bilgi ve insan kaynaklarına sahip olmak istenmesi,
- İşletmenin devralma ile ürünlerini çeşitlendirmek istemesi,
- Hedef işletmenin yerel pazar payı ve deneyiminden faydalanılmak istenmesi,
- Daha hızlı büyüyen bir pazara girilmek istenmesi,
- Diğer firmayı ele geçirerek Pazar payının artırılmak istenmesi,
- Üretim kapasitesinin artırılmak istenmesi,
- Hedef işletmenin ürettiği bir ürünün devralan işletme açısından kritik öneme sahip olması,
- Yasal düzenlemelerin daha serbest olduğu bir alanda çalışılmak istenmesi,
- Hedef işletmenin satış kanallarından faydalanılmak istenmesi,
- Dikey birleşmenin sağlanmak istenmesi.

Bragg (2009: 5-6), birleşme ve satın alma sebeplerini hedef işletme açısından ise şu şekilde belirtmektedir:

- Düşük kardan kurtulmak istenmesi,
- Rekabetçi iş ortamı sebebiyle birleşmenin faydalı görünmesi,
- İşletme sahibinin vefat etmesi ve yerine geçenlerin şirketi elden çıkarmak istemeleri,
- Patent gibi hakların sürelerinin sona ermesinden dolayı diğer firmalarla rekabet etmede sorunların yaşanması,
- Hedef firmanın çok hızlı büyümesi,
- İşletme sahibinin emekliye ayrılmak istemesi,
- Hisse sahiplerinin baskısı,
- Büyüme hızının düşmesi,
- Hedef firmanın gerekli teknolojik yenilikleri yapamaması.

Birleşme işinin vergi yönünden bazı avantajları bulunabilmektedir. Zarar eden şirketin bünyeye alınarak vergi tasarrufunun sağlanması şirketleri birleşmeye teşvik etmektedir (Buyruk, 2005:58-59). Bilindiği üzere şirketler borçlandıkları tutarlar üzerinden ödemiş oldukları faizleri kurum kazancından indirebilmektedir. Birleşmeler ve satın alma neticesinde bir kar ortaya çıkarsa, ya da alıcı şirket sürekli kâr eden bir şirket niteliğinde ise birleştiği veya devraldığı şirketin borçlarını kârından mahsup ederek kullanmadığı tasarruflarını vergi olarak ödemek yerine birleşme yoluyla yatırıma yönlendirerek ve bir nevi vergi kredisi sağlamış olacaktır.

Hissedar tepkisinden korkması nedeniyle borçlanma konusunda fazla ihtiyatlı davranan hedef şirket de birleşme yoluyla bir borçlanma politikası gerçekleştirmiş olacaktır. Zira birleşme işletme riskini azaltarak birleşmiş iki şirketin toplam varlığının

artmasını sağlayacak, ayrı ayrı ödünç alabileceğinden daha fazla borcu birleşme sonrasında alabilme imkanına kavuşacaktır (Auerbach, 1987:74).

Cem, Toparlak, Eyigün vd. (2005: 16) ise işletmeyi birleşmeye iten faktörleri başka bir açıdan ele almıştır. Bu faktörleri, değer yaratma ile ilgili olarak yeni pazarlara açılma, pazar payını artırma, ürün gamını<sup>1</sup> tamamlama, üretim kapasitesini artırarak ölçek ekonomilerinden faydalanma, “know-how” elde etme, rekabetçi yapıyı koruma, dışsal büyüme sağlama ve yeni teknolojiler elde etmek olarak sınıflandırmaktadır.

Şirket birleşmelerinin rekabet açısından da getirileri bulunabilmektedir. Örneğin aynı faaliyet kolunda çalışan şirketlerin bir araya gelmesi rekabeti azaltarak daha fazla pazar payına sahip olabilmektedir (Uzun, 2010: 32). Ayrıca birleşme sonucu pazar payının çoğunu eline alan şirket diğer şirketlere göre daha güçlü konuma gelmektedir. Dahası, pazar payını artırma, yeni pazar alanları bulma, piyasa fiyatının belirlenmesinde etkin olma gibi üstünlüklere sahip olmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalardan da görüleceği üzere şirketleri birleşmeye yönelten birçok faktör bulunmaktadır. Bu genel açıklamalardan sonra firmaları birleşme ve devralma faaliyetlerine teşvik eden unsurları aşağıdaki başlıklarda incelemek mümkündür.

### **1.2.1. Büyüme**

Birleşme firmalar açısından bir büyüme aracı olarak görülmektedir. Bu açıdan işletmeleri büyümeye iten etmenler, birleşme içinde geçerlidir (Akgüç, 1994:864).

---

<sup>1</sup> Bir işletmede son ürün olarak müşteriye satılabilen ürünlerin kümesi; eşanlam: ürün kuşağı.

İçsel Büyüme, işletmelerin normal çalışmalarının sonucunda elde ettikleri veya dış kaynaklardan sağladıkları fonları yeni projelere yatırarak sağladıkları büyümelerdir (Dalton, 1985:38).

İçsel büyüme olanaklarının bulunmadığı ya da etkinliğinin sınırlı olduğu durumlarda büyüme hedeflerini gerçekleştirmek amacıyla dışsal büyüme yöntemi olarak birleşme ve devralmalar kullanılmaktadır (Kummer ve Steiger, 2009:4). Ayrıca birleşme yolu ile büyüme, iç büyümeden yani işletmenin kendi kaynaklarını kullanarak büyümesinden daha etkili görülmektedir (Gaughan, 2011:15).

Ancak, birleşme ve satın alma yöntemi ile büyümeyi içsel büyüme kararlarının ikamesi gibi görmek de hatalı olabilir. Bu yöntemler birbirlerinin tamamlayıcısı niteliğindedir (Luypaert ve Huyghebaert, 2010:1).

### **1.2.2. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma**

Bir mal veya hizmetin üretilmesi için belirli oranlarda emek ve sermayenin girdi olarak kullanılması gerekmektedir. İşletmenin üretim ölçeğini artırdığı yani kullanılan girdi miktarını artırdığı durumda ortalama maliyetler düşüyorsa üretimde ölçeğe göre azalan maliyetler veya artan getiri koşulları geçerlidir. Pozitif ölçek ekonomileri olarak adlandırılan bu durumda girdilerin tamamının belli miktarda artırılması toplam üründe bu artış miktarından daha fazla çıktı elde edilmesini sağlamaktadır. Başka bir deyişle üretim ölçeğinin artırılması verimliliği artırıcı (ortalama maliyetleri azaltıcı) bir etki ortaya koymaktadır.

Ölçek ekonomileri özellikle otomotiv, uçak sanayi, petro-kimya, demir-çelik gibi sabit giderlerin yüksek olduğu sermaye yoğun endüstrilerde işlerlik kazanmaktadır (Özkan, 2010:50).

Ölçek ekonomilerinin üç avantajı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ölçek ekonomilerinde üretim arttıkça, sabit maliyetler artan üretim miktarlarına dağıılmakta ve böylelikle birim ortalama maliyetler düşmektedir. İkinci avantajı, uzmanlaşma ile bir işçinin yapamayacağı adette üretimin yapılabilecek hale gelmesidir. Ölçek ekonomilerinden faydalanmanın üçüncü avantajı ise, üretim unsurlarından daha iyi yararlanılmak istenmesi olarak gösterilmektedir (Begg, Fisher, Dornbush, 1991:117). Firmalar kendisiyle aynı alanda faaliyet gösteren bir şirketi satın alarak üretim, satın alma, araştırma geliştirme gibi faaliyetleri birleştirebilir (Alan, 200:379). Ölçek ekonomisi sayesinde sabit maliyetler azalırken, iki firma için ayrı ayrı gereken yönetici sayısından daha düşük sayıda yöneticiye ihtiyaç duyulması nedeniyle yönetim maliyetleri de görece azalır (Schall ve Haley, 1991:816-17).

Ölçek ekonomilerinden sağlanan faydalar en başarılı biçimde yatay birleşmeler ile gerçekleştirilebilir (Horne,1974:470).

Beşinci dalga döneminde ABD’de finansal hizmetler sektöründe yaşanan birleşme dalgasında ölçek ekonomileri etkili olmuştur (Rezaee, 2001:74).

### **1.2.3. Rekabet Gücünün Arttırılması**

Birleşme sonucu işletmelerin piyasa pazar payları doğal olarak artmakta hatta birleşen iki işletmenin pazar payı, ayrı ayrı işletmelerin pazar payı toplamından daha büyük hale gelmektedir. Bu aslında sinerji etkisinin de bir yansımasıdır. Pazar payının artması, birleşen işletmelerin buldukları endüstri kolunda rekabet üstünlüğünü ele geçirme fırsatı yaratır. Bu durum, piyasadaki azalan rekabet ve kaynakların optimal kullanımından kaynaklanmaktadır. İşletmelerin artan pazar payı kârın artması ile sonuçlanmaktadır (Siddaiah, 2011:362).

Literatürde birinci dalga olarak isimlendirilen ve 1890'lı yıllarda başlayan birleşme dalgasında etken olan düşünce, rekabetin kaldırılması ya da azaltılması suretiyle monopolcü güce sahip olmaktır (Martynova ve Renneboog, 2008:5-7).

Pazarda rekabeti engelleyebilecek birleşme ve satın almalar, resmi makamların iznine bağlı olup antitröst yasalarla engellenmiştir. Çünkü birleşme veya satın alma yolu ile pazarda monopol veya hakim güç haline gelen işletmeler fiyatlar üzerinde tam kontrolü ele geçirerek ürünlerin fiyatlarını artırmakta böylece tüketicilerden üreticilere doğru, monopolleşme öncesine göre, önemli ölçüde bir kaynak transferine yol açmaktadır.

#### **1.2.4. Finansal Nedenler**

Daha önce değindiğimiz üzere işletmelerin birleşmesi sonucunda yeni bir şirket mevcuda getirilebileceği gibi şirketlerden biri diğer şirket bünyesinde kaybolarak birleşme alıcı firmanın kişiliğinde varlığını sürdürmeye devam eder. Birleşme sonucu kurulan yeni şirketin veya bünyesinde birleşilen şirketin borçlanma kapasitesi birleşme öncesi şirketlerin ayrı ayrı borçlanma kapasitelerinden daha yüksektir. İşletmenin mali yapısının önceki duruma göre çok daha güçlü bir hale gelmesi işletmeye borç verenler açısından risklilik derecesini düşürmüştüğü için, işletme piyasadan artık daha ucuza borçlanma imkanına sahip olacaktır (Horne, 1974:472).

Hızla büyüyen işletmeler, büyüme sürecinde ihtiyaç duyduğu nakit ve nakit benzeri likit finansal kaynakları birleşme yoluyla yüksek likidite oranlarına sahip diğer işletmelerden sağlayabilirler (Akay,1997:17). Birleşme neticesinde oluşan yeni işletmede finansal kaynakların birleşmesi ve artan istikrar ile işletme riski düşmekte ve yeni projelerin sermaye maliyeti azalmaktadır (Massoudi, 2006:103). Özellikle

ekonomideki durgunluklar ya da yaşanan krizler sonrasında finansal güçlüklerle karşı karşıya kalan ve sermaye yeterliliği zayıf olan bankaların tasfiyesini önlemek, işsizliğin önüne geçmek adına bankaların satın alınması yaygındır. Bu tür birleşmeler çoğu zaman devlet tarafından teşvik edilmektedir (Şahözkan, 2003:58-59).

### **1.2.5. Çeşitlendirme**

Çeşitlendirme (diversification), işletmenin kendi faaliyet alanı dışına çıkarak daha önce faaliyet göstermediği bir alanda büyümesini ifade etmektedir. İşletme bu büyüme stratejisi ile ürettiği mal ve hizmetlere yeni mal ve hizmetler ilave eder; faaliyette bulunduğu pazarın dışındaki pazarlara giriş yapar ve mevcut üretim süreçlerine yenilerini ekler.

İşletme çeşitlendirmesinin birleşme yoluyla yapılması durumunda farklı sektörlerde faaliyet göstererek daha geniş müşteri kitlesine ulaşmakta, riskini azaltmaktadır (Massoudi, 2006:103).

Anti-tröst yasalarının sıkı yaptırımlarından dolayı 1950-1973 yıllarını kapsayan ve literatürde “*üçüncü dalga*” olarak bilinen dönemde işletmeler birleşme yerine sektör dışındaki iş alanlarına yönelmişlerdir. Genellikle işletmeler, değişik alanlarda iş gören işletmeleri satın alıp tek bir bünyede toplayarak bugün holding dediğimiz yapıların oluşmasına neden olmuşlardır (Kim, 1998:23).

General Electric ve Litton Industries, birleşme sonrasında üst düzey yöneticilerini grup bünyesindeki farklı faaliyet konularında görevlendirmiş ve işletme yönetimi alanında olumlu sonuçlar almıştır (Weston, Mitchell, Mulherin, 2004:174).

### 1.2.6. Vergi Avantajı

İşletme yöneticileri vergi ödemek yerine kârlı yatırım fırsatlarını birleşme veya satın alma yoluyla değerlendirmek isteyebilirler.

Bazı ülke uygulamalarında, birleşmeden doğan kâr vergilendirilmemekte (Türk Vergi Sisteminde *şirket devirleri*, "vergisiz birleşme" olarak ifade edilmektedir) veya elde edilen kârın vergilendirmesi ileriki yıllara ertelenmektedir.

Vergi matrahı yüksek olan bir şirket, vergi yasalarına göre zarar etmekte olan bir şirketle birleşerek hedef firmaya ait zararları kendi vergi matrahından indirebilir. Bu yöntem sayesinde şirket hem büyüme stratejisini gerçekleştirmiş olacak hem de vergi planlaması yaparak ödemesi gereken vergileri yatırıma yönlendirebilecektir (Akgüç, 1994:869).

Birleşme sonucunda işletmenin borçlanma kapasitesindeki genişleme, finansman giderlerinin yükselmesine bağlı olarak sağlanabilecek vergi tasarrufunu artırmaktadır (Sumer ve Pernsteiner, 2004:383-385).

### 1.2.7. Sinerji

Sinerji, birden fazla parçanın bir araya gelmesi sonucunda parçaların ayrı ayrı toplamından daha büyük bir değer ortaya çıkması ( $2+2=5$  gibi) olarak tanımlanmaktadır (Onur, 2008:20).

Şirket birleşmelerinde sinerji ise, bünyesinde birleşilen şirketin ya da birleşme sonrasında ortaya çıkan yeni şirketin toplam değerinin, bünyesinde kattığı şirketlerin birleşmeden önceki ayrı ayrı değerlerinden daha büyük olmasıdır (Bulut, 2002: 2). Sinerji yoluyla değer yaratmak, birleşme ve satın alma etkinliğinin en belirgin

avantajıdır. Tablo 1 sinerji yoluyla değer yaratmayı özetlemektedir (DePamphilis, 2012: 183).

Tablo 1. Değer Yaratan Potansiyel Kaynakların Tanımlanması

Potansiyel Değer Kaynağı	Örnekler	Potansiyel etki
<b>İşletim Sinerjisi</b>		
Fonksiyonel çakışmayı ortadan kaldırma	Tepe yönetimindeki eş pozisyonları azaltma	Kar miktarında artış
Üretimin geliştirilmesi	Çalışan başına artan çıktı	Aynı
Satış İskontosu (satış primi, hâsılat primi, dönemsonu iskontosu gibi)	Toptan satış indirimi	Aynı
İşletme sermayesi yönetimi	Alacakların tahsilatında meydana gelen artışın alacak devir hızının artması	Artan aktif kârlılığı
	Stok devir hızının artması	Aynı
<b>Tesislerin Yönetimi</b>		
Ölçek Ekonomileri	Az kullanılan tesislerde artan üretim	Artan aktif kârlılığı
Kapsam Ekonomileri	Veri merkezleri, AR-GE işlevleri, çağrı merkezleri vb. birden fazla ürün hattını / operasyonlarını desteklemek	Aynı
Örgütün yeniden organizasyonu	Yönetim katmanlarının sayısının azaltılması	İletişimin gelişmesi
		Bürokratik ataletin azalması
<b>Finansal Sinerji</b>		
Artan borçlanma kapasitesi	Hedef firmanın çok az borcunun bulunması, varlıklarının ipoteksiz olması	Finansman kaynaklarına erişim kolaylığı
Artan kaldıraç etkisi	Düşük maliyetli kaynaklara erişim	Düşük Sermaye Maliyeti
<b>Ürün Pazarlama Sinerjisi</b>		
Yeni dağıtım kanallarına erişim	Satış fırsatlarının artması	Gelir Artışı
Çapraz satış fırsatları	Alıcının ürünlerinin hedef şirketin müşterilerine satılması ve tam tersi durum	Aynı
Araştırma ve geliştirme	Fikirlerin çapraz eşleşmesi	Daha yenilikçi
Ürün geliştirme	Reklam bütçesinin artırılması	Genişlemiş pazar payı
<b>Kontrol</b>		
Fırsat tanımlama	Alıcı, hedef şirketin yönetimi tarafından görülmeyen fırsatları görür	Yeni büyüme fırsatları
Daha proaktif yönetim tarzı	Daha kesin kararlar alabilme	Artan finansal getiri

### **1.2.8. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma**

İşletmeler patent edinme kapasitesine sahip diğer firmaları satın alarak mevcut patent durumlarını güçlendirebilir, ileride oluşması muhtemel rekabeti önleyebilirler (Akgüç, 1998: 894).

Maddi olmayan varlıkların arasında patent, ticari marka, telif hakkı, teknik bilgi ve ticari sır gibi geleneksel fikri mülkiyet varlıkları bulunur. Daha yakın zamanlarda bu kategoride yer alan ve gittikçe önem kazanan diğer maddi olmayan varlıklar ise, maskeli eserler (mask-works)<sup>2</sup> ve domainler yani internet alan adlarıdır (Bryer ve Lebson, 2003: 2).

Maddi olmayan varlıklar günümüzdeki değeri ve önemi itibarıyla ulusal ve uluslararası birleşmelerin ardındaki itici güç haline gelmiştir. Maddi olmayan varlıkların birleşme ve satın alma yoluyla elde edilen tüm varlıklar içerisinde taşıdığı önem artık her zamankinden çok daha büyüktür (Tannenbaum, 1999).

### **1.2.9. Yetenekli Yönetime Sahip Olma**

Özellikle özgün bir ürüne veya hizmete sahip olan ve hızlı bir biçimde büyüme gösteren ancak piyasada rekabet edebilmek için gerekli yönetsel deneyime ve bilgi birikimine sahip olmayan ufak şirketlere büyük şirketler tarafından teklif yapılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ancak bu tip işlemler sonucunda küçük durumda olan şirketin yönetimi büyük tarafından değiştirilmekte ve bu işlemler genelde dostça bir devralma olarak nitelendirilmemektedir (Brealey ve Myers, 2003:933).

---

<sup>2</sup> Maske işi veya maskeli eserler (mask-works), yarı iletken çip tasarlamak ve üretmek için kullanılan bir tür harita veya plana verilen isimdir.

Bunun aksi de doğru kabul edilebilir. Yani, tecrübe sahibi, kendini ispatlamış ve etkili yönetim kadrolarına sahip işletmeler, sahip oldukları bu yeteneklerini yeni potansiyel iş alanlarında da kullanarak ek yarar sağlamak isteyebilirler. Özellikle kötü yönetim nedeniyle pazar payını kaybetmiş, potansiyel olanaklardan yeterince yararlanamayan ve değerini yitirme eğilimine girmiş işletmeler birleşme veya satın alma yöntemiyle edinilerek yeniden canlandırılabilir (Ülgen ve Mirze, 2006: 314).

Kimi durumlarda yöneticilerin birleşme faaliyetindeki ana amaçları kendi pozisyonlarının korunması olabilmektedir (Sharma ve Ho, 2002).

#### **1.2.10. Psikolojik Nedenler**

Birleşme ve satın alma kararlarında, ekonomik nedenler kadar psikolojik nedenler de önemli roller üstlenmektedir.

Zarar eden işletmelerde yöneticilerin istihdamlarının devam etmeyeceği korkusu, daha güçlü bir işletmeyi yönetme arzusu, işletmenin sürekliliğini sağlama istekleri, kâr eden bir işletme durumuna gelip kâr payı, prim politikalarından yararlanma isteği yöneticiler açısından işletmeleri birleşmeye zorlayabilmektedir (McCarthy ve Dolfsma, 2013:202). Ancak, birleşme gerçekleşse de, işletme entelektüel sermayesinin yetersiz oluşu, birleşme sonrası planlama ve örgütlenme için hazır olunmaması psikolojik güdülerle yapılan birleşme ve devralmaları başarısız kılabilir.

#### **1.3. Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması**

Şirket birleşmelerinin çeşitli biçimleri bulunmaktadır. Süreci etkileyen faktörlerden biri olduğundan birleşme biçimlerinin sınıflandırılmasına kısaca

değirmek gerekmektedir. Bu biçimler ekonomik ve hukuki açılardan sınıflandırılmaktadır.

### **1.3.1. Ekonomik Faaliyet Alanlarına Göre Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması**

Ekonomik faaliyet alanlarına göre şirket birleşmeleri yatay, dikey, dairesel ve çok yönlü olabilmektedir.

#### **1.3.1.1. Yatay Birleşmeler**

Yatay (horizontal) birleşme, aynı sektörde veya coğrafi bölgede faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesidir. Başka bir ifade ile benzer tüketici veya müşteri tipine sahip, birbirini tamamlayıcı mal ve hizmet üreten işletmelerin birleşmesidir (Ülkü, 2002: 23). Yatay birleşmelere genelde genç işletmeler yönelmekte olup bu yöntemle başka türlü girme olasılığının bulunmadığı, rekabetin çok yoğun olduğu pazarlara hızlı bir şekilde girme olanağına sahip olabilmektedirler (Varlık, 1989: 23).

Yatay birleşmeler işletmelere ölçek ekonomilerinden faydalanarak üretimde maliyetleri düşürme imkânı sağlamaktadır. Bu tür birleşmelerin verimsiz kaynakların verimli hale getirilmesi ile maliyet azaltıcı etkisi bulunmaktadır (Miller ve Hollowell 2010:408). İşletmeler açısından özellikle sinerji anlamında değer yaratabilen yatay birleşmelerden beklenen başlıca yararlar; yatırım ve faaliyet giderlerinden sağlanacak tasarruflar ile gelirlerin arttırılması ve büyüme olanaklarının daha iyi değerlendirilmesi şeklinde özetlenmektedir (Sudarsanam, 2003:127).

Bu tür birleşmeler ve satın almalar genellikle aynı sektörde faaliyet gösteren rakip firmalar arasında gerçekleştiği için rekabet ortamının bozulmasına neden olarak

piyasada tekelleşmeyi hızlandıran bir adım olarak görülebilir (Sudarsanam, 1995:8-9). Bu nedenle, yatay birleşmelerin artması ilgili sektördeki rekabetçi yapının bozulması riskini oraya çıkarmaktadır. Yatay birleşmelerin rekabet yapısı üzerinde negatif etkileri genellikle düzenleyici otoriteler tarafından belirli düzenlemelere tabi tutularak önlenmeye çalışılmaktadır (Sherman ve Hart, 2006:93-95). Rekabet Kurumu, Avrupa Birliği Rekabet Politikası çerçevesi altında kurulmuş bir bağımsız kamu otoritesi olup Türkiye’de meydana gelen birleşmelerin rekabet üzerindeki olumsuz etkilerini engellemek üzere düzenleme ve denetleme yetkisine haizdir.

Aşağıda yatay birleşmelerin dünyada en bilinen örneklerine yer verilmiştir.

- Facebook'un 2012'de Instagram'ı 1 milyar dolara satın alması,
- Disney'in Pixar Studios'u devralması,
- Exxon'un Mobil'i satın alması,
- ABD'li kimya şirketleri DuPont ve Dow Chemical Co.'nun 86 milyar sterlinlik bir birleşme anlaşması yapması,
- Marriott, dünyanın en büyük otel zincirlerinden birini oluşturmak için Sheraton ile 120 milyar dolarlık bir birleşme yapmayı kabul etmesi,
- Almanyanın en büyük pizza zinciri Joey'in 86 milyon dolar karşılığında Domino's tarafından satın alınması.

### **1.3.1.2. Dikey Birleşmeler**

Dikey (vertical) birleşmeler, birbirlerini tamamlayan safhalar arasında meydana gelen birleşme işlemleri olarak tanımlanmaktadır (Arnold, 2013:293). Bu birleşme şeklinde, aynı sektör veya pazarda ya da tedarik zinciri içindeki işletmeler arasında yapılan birleşmeler/satın almalar söz konusudur.

Dikey birleşme, bir işletmenin tedarik zincirinin birkaç adımını kontrol ettiği durumlarda söz konusu olmaktadır. Eğer işletme geriye doğru kendisine girdi sağlayan diğer işletmelerle birleşiyorsa *geriye doğru dikey birleşmeden*, ileriye doğru kendi ürününü satın alan işletmelerle birleşiyorsa *ileriye doğru dikey birleşmelerden* söz edilir (Green, 1990:19). Örneğin marka, patent, endüstriyel tasarım hakkı sahibi ile bu hak sahibinden lisans alan arasında oluşturulan birleşme ve devralmalar dikey birleşme ve devralmalar arasında yer alır (Güven, 2003:118).

Dikey birleşmede, birbirini takip eden ardışık üretim safhaları fiziksel ve teknik yönden sıkı sıkıya bağlı olduğu zaman maliyet azaltıcı bir strateji olmaktadır (Williamson, 1990:3). 2006 yılında Ülker Gıda'nın BİM-Birleşik Mağazaları'nın %58'ni satın alması ülkemizde gerçekleşen dikey birleşme türüne bir örnektir.

Dikey birleşmenin en iyi bilinen örneklerinden bazıları da petrol endüstrisinde gerçekleşmiştir. 1970'li ve 1980'li yıllarda, öncelikli olarak petrol arama ve ham petrol çıkarma işiyle uğraşan birçok şirket alt rafinerilere ve dağıtım şebekelerine ulaşma kararı almıştır. Bu karar sonrasında Shell ve BP gibi şirketler üretim sürecinden satış sürecine kadarki tüm aşamaları artık kontrol edebilmektedirler. Yani Kuzey Denizi ya da Alaska bölgesinden petrol çıkarmakla başlayan süreç petrolün işlenerek bir aracın yakıt deposuna girmesiyle tamamlanmaktadır. İşte tüm bu süreçler adı geçen şirketler tarafından adım adım takip edilebilmektedir (Harrigan, 2003).

Starbucks'ın Çin'de bir kahve çiftliği satın alarak üretime başlaması, Amazon'un kitap satışı yanında kitap yayıncılığına da başlaması geriye doğru birleşme ve satın almaların bariz örnekleridir. Söz konusu şirketler portföylerinde

bulunan ürünlerin satıcısıyken aynı zamanda tedarikçileri konumuna da gelmiş yeni bir rol daha üstlenmişlerdir (Bosman, 2011; Burkitt, 2010).

Günümüzde modern işletmeler çekirdek faaliyetleri dışındaki diğer faaliyetlerini işletme bünyesinde yürütmek yerine hizmet satın alma, ortak girişim kurma veya buna benzer işbirlikleri ile işletme dışından edinmeyi tercih etmektedirler (Stuckey ve White, 1993).

### **1.3.1.3. Karma Birleşmeler**

Karma (conglomerate) birleşme kısaca farklı alanlarda faaliyet gösteren işletmelerin birleşmeleri olarak tanımlanabilir. Karma birleşmeler sayesinde firmalar hem araştırma, üretim, pazarlama gibi farklı uzmanlık gerektiren konularda kontrol gücü elde eder hem de satışlarda ortaya çıkması muhtemel dalgalanmaları azaltarak işletme riskini dağıtırlar (İçke, 2007:17).

Firmalar kendi faaliyet gösterdiği alanın dışındaki bir alana hızlı bir şekilde girebilmek için ekonomik çeşitlendirme olarak da adlandırılan bu birleşme türünü tercih edebilmektedir. Riski azaltmak adına özellikle sabit sermayeli işletmeler arasında gerçekleştirilen bu şirket evliliklerinde temel amaçlardan birisi de etkin bir dağıtım ağına sahip olmaktır (Green, 1990:19-20). Karma birleşmeler sonucunda firmalar araştırma, üretim, pazarlama gibi farklı uzmanlık gerektiren konularda kontrol gücü sağlar ve firmaların kazançlarındaki ve satışlarındaki dalgalanma azaltılıp çeşitlendirme olanağı sunar (Weston vd., 1990: 85).

Karma birleşmeler, ürün yelpazesini genişletme amacıyla farklı ürün üreten firmalar arasında yapılabileceği gibi, aynı ürünü üreten fakat farklı pazarlarda satan firmalar arasında da gerçekleştirilebilmektedir. Bu bağlamda, ilk durumda amaç

üretim açısından çeşitlilik sağlamak iken, ikincisinde coğrafi piyasanın genişletilmesi olmaktadır (Bolten ve Conn, 1981). Karma birleşmelere örnek olarak 1970 yılında Phillip Morris'in Miller Brewing Co.'yu satın almasını örnek verilebilir. Popüler sigara markaları Marlboro ve Virginia Slims'in üreticisi olan tütün şirketi Phillip Morris, bira endüstrisinin büyük şirketlerinden biri olan Miller'ı bünyesine katarak farklı bir faaliyet alanına girmiş oldu.

### **1.3.2. Hukuki Yapılarına Göre Şirket Birleşmelerinin Sınıflandırılması**

Hukuki yapılarına göre şirket birleşmelerinin biçimsel olan ve olmayan türleri bulunmaktadır.

#### **1.3.2.1. Biçimsel Birleşmeler**

Biçimsel birleşmeler belli bir biçime uygun olarak gerçekleştirilen birleşmelerdir. Bu birleşmeler tröst, holding, konsorsiyum ve iş ortaklığı biçiminde olabilir.

##### **1.3.2.1.1. Tröst**

Tröstleşme, terim olarak monopol olma eğilimini ifade etmektedir. Şirketlerin ekonomik bağımsızlıklarını kaybetmeleri suretiyle meydana getirdikleri birliğe tröst adı verilir. Tröstlerde, şirketler hukuki bağımsızlıklarını korurken, ekonomik bağımsızlıklarını kaybederler (Akay, 1997: 21).

Tröstlerin amacı iki veya daha çok şirketin yönetimini belli bir grup altında toplamaktır. Tröst çatısı altında toplanan şirketlerin pay senetleri tröstün senetleriyle değiştirilir (Özdemir, 1999:546).

### **1.3.2.1.2. Holding**

Bir ya da daha fazla şirket üzerinde denetim sağlamak için yeterli miktarda oya sahip hisse senedini elinde bulunduran şirkettir (Horne, 1974:483).

Holdingle bir ana şirket ve buna bağı olan birçok yavru şirketten oluşur. Ana şirket bu yavru şirketlerin hisse senetlerinin ağırlıklı kısmına sahip olmak suretiyle bu şirketlerin yönetimini elinde bulundurur. Genellikle anonim şirket statüsünde kurulan holdinglelerin kendisine bağlamayı düşündüğü bir şirketin yönetimini ele geçirebilmek için kuramsal olarak bu işletmenin toplam hisselerinin % 51 'ini elinde bulundurması gerekir. Bununla beraber, uygulamada hisse senetleri ülke düzeyinde küçük tasarruf sahiplerine dağılmış olan bir şirketin toplam hisselerinin % 20-30'luk bölümünün ele geçirilmesi şirket yönetiminin holding kuruluşunun denetimine girmesi için yeterli olmaktadır (Rodoplu ve Akdemir, 1998:69).

### **1.3.2.1.3. Konsorsiyum**

Gerçek veya tüzel kişilerin belirli bir işi veya işler dizisini birlikte gerçekleştirmek amacıyla bir araya gelmeleri ve bunlardan her birinin, diğerlerinden bağımsız olarak, işin sadece bir bölümünün yerine getirilmesini üstlenmesi durumunda "konsorsiyum" söz konusu olur (Barlas, 2012:243). Konsorsiyum kendi başına bir kuruluş veya şirket değildir. Konsorsiyum, kendisini oluşturan taraflar arasında kurulan sözleşmeye dayanan bir hukuki ilişkidir (Milton, 1980:122).

Konsorsiyumlar, barajlar, tüneller, otoyollar, hidroelektrik santraller, köprüler gibi çok büyük yatırımları ve ileri teknolojiyi gerektiren, bir yatırımcının tek başına

gerçekleştiremeyeceği işlerde tercih edilmektedir. Bu gibi durumlarda birden çok inşaat firması bir araya gelerek bu tür yatırımları gerçekleştirir (Duman, 2016:150).

“İş ortaklıkları”ndan (joint venture) farklı olarak, konsorsiyumlarda, konsorsiyumu oluşturan ortakların elde edilen kârı paylaşma hakkı bulunmamakta, her ortak işin kendi payına isabet eden bölümünün kazanç ve kaybına kendisi katlanmaktadır (Oktay, 1997:28).

#### **1.3.2.1.4. İş Ortaklıkları**

İş ortaklığı; iki veya daha fazla hukuken ve iktisaden birbirinden bağımsız şirketin müştereken belli bir amacı gerçekleştirmek ve kâr elde etmek için kurdukları ve birlikte yönettikleri tüzel kişiliği bulunan veya bulunmayan bir ortaklıktır (Kaplan, 2007:22).

İşletmelerin ortak girişim oluşturma nedenlerini, riski azaltmak, ölçek ekonomileri, teknoloji transferi, rekabeti engellemek, hükümetin oluşturduğu ticari kuralların ya da yatırım engellerinin üstesinden gelmek, tecrübesiz işletmelerin uluslararası alanda yayılmalarını kolaylaştırmak, ortakların kaynaklarının birbirlerinin eksik yönlerini tamamlamasıyla üstünlük sağlamak olarak özetlemek mümkündür (Child ve Faulkner, 1998:67).

#### **1.3.2.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler**

Biçimsel olmayan birleşmeler, belli bir biçime sahip olmamasına karşın işbirliği amaçlı yapılan birleşmelerdir. Biçimsel olmayan birleşmelerde şirketler hukuki ve ekonomik bağımsızlıklarını korumaktadırlar (Ulusoy, 2004: 23). Biçimsel

olmayan birleşmelerin kartel, centilmenlik anlaşması, çıkar grupları, havuzlama ve işbirliği içinde çalışan şirketler gibi türleri vardır.

#### **1.3.2.2.1. Kartel**

Kartel, aynı alanda faaliyet gösteren iki ya da daha fazla şirketin rekabeti azaltmak veya ortadan kaldırmak için hukuki bağımsızlıklarını yitirmeden yaptıkları anlaşma ile oluşturdukları tekeli birliktir (Mucuk; 2003: 50).

Kartelin kurulmasıyla sektörde az sayıda ancak anlaşma öncesine göre görece büyük firmalar ortaya çıkar. Bu büyük firmalar piyasada öyle bir güce erişirler ki ürünlerin fiyatlarını belirleyerek satış hacimlerini kontrol edebilir ve hatta üretim veya ihracat hacmine kısıtlamalar getirerek monopolcü bir firmanın karakteristiğini gösterebilirler. Kartel anlaşmasıyla firmalar piyasaları kendi aralarında bölüşerek etki alanlarını da belirleyebilirler (Seyidoğlu, 1992:456).

Dört grup eylem kartel davranışı olarak nitelendirilmektedir: “Fiyat tespiti”, “arz miktarının kontrolü”, “pazar paylaşımı” ve “ihalelerde danışıklı hareket” (ICN, 2005:10).

#### **1.3.2.2.2. Centilmenlik Anlaşmaları**

İki veya daha fazla sayıda şirket kendi aralarında yapacağı bir anlaşma ile hammadde kaynaklarını veya faaliyet gösterdikleri pazarları paylaşarak piyasa rekabet koşullarını kendi lehlerine değiştirirler. Bu anlaşmaya centilmenlik anlaşması denir ve amacı fiili tekeller kurarak alıcı veya rakipler karşısında daha güçlü duruma gelmektir.

Centilmenlik anlaşmalarının her ne kadar hukuki dayanağı olmasa da buradaki amaç, piyasa şartlarını anlaşmaya katılan şirketlerin lehine değiştirerek ekonomik açıdan anlaşma öncesine göre yüksek menfaatler elde etmektir (Mucuk, 2003:49).

#### **1.3.2.2.3. Çıkar Grupları**

Çıkar gurubu, çeşitli şirketlerin hisse senetlerinin genellikle aile bireylerinden veya birbirine çok yakın olan kişilerden oluşan belirli bir grubun elinde toplanmasıdır (Akay, 1997: 24). Böylelikle söz konusu grup ayrı ayrı şirketleri tek bir amaç doğrultusunda yönetebilir (Ataman, 2001: 381).

#### **1.3.2.2.4. Havuzlama**

Aralarında rekabet olan şirketlerin fiyatları, patentleri veya pazarları bir araya toplamak için oluşturulan işbirliğine havuzlama denmektedir (Özdemir, 1999: 424). Havuzlama, geçici ve gizli bir işbirliği türüdür. Bu sebeple dışarıdan farkına varılması zordur (Alpugan vd, 1990:83).

#### **1.3.2.2.5. İşbirliği İçinde Çalışan Şirketler**

İki ya da daha fazla şirketin yönetim kurullarının aynı kişilerden oluşması halinde, ayrı ayrı şirketlerde birleştirilmiş bir politikadan söz edilebilir (Değirmenci, 2011: 38). Böyle durumlar işbirliği içinde çalışan şirket olarak adlandırılmaktadır.

### **1.4. Şirket Birleşmelerinde ve Satın Almalarında Başarı ve Başarısızlık**

Şirket birleşmelerinin etkileri şirket başarısı ile ölçülebilmektedir. Ancak birleşmelerin başarılı olup olmadıklarını belirlemek için öncelikle “başarı” ile neyin anlaşılması gerektiği tanımlanmaktadır. Çoğu durumda yalnızca kârlı bir anlaşma

yapmak başarılı olmak anlamına gelmemekte, anlaşmanın yanı sıra bütünleşmenin de dikkate alınması gerekebilmektedir (Arslan, 2004: 42).

Şirket birleşmelerinde başarının ölçüsünün hangi kriterlere göre belirleneceği öteden beri tartışma konusu olmuştur. Maliyetleri azaltmak, satış gelirlerini veya kârlılığı arttırmak, hisse senetlerinin değerini yükseltmek, pazar payını genişletmek, teknoloji ve bilgi transferi başarının ölçülmesinde kullanılan başlıca kriterlerdir. Ancak zaman zaman bu kriterler kendi aralarında çelişebilmektedir. Şirket pazar payını genişletmesine rağmen, kârlılığını önemli ölçüde azaltmış olabilir. Satış gelirlerinde önemli bir artış yaşanmasına rağmen, şirketin hisse senetleri hızla değer kaybetmiş olabilir. Bu nedenle birleşmenin başarısını ölçerken tüm süreç ve bütün kriterler göz önünde bulundurulmalı optimal bir değerlendirme yapılmalıdır (Tiwary, 2008:4).

90'lı yılların başından itibaren ivme kazanan şirket birleşmeleri 1994 yılından itibaren giderek rağbet görmeye başlamış ve özellikle perakende, finans, gıda, ilaç, otomotiv ve bilişim gibi sektörlerde birleşme ve satın almalar çok sık yaşanmıştır. Ancak, hayata geçirilen birleşmelerin yüzde 70'e yakın bölümü beklenen sonucu vermemiş ve başarısız damgası yemiştir (Kuşçuğlu, 2004).

KPMG Danışmanlık Şirketi'nin yaptığı araştırmaya göre birleşmelerin %17'si ek değer yaratmayı başarabilmişken. %30'unda bir değişiklik olmamış, %53'ü ise birleşme öncesi şirket değerlerinin altında kalmıştır. 1998 yılında ABD'de 7.700 birleşme gerçekleşmiştir. Bunlardan yüzde 30'u kendilerini birleşmeye yönelten amaçlara ulaşmıştır (Arslan, 2004:45).

Gadiesh ve Ormiston (2002), çeşitli çalışmaları inceleyerek, beklenin aksine işletme birleşme ve satın alma işlemlerinin işletmelerin değerini düşürdüklerini tespit etmişlerdir. Bu çalışmaya göre, işletme birleşme ve satın alma işlemlerinin başarısızlık nedenleri geliştirilen stratejilerin yanlış algılanması, işlemler için gereğinden fazla ödeme yapılması, birleşme planının yetersiz olması, iletişimdeki sorunlar ve kültürel çatışmadır.

Mercer Management Consulting tarafından yapılan bir çalışmada da, inceleme grubundaki birleşmelerin yarısından daha az bir oranda devralan şirketlerin endüstri ortalamasının üzerinde performans sergilediği ve yaklaşık yarısında üst düzey yöneticilerin birleşmeyi takip eden ilk yılda işten ayrıldıkları görülmüştür (Mallikarjunappa ve Nayak, 2007:59).

Birleşme ve satın almaların başarı ile sonuçlanmasında firmaların büyüklüklerinin de etkisi olduğu ortaya konulmuştur. Ele geçirilen firmanın küçük olması (satınalma tutarının alıcı firmanın piyasa değerinin %10'undan küçük olma durumu) ve firmaların benzer faaliyetler içerisinde bulunması durumunda başarı oranının %45'e çıktığı; yine ele geçirilen firmanın büyük olması ve benzer faaliyet içerisinde bulunulmaması halinde ise başarı oranının %14'e düştüğü konusunda bilimsel bulgulara rastlanmaktadır (İçke, 2006:102).

Birleşme işlemlerinin başarısı süreci yönetenlerin birleşme öncesi ve birleşme sonrası dönemdeki tutumlarından önemli oranda etkilenmektedir. Yani birleşme öncesi dönem başarılı bir şekilde yürütülmüş olsa da birleşme sonrasında yapılacak hatalar birleşmenin başarısızlıkla sonuçlanmasına sebep olabilir. Yapılan araştırmalarda birleşen firmalardan %30'u birleşme öncesi dönemin önemine dikkat

çekerken %70'lik kısım birleşme sonrası aşamaya vurgu yapmaktadır. Başarının ölçülmesiyle ilgili yapılan ve 97 birleşme işlemini ele alan bir araştırmanın sonuçları hayli dikkat çekicidir. Bu araştırmada birleşmeye konu olan şirketlerin tamamı farklı alanlarda faaliyet göstermektedir. Araştırma neticesinde kendisinden küçük firmalarla birleşen şirketlerin sadece %45'inin başarılı olduğu; kendisinden görece büyük firmalarla yapılan birleşmelerin başarı oranının ise %14'e kadar düştüğü görülmüştür. Buradan çıkarılan sonuç ise, farklı alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşmesinin yani çeşitliliğin başarılı bir birleşme için motive edici olmadığıdır (Gökbel, 2004:214-215).

Price Waterhouse Coopers (2001), birleşmeye ilişkin satın alma kararının duyurulmasından itibaren alıcı şirketlerin 2/3'ünün hisse senedi fiyatlarında kayda değer bir düşüş yaşandığı ve satın alma işleminin üzerinden bir yıl geçmiş olmasına rağmen alıcı şirketlerden 1/3'ünün hisse senedi fiyatlarının hala akranlarının seviyelerine ulaşamadığını tespit etmiştir (Ingle, 2014:11).

Bu çalışmalar göz önünde bulundurulduğunda şirket birleşmeleri ve satın almalarının çoğu zaman başarısız olduğu sonucuna ulaşılabilir.

#### **1.4.1. Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Başarısızlık Nedenleri**

Birleşme ve satın almaların başarısızlıkla sonuçlanması birçok çeşitli nedene dayandırılabilir ve genellikle bu nedenler birbiriyle ilişkili olup hangi faktörün daha etkin olduğunun ayırt edilmesi zordur (Hubbard, 1997).

Agarwal (2007: 22-24) şirket birleşme ve satın almalarındaki başarısızlık sebeplerini Sudarsanam (1995) ve Damodaran (2001) tarafından yapılan çalışmalara dayandırarak şöyle açıklamaktadır:

- Birleşme ve satın alma planının hedef işletme için uygun olmaması ve hedeflerin belirsiz olması,
- Birleşme öncesi ve sonrası birleşme planının gerçekçi olmaması,
- Hedef ve devralan şirketler arasındaki kültür uyumsuzluğu,
- Bilgi ve deneyim eksikliğinin yanlış değerlendirme, sinerji oluşturamama ve zaman kaybı gibi sorunlara yol açması,
- Birleşme ve satın almanın olumlu taraflarına odaklanılarak aşırı iyimser davranma,
- Farklı ülkeler, farklı pazarlar gibi işletme dışı çevrenin yeterince iyi incelenmemiş olması,
- Birleşme ve satın almada yetki sahiplerinin yapılan işlemlerde sorumlu tutulmaması.

İşletmelerin herhangi birinin mali yapısının bozuk olması ya da belirlenmiş hedefleri gerçekleştirecek güce sahip olmamaları birleşmenin başarısını olumsuz yönde etkilemektedir (Biricik, 1995:26). Gates ve Very (2003) göre birleşmenin başarısızlığa uğramasının ana nedenleri birleşme öncesi planlamanın yeterince sağlıklı yapılmamış olması ve birleşme sonrası entegrasyonun sağlanamamasıdır.

Balmer ve Dinnie (1999)'nin yaptığı araştırma sonucunda şirket birleşme ve satın almalarının başarısızlığında finansal ve yasal faktörlerin etkisi üzerinde durulmuştur.

Yöneticiler kendi değerlendirmelerinin daha doğru olduğunu düşünerek hedef şirketin tam rekabet koşullarında pazarda oluşmuş fiyatını dahi önemsemeyip şirketi satın almak için pazar fiyatının üzerinde bir fiyat teklif edebilirler (Sarıkamış, 2003:21).

Başka bir araştırma, işletmeler arasındaki kültürel uyumsuzluğun ve farklı yönetim anlayışlarıyla ilgili sorunların, birleşme ve devralmaların başarısız olması için en yaygın faktörler arasında olduğunu göstermiştir (Daniel& Metcalf, 2001).

Kode vd. (2003) satın alma ve birleşmelerde gerçekleşmesi beklenen sinerjiyi değerlendirdikleri çalışmalarında, satın alma ve birleşmelerde başarısızlık nedenlerini bu alanda gerçekleştirilen önceki çalışmaları derleyerek Tablo 2’de özet bir şekilde sunmuşlardır.



Tablo 2. Şirket Birleşmeleri ve Satın Almalarında Başarısızlık Nedenleri

	Entegrasyon ve Entegrasyon Problemlerine Yönelik Planların Olmaması	Birleşme ve Satın Almaların Özünü Yanlış Anlama	Sinerji ve Sonuçlarını Değerlendirmede Ön Yargılar	Entegrasyon Sürecinde Yavaş Davranma	Hazırlık Sürecindeki Eksiklikler	Mevcut Stratejik Planlardaki Başarısızlıklar Nedeniyle Değer Kayıpları	Yüksek Ödenen Satın Alma ve Birleşme Primi
Biljsma & Frankema (2001)	X						
Campbell & Goold (1998)	X		X				
Copeland, Koller & Murrin (1990)	X		X	X	X		X
Galpin & Herndon (1999)	X				X	X	
Haunschild (1994)							X
Haspelslagh & Jemison (1991)	X			X	X		X
Horwitz vd. (2002)	X						
Howell (1970)	X					X	
Jemison & Sitkin (1986)	X				X		
Key (1989)							X
Lajoux (1997)	X			X	X		X
Marks & Mirvis (1997)	X				X		X
Rappaport (1998)		X		X			X
Seyhun (1990)							X
Sirover (1997)		X		X		X	X
Zweig (1995)	X		X				X
Toplam	11	2	3	5	6	3	10

Tablo 2’den görüleceği üzere, birleşme ve satın alma işlemlerinin başarısızlıkla sonuçlanmasının iki temel neden üzerinde yoğunlaştığı dikkati çekmektedir. Sebeplerden ilki entegrasyon sürecinde yaşanan problemlerin çözümlenememesi ikincisi ise, satın alma ve birleşme priminin gereğinden fazla ödenmesidir. Öte taraftan

birleşme ve satın alma işlemlerinin özünün çalışmada yer alan işletmelerin büyük çoğunluğunca doğru tespit edildiği de gözden kaçırılmamalıdır.

Stahl vd. (2013)'ne göre ise birleşme ve satın almaların neden yüksek bir başarısızlıkla sonuçlandığına dair nedenler hala tam olarak anlaşılammıştır.

#### **1.4.2. Birleşme ve Satın Almaların Başarılı Olmasını Sağlayan Faktörler**

İyi bir birleşme stratejisi belirleyebilmek için finansal açıdan, örgütsel, kültürel ve insan kaynakları açılarına kadar uzanan geniş bir perspektife göre hareket etmek gerekmektedir. Birleşen işletmeler arasındaki kültürel uyum, birleşme öncesi ve sonrasında çalışanlar ile iyi bir iletişimin kurulmuş olması, entegrasyon sonrasında yönetim kadrosunun doğru bir şekilde belirlenmesi şirket birleşmelerinin ve satın almalarının başarılı olabilmesi için dikkat edilmesi gereken hususlardan bazılarıdır (Ada, Demirhan ve Gökalp, 2006:31-32).

Chapman'a (2004) göre, birleşmeden önce yapılan planlama birleşme ve satın almanın başarısı için kritik faktörlerinden biridir. Planlama safhasında ne kadar itinayla çalışılırsa başarı elde etme ihtimali o kadar artar. Zira bu safha işletmenin tüm alanlarını etkileyecek olan bütünleşmenin nasıl yürütüleceğinin ele alındığı safhadır.

Birleşmeden ne beklediği yani birleşmenin özünün kavranıp kavranmadığı birleşme sürecini ve birleşme sonrası entegrasyonu etkilemektedir. Birleşme süreçlerinin yönetimi doğrudan ya da dolaylı olarak birleşme sürecinde rol alan tarafların tutumlarını ve birleşmeyle ilişkili olaylara verecekleri tepkileri etkileyecektir (Frommer, 2001:1).

Benzer mal veya hizmet üreten ya da aynı pazarda faaliyet gösteren firmalar arasındaki birleşmeler farklı stratejik özelliklere sahip firmalar arasındaki birleşmelere göre genellikle daha başarılı olmaktadır. Bazı yazarlar da yatay birleşme ve satın almaların dikey birleşme ve satın almalara göre daha başarılı olduğunu savunmaktadır (Bilgin ve Erdoğan, 2004:440).

Kleinert ve Klodt (2002) göre, birleşme ve satın alma işlemlerinin başarısı, hedef şirketin edinen şirkete olan görece büyüklüğüne bağlıdır. Edinilen şirket alıcıya göre ne oranda büyük olursa, kârlılık ve istihdam artışı açısından işlemin başarısı o derece olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

Agarwal vd. (2013) tarafından yapılan ve 8 birleşmenin ele alındığı çalışmada birleşme ve satın almaların başarısını etkileyen faktörlerin üç ana başlık altında toplanabileceğini belirlemişlerdir. Bu faktörler, birleşme stratejisinin ve entegrasyonun uyumu, birleşen şirketlerin teknolojilerinin/ürünlerinin uyumu ve insan faktörü şeklindedir.

King vd. (2004), birleşme ve satın almaların başarısını açıklamaya yönelik önceki girişimlerin çoğunlukla finansal ve stratejik faktörler üzerine yoğunlaştığını, teorik ve ampirik araştırmalarda yeterince temsil edilmeyen mali olmayan faktörlere daha fazla yer verilmesi gerektiğini iddia etmiştir.

Heidrich (2002) ise çalışmasında başarı ölçüsü olarak birleşme sonucunda ortaya çıkacak potansiyel sinerjiyi dikkate almış ve sınır ötesi stratejik ittifaklar şeklinde gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin çok daha başarılı olduğunu tespit etmiştir. Başarının arkasındaki nedeni ise entegrasyon sürecindeki katılımcıların birleşme öncesinde kültürel farklılıkları önceden varsayarak muhtemel sorunlara karşı

daha duyarlı olunmasına bağlamaktadır. Yine aynı çalışmada, benzer olduğuna inanılan iki örgüt kültürünün birleşmesinin, genellikle daha dikkatli yapılan uluslararası bir işlemden daha başarısız olduğunu iddia etmiştir.

Jansen (2001) çalışmasında yukarıda değinilenlerin aksine kurum kültürü uyumu ile birleşme ve satın alma işlemlerinin başarısı arasında anlamlı bir ilişki bulunamadığını gözlemlemiştir. "*Kurum kültürü uyumu*" iki organizasyon arasındaki idari yapı, kültürel uygulamalar ve personelin nitelikleri arasındaki eşleşmeyi ifade etmektedir. (Lemieux ve Banks, 2007:1418).

Baker ve Limmack (2001) birden fazla şirketin bir ya da birden fazla şirketi edinmesinin, aynı işlemin tek bir edinen şirket tarafından gerçekleştirilmesi durumuna göre daha yüksek getiri sağladığını ifade etmektedir. Başka bir ifade ile birleşme ve satın alma işlemlerindeki çoklu ediniciler, tek edinenlerden daha iyi performans sergilemektedir. Yapılan başka bir çalışma Baker ve Limmack'ın bulgularıyla tutarlıdır; ancak bu fark istatistiksel olarak anlamlı değildir (Conn vd., 2001).

Birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleştirilmesi sırasında birleşen şirketlerdeki çalışan profiline dikkate alınması da başarıyı etkileyen bir diğer önemli faktördür. Başarısızlığa neden olan ve insan kaynaklarının yeterince değerlendirilmemesinden kaynaklanan faktörler ise şunlardır: İki kültürün birleşmesindeki zorlukları hafife alma, şirket çalışanlarının sahip olduğu yetenekleri diğer şirket çalışanlarına aktarma problemleri, hedef şirkette çalışanların birleşmeye karşı isteksiz oluşu, birleşme sonrasında kilit pozisyondaki önemli kişilerin ayrılması, "*anlaşma yapmak*" için çok fazla enerji sarf edilmesine rağmen edinme sonrasında planlama ve entegrasyon için yeterli çaba gösterilmemesi, edinilen şirketle ilgili

yetersiz araştırma, hedef şirkete odaklanması nedeniyle mevcut işlerin ihmal edilmesi (Cartwright ve Cooper, 1996).

Evenet (2002) araştırma sonuçlarına göre, hedef şirketin faaliyet gösterdiği ülkedeki ekonomik büyüme oranlarının birleşme ve satın alma işlemlerinin başarısı üzerinde etkisi vardır. Hedef şirketin ülkesindeki yüksek GSYİH oranı, birleşme ve satın alma işlemlerine konu şirketler için olumlu bir ekonomik çevre oluşturmaktadır. Hedef ülkede politik ve ekonomik dengenin kurulmuş olması, yabancı yatırımlara ve yatırımcılara karşı olumlu tutum geliştirilmiş olması, yatırım maliyetleri açısından fiziksel altyapının yeterli olması ve ülkedeki yasal düzenlemelerin birleşme ve satın almalar için uygun bir zemin oluşturması da birleşmenin başarısı üzerinde etkilidir (Özkan, 2010:71).

### **1.5. Birleşme Süreci**

Birleşme ve satın alma süreci, şirketlerin birleşme düşüncesinin başlangıcından, birleşme gerçekleşinceye kadar olan evreleri kapsayan süreçtir. Süreçte izlenen adımlar; şirketlerin birbirlerinin tanıyıp tanımadıkları, içinde buldukları sektör, büyüklükleri, birleşmenin amaçları, zamanlaması gibi pek çok faktöre bağlı olarak değişmektedir (Ülkü, 2002:42).

Sürecin başlarında alınan birleşme kararı kritik öneme sahiptir. Eğer bu karar yeterince çalışılmadan alınırsa geri dönüşü mümkün olmayan kayıplar meydana gelebilir. Benzer biçimde eğer şirketler gerekli analizle yaparak birleşme sürecinin genelini iyi yönetirse başarılı olabilmektedir. Sürece gerekli önemin verilmediği durumlarda birleşmenin başarısızlıkla sonuçlanması büyük olasılıktır.

Birleşme süreci özetle amaçların belirlenmesi, planlamanın yapılması, şirketin değerlendirilmesi, görüşmelerin yapılması, bedelin ödenmesi ve uyum faaliyetlerinin yürütülmesinden oluşmaktadır. Geleneksel olarak, birleşme ve satın alma işlemleri dört aşamadan oluşur: ön birleşme veya birleşme öncesi aşama (pre-merger and acquisition), inceleme ve görüşmeler aşaması (due diligence & negotiations), entegrasyon aşaması (integration) ve son olarak birleşme ve satın alma sonrası aşamadır (post merger and acquisition) (Leeamornsiri, 2005:28).

Birleşme ve satın alma sürecinin dört aşaması takip eden bölümlerde ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

#### **1.5.1. Birleşme ve Satın Alma Öncesi Aşama (Pre-Merger And Acquisition)**

Herhangi bir birleşme ve satın almanın ilk evresinde genel olarak hangi firma ile nasıl birleşeceği belirlenir (Kılıçaslan, 2010:32). Birleşme veya satın alma öncesi aşamada oluşturulacak olan birleşme stratejisini, şirketin kurumsal vizyonu, kurumsal stratejisi ve şirketi birleşmeye iten/motive eden sebepler (acquisition motives) şekillendirilmektedir (Ingle, 2014:35).

Şirketin birleşme ve satın alma işleminden neyi hedeflediği, birleşme ve satın alma işlemi sonucunda ödenecek bedel ve birleşme sonrası entegrasyon süreci önemli ölçüde şirketin kurumsal vizyonu tarafından belirlenir (March, 2005:36).

Bu aşamada birleşme ile ulaşılması beklenen amaçlar ele alınır, belirlenen amaçlara ulaşmada kullanılacak araçlar seçilir, birleşme işinin şirketlerin diğer amaçları ile uyumluluğu araştırılır, potansiyel şirketleri analiz etmek için ölçütler geliştirilir ve birleşmenin nasıl olacağı planlanır. Başka bir deyişle, bu aşamada kısaca,

“ne, neden, nasıl, nerede, ne kadar sürede, ne kadar ücretle?” gibi sorulara yanıt aranmaktadır” (Arı, 2007:28).

#### **1.5.1.1. Birleşme İçin Aday Şirketlerin Araştırılması ve Seçilmesi**

Bir şirketle birleşme veya bir şirketi satın alma kararı verildikten sonra yapılacak olan ilk iş şirketin daha önceden belirlemiş olduğu birleşme stratejisine uygun potansiyel hedef şirketlerin seçimidir.

Schmidt ve Lafaix (2002), hedef şirket seçiminde sadece finansal verilerin göz önünde bulundurulmasının birleşmenin başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olabileceğini vurgulamıştır. Ayrıca, birleşen şirketlerin örgütsel yapısının ve insan kaynaklarının birleşme öncesinde yeterince etüt edilmemesi birleşme sonrası aşamada birleşen şirketlerin uyumunu ve ilişkilerini olumsuz yönde etkilemektedir. Gerçekten de birleşme ve satın almalar üzerine yapılan araştırmalar, birleşmelerin ve satın almaların başarısında organizasyon yapısının ve insan kaynaklarının önemli olduğunu belirlemiştir (Daniel ve Metcalf, 2001). Maalesef ampirik araştırma sonuçları birleşme ve satın alma süreçlerinde insan kaynakları uzmanlarının nadiren görev aldığını ortaya çıkarmıştır (Schmidt, 2002; Waight, 2004).

Hedef şirketin birleşmeye uygun olup olmadığını belirlemek ve bunu sayısal olarak ifade etmek zor olmakla birlikte, kârlılık açısından uygun görünen, fakat alıcı işletmeyle bütünleşme açısından zayıf olan hedef işletmelerin elimine edilmesi gerekmektedir. Hedef şirketin birleşme için uygun olup olmadığı insan kaynakları, teknoloji, finansal kaynaklar, pazarlama gibi çeşitli açılardan ele alınabilir (Çelik,1999:62-63).

Burada değinilmesi gereken bir diğerkonu da birleşme ve satın alma işleminde hedef şirketin vereceğı tepkidir. Birleşme öncesi evrede sadece alıcı şirketler değil hedef şirketler de müstakbel alıcılarının kendi stratejik hedeflerine ne ölçüde uygun olduğunu değerlendirmektedirler. 1996 ile 2009 yılları arasında ABD’de gerçekleşen 3.800’ü aşkın birleşme işleminin % 45’inin hedef şirket tarafından başlatıldığı tespit edilmiştir (Eckbo vd., 2014). Hedef şirketi birleşme kararı almaya iten temel nedenler genellikle finansal ve ekonomik zayıflıklar, finansal kısıtlamalar ve ekonomik şoklardır (Masulis and Simsir, 2015).

Bu aşamada belirlenen amaçlar doğrultusunda birleşme adayları olan şirket veya şirketler aranır. Birleşme için en uygun aday şirket belirlenirken geliştirilen ölçütlerden faydalanılır (Aydın, 1990:44).

#### **1.5.1.2. Birleşilecek Şirketin Değerlendirilmesi**

Değerlendirme birleşme sürecinin önemli bir parçasıdır. Bu aşamada öncelikle şirketlerin cari değerleriyle neyin kastedildiğı ve bu değerlerin nasıl hesaplanacağı ortaya konur (Değirmenci, 2011:66). Ardından değıştirme birimi devrolan ve devralan şirketlerin cari değerleri kıyaslanarak tespit edilir.

Şirket birleşmelerinde değer tespiti, değıştirme biriminin (birleşme oranı) hesaplanması, devrolan ortaklığın pay sahiplerine verilecek yeni ortaklığın hisse senetlerinin miktarı açısından son derece önem arz etmektedir. Birleşme işlemi gerçekleştirilmeden önce, daha önce yapılmış olan görüşmeler ve niyet mektupları temel alınarak hedef şirketin beyan etmiş olduğu varlıklarının gerçek olup olmadığı incelenir. Bu aşamada “SWOT” analizi yapılarak şirketin endüstri içindeki yeri, güçlü ve zayıf yönleri, kurulacak herhangi bir işbirliğinin firmanın stratejik rekabet

pozisyonuna ne katacağı incelenir. “Due Diligence ” olarak bilinen bu süreçte, ele alınmayan hedef şirket hakkındaki tüm operasyonel konular, satın alma sonrası veya birleşme çalışmaları sırasında beklenmedik maliyetlere ve bu sürecin uygulanmasında gecikme ve hatalara yol açacak durumlar belirlenmeye çalışılır (Kılıçaslan, 2010:36). Bu sayede birleşme sonrası yaşanacak olası olumsuz durumların önüne geçilmeye çalışılır.

Uygulamada şirket değerlerinin tespitinde kullanılan birçok yöntem vardır. Bu yöntemlerde şirket değerleri çeşitli ölçütlere (defter değeri, tasfiye değeri, yeniden kurma değeri, borsa değeri makul değer gibi) dayanılarak belirlenir. Defter değeri bir şirketin öz kaynaklar toplamının tedavülde bulunan hisse senedi sayısına bölünmesi ile hesaplanan değerdir. Tarihsel bir değer olması nedeniyle defter değeri, borsa fiyatından farklı olabilmektedir (Dikmen, 2003:50). Tasfiye değeri ise şirket varlıklarının pazarda satışı sonucu elde edilecek nakit değerinden borçlar düşüldükten sonra kalan tutarın firmanın özvarlığını göstereceğini belirtir (Karan, 2001:332). Öte yandan, yeniden kurma değerinde firma varlıklarının tasfiye değerleri değil, satın alma değerleri dikkate alınır. Hesaplanan toplam değerden, değerlendirme yapılan firmanın amortismanına tâbi varlıklarının kullanılmış olma sürelerine göre belirlenen amortisman giderleri düşülür (Sarıkamış, 1999:133).

Bir şirketin borsa değeri ise borsaya kote edilerek işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatıdır (Dikmen, 2003: 52). Son olarak makul değer bilgisi ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında bir varlığın el değiştirebileceği fiyatı veya yükümlülüklerin yerine getirilmesinde esas teşkil edilecek olan meblağı temsil etmektedir (Akbulak ve Şagar, 2004:143).

Şirket birleşme ve devralmalarında kullanılan değerleme yöntemleri ise üç başlık altında incelenebilir:

#### **1.5.1.2.1. İskonto Edilmiş Nakit Akımlar Yöntemi**

Bu yöntem değerlemesi yapılacak şirketten elde edilmesi beklenen nakit akışlarının şimdiki değerlerine dayanmaktadır. Bir şirkete yatırım yapan yatırımcının bu şirketten elde edeceği gelirlere dayandığı varsayımı üzerine kurulmuştur (Karan, 2001:333). Bu yöntemde şirketin aktif ve pasif yapısının tek tek değerlerinin toplamı göz ardı edilerek, şirket faaliyet sonuçları dikkate alınır (Tarakçı, 1995:228).

#### **1.5.1.2.2. Borsa Fiyatları Yöntemi**

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından görüşülerek karara bağlandığı gibi borsa fiyatlandırma yönteminde değiştirme birimi borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıkların borsa fiyatları dikkate alınarak tespit edilmektedir.

#### **1.5.1.2.3. Öz Sermaye Yöntemi**

Bu yöntemde şirket değeri olarak her şirketin özsermaye tutarı dikkate alınır. Söz konusu özsermaye kayıtlı değerlere göre tespit ediliyorsa defter değerlerine göre öz sermayenin tespiti; her bir şirketin bilanço kalemlerinin cari değerleri bilirkişiler vasıtasıyla tespit edilirse düzeltilmiş defter değerlerine göre (cari) öz sermayenin tespiti söz konusu olur (Değirmenci, 2011:68). Sermaye Piyasası Kurulu kararına göre halka açık anonim ortaklıklarda cari öz sermayelerin esas alınması halinde değerlemeye konu gayrimenkuller kurulca listeye alınan ekspertiz şirketleri tarafından değerlendirilmektedir.

#### 1.5.1.2.4. Nicel ve Nitel Şirket Değerlemesi

Şirket değerlemesi işine yukarıda açıklanan yöntemlerden daha farklı ve daha genel bir açıdan bakıldığında ise bu işin nicel ve nitel olmak üzere iki boyutta ele alınabileceği görülmektedir. Her iki türden faktörler şirket değerlendirme işini etkilemektedir. Değerlemeyi etkileyen başlıca nicel faktörler şu şekilde sıralanabilir (Akgüç, 1998:902-903):

- Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen gelirler ve şirketlerin büyüme hızları,
- Dağıtılan kâr payı, hisse başına kazanç ve hisse başına kâr payı oranları,
- Hisse senetlerinin pazar değeri,
- Hisse senetlerinin fiyat/kazanç oranı,
- Birleşmenin alıcı şirketin hisse senetlerinin değeri ve gelirleri üzerine olan etkisi,
- Şirketin defter değeri,
- Şirketin tasfiye değeri,
- Şirketin işleyen teşebbüs değeri,
- Şirketin likidite durumu, net işletme sermayesi,
- Şirketin varlıklarını güvence olarak gösterebilme imkânı.

Bunları yanı sıra şirketlerin değerlemesinde göz önüne alınması gereken çeşitli nitel faktörler bulunmaktadır. İki şirketin ayrı ayrı faaliyet göstermeleri halinde sağlayacakları kârların toplamına kıyasla birleşme sonucu oluşacak kârın daha fazla olması yönündeki beklenti, birleşmenin yaratacağı sinerji etkisi, yetenekli yönetim kadrosuna sahip olma isteği, hedef şirketin sahip olduğu sınav haklarından ya da üretim konusundaki deneyimlerinden yararlanma, etkili bir satış organizasyonuna sahip olma,

şirketin prestijini artırma, daha iyi kalite kontrolü sağlama gibi faktörler değerlemeyi etkileyen nitel faktörler arasında sayılabilir (Akgüç, 1998:911-912).

### **1.5.2. İnceleme Ve Görüşmeler Aşaması (Due Diligence & Negotiations)**

Due Diligence, hem satın alma hem de birleşme işlemleri çerçevesinde hedef şirketin devralınmasından veya onunla birleşmeden önce hedef şirketin ayrıntılı ve özel olarak incelenmesi anlamında kullanılmaktadır (Pulaşlı, 2007:211).

Due diligence, konusuna göre finansal due diligence, vergisel due diligence, insan kaynaklarına yönelik due diligence, ticari ve hukuki due diligence şeklinde çeşitlendirilebilir.

Giffin (2002), birleşecek olan şirketlerin due diligence aşamasındaki amaçlarının aşağıda sıralananları kapsamakla birlikte birbirinden farklılık ve çeşitlilik gösterdiğini ileri sürmüştür:

- Birleşme ve satın alma anlaşmalarında ortaya çıkması muhtemel sorunları çözmek amacıyla planlama yapmak ve birleştirilecek iki kuruluşun beklentilerini karşılamak,
- İstenilen istihdam düzeyi ve iki şirket arasındaki kültürel uyum (cultural fit) göz önünde bulundurularak birleştirilecek şirketlerin örgütsel yapı farklılıklarını ve insan kaynaklarının oluşumunu analiz etmek,
- Birleşme aşamasına geçildiğinde, değişim yönetim sürecinde bir değişiklik yapıp yapılmayacağını planlamak.

Günümüzde, büyük ölçekli şirket birleşmeleri artık bu konuda uzmanlaşmış danışman firmalar aracılığıyla yapılmaktadır. Bu görüşmeler neticesinde birleşme sonucunda şirketin yönetiminde kimin ne oranda yer alacağı ve son satın alma bedelinin ne olacağı belirlenir (Brigham 1996:144). Bu ayrıntılı inceleme sürecinde (due diligence) birleşilmesi düşünülen şirket hakkında bilinen unsurların ve verilerin doğruluğu kontrol edilir. Böylece o şirketle birleşmeyi cazip gösteren etmenlerin gerçekte var olup olmadığı öğrenilmeye çalışılır. Bu sürece bankacılar, avukatlar, muhasebeciler, araştırma geliştirme uzmanları gibi uzmanlar dahil olur ve araştırılan firmanın ilgili personeline şirketin olumlu ve olumsuz yönleri hakkında sorular sorarak gerçek faaliyetler hakkında bilgi alırlar (Boeh ve Beamish, 2007:104).

Due diligence aşamasında, insan kaynakları geliştirme uzmanları, edinilen şirketin kilit personelinin birleşme sürecinde meydana gelen önemli değişikliklere nasıl tepki vereceğini ve birleşmenin yaratacağı uyumluluk sorunlarını dikkatle analiz etmesi ve değerlendirmesi gerekmektedir (Javidan, 2005). Kilit personel organizasyona en çok katkı sağlayan ve yerleri kolay kolay doldurulamayan çalışanları ifade etmek için kullanılmaktadır.

Ancak, bu aşamada, alıcı firma, hedef firmanın sahip olduğu mülkiyet, tesis ve ekipman gibi üretim süreçlerini doğrudan etkileyen maddi haklarının kapsamını ve değerini doğru ölçme başarısı gösterirken, hedef şirketin müşteri çevresi ve firmanın marka değeri gibi gayri maddi haklarını ölçmede aynı derecede başarı gösterememektedir (Chang ve Cho, 2017:232).

Epstein (2005) göre, due diligence sırasında alıcı firma ile hedef şirketin organizasyon yapısı ve kültürel açıdan ne derece uygun olduklarının araştırılması

gerekmektedir. Due diligence aşamasında, son satın alım fiyatını belirlemek için, yöneticiler sıklıkla ilgili işlemlerin, vergilerin veya işlemin kendisini etkileyen yasal konuların mali etkileri üzerine odaklanırlar. Çoğu durumda, bir ekip, işlemin finansal risklerini değerlendirmekle görevlendirilir (Marks ve Mirvis, 1998).

Müzakere aşamasında yer alan meslek mensupları cesur ve sabırlı olmalıdır; zira bu aşama çok yüksek stres altında yürütülmektedir. Müzakere aşaması, birleşmenin en uzun süren aşamalarından biridir. Duygusallık genellikle müzakereler sırasında rasyonalitenin kaybolmasına neden olabilir. Bu da süreci daha da uzatır ve muhtemelen alıcı firma yöneticilerinin dikkatini başka anlaşmalara kaydırır (Tanure vd., 2005:150). Ayrıntılı incelemeler sonrasında alıcı şirket tarafından birleşme sonrasında şirketin hisse senedi sahiplerine ödenecek uygun fiyat veya fiyat aralığı belirlenmektedir. Eğer alıcı işletmenin, hedef işletmenin yönetiminin birleşmeyi onaylayacağına ilişkin inandığı nedenler varsa, o zaman sadece birleşmeyi teklif ederek uygun koşulları belirlemeye çalışacaktır. Eğer anlaşmaya varılırsa, iki yönetim grubu hisse senedi sahiplerine tekliflerini götürerek birleşmeyi onaylamalarını önermektedir (Kezik, 2008:59). Görüşme aşamasının başarılı olması aşağıdaki kurallara bağlıdır (Ülgen ve Mirze, 2004:321):

- Bireyler sorunlardan uzak tutularak kişilerden kaynaklanabilecek sorunlar ortadan kaldırılmalıdır,
- Mevkiler yerine faydalara odaklanılmalıdır,
- Karşılıklı kazanç için fırsatlar keşfedilmelidir,
- Nesnel ölçütlerden yararlanılmalıdır.

### 1.5.3. Birleşme Aşaması (Integration)

Birleşme (entegrasyon) aşaması, birleşme sonucunda ortaya çıkması beklenen ve daha önceden planlanan değişimin sistematik bir süreci olarak görülebilir. Birleşme aşaması, örgütün sistem, yapı ve yönetim uygulamalarında değişim ve bütünleşmeye odaklanmıştır. Buna ek olarak, birleşme aşamasında çalışanlara yeni roller ve yetkiler vermek üzere iş süreçleri de yeniden tasarlanır (Leeamornsiri, 2005:32).

Ampirik çalışmalar, entegrasyon hızının birleşme ve devralmaların başarısını belirleyen kritik bir faktör olabileceğini göstermiştir Entegrasyon sürecinde gecikme belirsizlik ve çalışanlarda kaygı gibi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir (Daniel ve Metcalf, 2001).

Cianni (2002), entegrasyon sürecinde aşağıdaki konulara odaklanılması gerektiğini vurgulamaktadır.

*Organizasyon yapısı:* Kuruluşun birleşme sonrası oluşacak yeni yapısı, kuruluşun amaçlarını, görevlerini, stratejilerini ve yönetim uygulamalarını nasıl destekleyeceği konusuna odaklanmalıdır.

*Süreç (processes):* Birleşme süreci, birleşme ve satın alma işleminin sonucunda ortaya çıkacak ve önceden planlanmış sistematik bir değişim ve geliştirme süreci anlamını taşımaktadır. Burada yönetimin temel hedefi işle ilgili davranış standartlarını, çalışma sürecini düzenleyen kuralları ve çalışma kriterlerini belirlemektir.

*İnsan kaynakları:* Birleşme aşamasında, insan kaynakları geliştirme uzmanları, çalışanlara uygun iş rolleri belirlemeli ve gerekli olması halinde görev dağılımının yeniden yapılması gerekmektedir.

*Kültürel uyum:* Birleşecek olan işletmelerin hangi kültürel değerleri ve yönetim anlayışlarının yeni kurulan şirkete uygun olduğu belirlenmeli ve bunlar arsasında seçim yapılmaz. Bir organizasyonun kurum kültürünü, çalışanların işe teşvik edilme ve ödüllendirilme yöntemleri ile işle alakalı hangi davranış kalıplarının işletme için gerekli sayıldığını belirleyen yönetim uygulamaları şekillendirmektedir.

*Teknolojik uyum:* İşletmeler arasındaki teknoloji farklılıklarına dayanan uyum sorunlarının birleşme sürecinde çözülmesi gerekmektedir. Birleşme planının uygulanamaması iş süreçlerini ciddi şekilde etkileyebilir, ürün ve hizmetlerin kalitesinde bir düşüşe neden olabilir ve daha yüksek işletme maliyetlerine neden olabilir.

Birleşme aşamasının başarısı aynı oranda şirketin performansını etkileyebilmektedir. Schweiger ve Very (2003), son on yılda entegrasyon süreçlerinin başarısı hakkında bir çok akademik ve pratik çalışmanın gerçekleştirilmiş olduğunu ve çoğu araştırmacının entegrasyonu, birleşme ve satın alma işlemi sırasında değer yaratmanın önemli bir safhası olarak kabul ettiğini ileri sürülmüştür.

Birleşme işlemine konu şirketlerin bölümler arası entegrasyonun şirketin yeni ürün geliştirme yeteneğini önemli ölçüde etkilediği tespit edilmiştir (Yoon ve Kim, 2015:167).

#### 1.5.4. Birleşme ve Satın Alma Sonrası Aşama (Post Merger & Acquisition)

Birleşmelerde, bütünleşme sürecinin ne kadar zor ve karışık olacağı satın alan şirketin hedef firmanın faaliyetleri üzerinde ne derece kontrol sahibi olmak istediğine göre değişmektedir. Örneğin, bütünleşme sadece finansal raporlama sisteminin konsolidesiyle sınırlıysa alıcı şirketin burada sınırlı bir kontrol arzusunun bulunduğu söylenebilir. Ancak ortak üretim faaliyetlerinin ve diğer operasyonların birleştirilmesi ile tam bir bütünleşme sağlanmak isteniyorsa sürecin çok daha karmaşık ve zor olması beklenir (Pike ve Neale, 2009:577).

Stratejik birleşmelerde, yani birleşme sonrasında operasyonel sinerji yaratılması, rekabet üstünlüğünün ve sermayedarların zenginliğinin artırılması amaçlanan birleşmelerde, bütünleşme sürecinin doğru yönetilmesi ve iki şirketin faaliyetlerinin ve yönetiminin tek bir çatı altında toplanması çok önemlidir. Finansal birleşmelerde ise bütünleşme gibi bir niyet bulunmamaktadır. Satın alan şirket hedef firmanın kaynaklarını, teknolojisini ve faaliyetlerini kendi bünyesine katmayı amaçlamaz ve bu nedenle bu tür işlemlerde bütünleşme söz konusu değildir (Hitt, Harrison ve Ireland, 2001:88).

Yeni organizasyonun daha sağlıklı bir yapıya kavuşabilmesi adına birleşme sonrasında çeşitli uygulamalar yapılabilir (TÜSİAD, 1999:13; Kandemir, 2003:158):

- Birleşme sonrası şirket ile ilgili yeni stratejik kararlar alınabilir; şirket, sermaye piyasalarından fon sağlayabilir, halka açılabilir,
- Birleşen şirketler yeniden ayrılabilir ya da şirket bölünür ve yeni şirketler ortaya çıkabilir,
- Yeni yönetim ihtiyaç duymadığı faaliyet dışı aktifleri, departmanları elden çıkarabilir ya da yenilerini alır veya kurar,

- Birleşen işletmelerin insan kaynakları yeniden organize edilerek, yeni işletmenin yapısına uymayan personelin tasfiyesi ya da gönüllü ayrılması sağlanır.

## **1.6. Birleşme Karşıtı Taktikler**

Çok boyutlu olan birleşme süreci her zaman başlangıçta belirlenen amaçlara uygun ya da iyi niyetli olarak ilerlemeyebilmektedir. Bazı durumlarda birleşmede taraf olan kişiler birleşmeyi zorlaştırmaya ya da engellemeye yönelik eylemlerde bulunabilmekte, hatta birleşme faaliyetini bir ele geçirme faaliyetine çevirebilmektedir. Birleşmeyi önlemeye yönelik taktiklerden bazıları aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

### **1.6.1. Zehirli Haplar (Poison Pills)**

Zehirli haplar, fiili veya potansiyel bir alıcı firmanın satın alma maliyetlerini artırarak ve satın alma sürecinde belirsizlik yaratarak hedef şirketi elde etme fikrinden vazgeçirmeyi ya da zorlaştırmayı hedefleyen yöntemlerdir (Clarke, 2004:51). Yönetim kurulu, bu hapları herhangi bir zamanda hissedarların izni olmaksızın kabul edebilir. Kabul edildiğinde, haklar bu hisselerle eklenir ve hisse ile birlikte işlem görür. Haklar, hisselerden ayrıldığı zaman ise yalnızca tetikleyici olay adı verilen bir olay meydana geldiğinde kullanılabilir (Sunder, 2013:48). Hedef şirketi diğer şirketin gözünde cazip bir aday olmaktan çıkarmak için bizzat hedef şirket tarafından alınan önlemlerdir:

*Borçlanma:* Şirket bir şekilde devralındığı zaman, daha önce alınmış olan tüm borçların, vadeler beklenmeden ödenmesini zorunlu kılan bir hüküm konulabilir.

*Hisse Senedi İhracı:* Hisse senetlerinin belli bir oranının (örneğin %20) piyasadan bir yatırımcı tarafından satın alınması halinde, hisse senedine

dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri ihraç etme ve mevcut hissedarlarına dağıtma biçiminde cazip imkanlar yaratabilir.

### **1.6.2. Şirket Ana Sözleşmesinde Yapılan Değişiklikler**

Şirket ana sözleşmesinde yapılan değişiklikler yönetim kurulunun görev süresinin uzatılmasına, yönetim kurulunun iki veya üç yıl için seçilmesine veya yönetim kurulu üyelerinin her yıl ancak bir bölümünün yenilenmesine olanak verecek statü değişikliklerinin yapılmasıdır. Bu taktik bütün yönetim kurulu üyelerinin aynı zaman diliminde seçilmesini engelleyerek ele geçirmek isteyen şirketin, hedef şirketin hisselerinin çoğuna sahip olsa bile, hedef şirketin ele geçirilmesini zorlaştırmaktadır (Ayaydın ve Dağlı, 2012:217).

Şirket ana sözleşmesinde değişiklik yapılarak birleşme gibi kararların alınmasında gerekli olan karar yeter sayısının artırılması da koruma yöntemlerinden biridir. Diğer bir koruma yöntemi ise, şirket sözleşmesine konulan hükümlerle ele geçirilme durumunda şirketin hisse senetlerine önceden tespit edilmiş minimum bir fiyatın konulmasıdır.

### **1.6.3. Altın Paraşüt (Golden Parachutes)**

Bu yöntem, şirketin devralınması durumunda üst düzey yöneticilere bir defaya mahsus büyük bir ödemenin yapılmasını garanti eder. Ödenecek olan tazminat o kadar yüksektir ki şirketin satın alımını çok pahalı hale getirir. Yöneticilere ödenecek tazminat tutarı çoğunlukla birkaç yıllık maaşlarına eşittir. Böyle bir hakkın üst yönetime tanınması her ne kadar birleşme ve satın alma işlemini zorlaştırsa da şirket hissedarlarına yönelik bir riski de arkasında barındırmaktadır. Olası bir birleşme söz

konusu olduğunda üst yöneticiler hissedarların çıkarlarını gözetmek yerine fırsatçı davranarak yüksek tazminat tutarlarını kabul edebilirler (Demidova, 2007:49).

#### **1.6.4. Pac-Man Taktiği**

Adını, 1980'li yıllarda özellikle ABD'de popüler olan bir elektronik oyundan almaktadır. Oyun yakalamaya çalıştığı objenin bir süre sonra dönerek kendisini yemesiyle son bulmaktadır. Hedef şirket bir süre sonra taktik değiştirerek kendisini almak isteyen şirketi ele geçirme yönünde saldırıya geçmektedir. Bu durumda birleşmeyi isteyen kurum savunmaya çekilebilecek ve saldırıyı bırakabilecektir (Liu, 2016:146-147).

#### **1.6.5. Hisse Senetlerini Belirli Bir Primle Geri Alma**

Bu yöntemde hedef firma, kendi hisselerini elinde tutan herhangi bir yatırımcıya bu hisseleri geri almak için teklif verir. Hedef firmanın dolaşımdaki hisseler için yaptığı geri alım teklifi alıcı için maliyetleri artırır. Çünkü bu durumda dolaşımdaki hisseleri almak için hedef firmanın teklifinden daha yüksek bir teklif yapmak durumunda kalır (Uzun, 2010:51).

#### **1.6.6. Durdurma Antlaşması**

Durdurma antlaşması, hedef şirketin potansiyel alıcı ile belirli bir dönem boyunca şirketteki varlığını artırmaması yönünde yapılan sözleşmedir. Bu durum genellikle alıcı şirketin hedef şirket içinde önemli bir tutarda hisse senedini ele geçirip tehdit unsuru haline gelmesiyle ortaya çıkar. Bu antlaşmalar genellikle, alıcı şirketin elindeki hisse senetlerini satmaya karar vermesi durumunda, bunların başka bir potansiyel alıcının (ya da daha doğru bir ifade ile yağmacının) eline geçmesinin

önlenmesi amacıyla, hedef şirkete bu durumu reddetme hakkı veren diğer bir antlaşmayla birlikte yapılır. Durdurma antlaşmalarının diğer bir türü de alıcının hedef şirket içerisindeki payını belli bir oranın üzerine çıkarmayacağı yönünde yapılanlardır (Öztürk, 2008:93).

### **1.6.7. Beyaz Şövalye**

Bazı birleşme ve satın alma işlemlerine birden fazla şirket teklif verebilir. Bu da orijinal teklif açıklandıktan sonra diğer teklif sahiplerinin devralma savaşına girebileceği anlamına gelir. Satın alma savaşına üçüncü bir firmanın girmesinden sonra hedef şirket, alımı gerçekleştirecek aday firmadan önceki teklifini yükseltmesini ister ve böylece birleşmeden daha yüksek kâr elde etmeyi amaçlar (Jenkinson,1994:32).

Hedef şirketi satın almak için alım sürecine sonradan dahil olan üçüncü şirkete beyaz şövalye denir. Beyaz şövalye yani üçüncü şirket satın alma sürecine dahil olarak asıl teklif sahibinin satın alma bedelini artırmaya yönlendirir. Böylece hedef şirketin süreçten daha kazançlı çıkmasını sağlar. Hedef şirketle beyaz şövalye arasındaki bu gizli anlaşma bazen umulduğu gibi sonuçlanmayabilir. *Lady Macbeth* stratejisi de denilen bu ikinci durumda, hedef şirkete dostça davranarak durumunu iyileştirmeye çalışan beyaz şövalye, ilk teklif sahibinin hedef şirket tarafından reddedilmesinden sonra bir *Gri Şövalyeye* dönüşerek hedef şirketi ele geçirmeye çalışır. Hatta bazen beyaz şövalye ilk teklif sahibiyle güçlerini birleştirerek hedef şirkete ihanet de edebilir (Barwise, 2006:49-52).

### **1.6.8. En Değerli Taşı Bloke Etmek (Crown Jewels Lock Up)**

Firmalar birleşme veya satın alınma tehdidiyle karşı karşıya kaldıklarında önemli varlıklarını daha önce anlaştıkları bir firmaya satabilmektedirler. Firma bünyesinde bulunan gizli varlıkların açıklanması yerine firma bu değerleri alıcı firmanın bilgisi olmadan elden çıkararak alıcı firma nezdinde olabildiğince yoksul ve değersiz görünmeye çalışmaktadır. Firmanın en değerli varlıklarını ifade etmek üzere *taç mücevherler* (crown jewels) veya *en değerli taş* kavramları kullanılmaktadır. İşletmenin en değerli taşları elden çıkarıldıktan sonra düşmanca satın almayı planlayan firma alımdan vazgeçebilir (Ross vd., 2005).

Birleşme veya satın alma işlemi gerçekleşirse, en değerli varlıkların elden çıkarılması neticesinde elde edilen gelirler hisse senetlerinin geri alınması veya olağanüstü bir temettü ödemesinin gerçekleştirilmesi için kullanılabilir (Weston, 2001).

### **1.6.9. Yeşil Mektup (Greenmail)**

Yeşil Mektup, piyasadan hisse senetlerini toplayarak şirketteki sahiplik oranını arttırmak isteyen bir ortağa, elinde bulundurduğu hisseler için daha yüksek bir fiyattan alma teklifinde bulunulmasıdır (Weston, 2001).

Hedef şirket firmadaki sahiplik oranını arttırmaya çalışan büyük hissedarlara greenmail ödediğinde hisse senedi fiyatları düşer (Grinbltt & Titman, 2002). Greenmail ödenen ortak kendisine ödenen yüksek tutar nedeniyle bu işlemden hoşnut ayrılabilir ancak, teklif edilen fiyat her zaman hedef şirketin diğer hissedarını mutlu etmeyebilir. Bununla birlikte, greenmailin ödenmesi diğer muhtemel ortakların kendi greenmaillerini almak için adım atmalarına neden olabilir. Bu yöntem caydırıcı

olmakla birlikte hedef firma için çok pahalı bir yöntemdir (Berggren ve Engström 2006:14).

#### **1.6.10. Köpekbalığı Kovucu (Shark Repellent)**

Köpekbalığı kovucu, düşmanca ele geçirmelere karşı hedef şirket tarafından alınan önlemlere genel olarak verilen argo terimdir. Bu önlemler şirket ana sözleşmesinde yapılacak bir dizi değişiklikle, düşmanca devralmalar söz konusu olduğunda aktif hale gelecek olup birleşmeyi alıcı firmalar için daha az cazip hale getirmeyi amaçlamaktadır.

Genellikle, halka arza yoluyla fon sağlamayı amaçlayan şirketler, düşmanca ele geçirme girişimlerine karşı korunma amaçlı olarak bir dizi köpek balığı kovucu önlem maddesini bu süreçte gündeme getirmektedir. Örneğin, herhangi bir birleşmenin, normalde yüzde 50'den fazla hisse ve hissedarın onayıyla gerçekleşmesine müsaade edilirken bu oranın yüzde 80'e yükseltilmesi veya hissedarların hisselerini devretmelerinin ana sözleşmeyle zorlaştırması gibi (Brealey vd., 2004:602).

#### **1.7. Dünya'da ve Türkiye'de Birleşme Süreci**

Küreselleşme ile birlikte meydana gelen birleşme ve satın alma süreci ilk olarak ABD'de 1880'li yıllarda görülmüştür (Akay, 1997:25). Daha sonra diğer ülkelerde de görülmeye başlanmıştır. Başlangıçta sadece ülke içi birleşme ve satın alma şeklinde gerçekleşen bu süreç, daha sonra uluslararası nitelik kazanmış ve diğer ülke şirketleri ile birleşme satın alma faaliyetleri çeşitli şekilde gerçekleşmiştir.

Birleşme ve satın almaların tarihsel gelişimi incelendiğinde bu gelişimin dönemler (dalgalar) biçiminde olduğu görülmektedir. Bunun başlıca sebebi ekonomik koşullar, teknolojik gelişmeler, antitröst yasalarındaki değişiklikler ve finansman araçlarındaki yenilikler olarak gösterilmektedir. Birleşme ve satın almaların tarihsel gelişimleri şu şekilde gruplanmaktadır (Uzun, 2010:59-60):

- Birinci dönem (1897-1904): Firmaların zayıf antitröst kanunları yardımıyla yatay birleşmeler yaparak monopol olma yolunda ilerlemesi.
- İkinci dönem (1916-1929): Antitröst yasalarının sertleşmesi, dikey birleşmelerin öne çıkması, oligopol oluşturmak için birleşmelerin yapılması.
- Üçüncü dönem (1965-1969): Firmaların holdingleşme sürecine girmesi, faaliyet alanlarının çeşitlendirilmeye başlanması, birleşme ve satın almaların ilgisiz satın alma ve birleşme şeklinde gerçekleşmesi.
- Dördüncü dönem (1984-1989): Yeni teknolojiler ve finansal araçların ortaya çıkmasıyla birleşme ve satın almaların yeniden hızlanması.
- Beşinci dönem (1992-2001): Bilişim teknolojilerindeki gelişim ve doğu bloğunun çökmesiyle ilginin bu ülkelere kayması.
- Altıncı dönem (2003-): Patlayan teknoloji balonu ve durgunluğun ardından ekonomik koşulların tekrar düzelmeye başlaması, firmaların değer yaratmak için satın alma faaliyetlerine girişmesi.

Tablo 3'de dünyadaki birleşme ve satın alma faaliyetlerine bazı dönemsel örnekler sunulmaktadır.

Tablo 3. Ülkelerde Meydana Gelen Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri Örnekleri

Dönem	Ülke	Gelişme
Birinci Dönem	ABD	Petrol, çelik, tütün endüstrilerinde şirketlerin kurulması
İkinci Dönem	ABD	Hisse senetleri piyasasındaki patlama otomotiv sektöründeki şirketleri birleştirdi
Üçüncü Dönem	ABD	General Electric'in Kidder Readbody'yi satın alması
Üçüncü Dönem	Fransa	Renault ve Peugeot'un birleşmesi
Dördüncü Dönem	ABD	Du Pont, General Motors, General Electric, IBM' de görülmüştür.

Türkiye ekonomisi, gelişmekte olan bir piyasa olarak, ekonomik krizler ve çalkantılar tarafından şekillenmiştir (Kırkulak Uludağ ve Demirkaplan Gülbudak, 2012:25). Öte yandan Türkiye'deki şirket birleşme ve devralma faaliyetleri, Amerika ve Avrupa'daki şirket birleşme ve devralma dalgaları ile oldukça ilgilidir. Türkiye'deki şirket birleşme ve devralma faaliyetlerini anlamak için dünya genelindeki şirket birleşme ve devralmalarını dikkate almak gerekmektedir (Çakır ve Gülcan, 2012: 81).

Türkiye'de birleşme ve satın almalar ilk olarak Osmanlı İmparatorluğu döneminde görülmeye başlanmıştır. Cumhuriyetin kurulması ile birlikte ekonomide uzun yıllar devlet temel aktör olmuştur. Türkiye ekonomisi 1980'lere kadar kapalı bir ekonomi olduğu için birleşme ve satın almalara az rastlanmıştır. 1980'lerden sonra piyasa ekonomisine geçilmesine karşın ekonomik krizler ve istikrasızlıklar sebebiyle birleşme ve satın almalar ancak 2003 yılından sonra artmaya başlamıştır (Uzun, 2010:61).

Genel olarak Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde şirket birleşmelerinin daha çok satın alma yoluyla gerçekleştiği görülmektedir (Yörük vd., 2006:95). 1990'lı yılların başına kadar birleşme ve sınırlı olarak görülen devralmalar

da aslında alacaklı bankaların iflas etmiş işletmeleri devralması şeklinde olmuş (Yüksel, 2008:43), 1990'lı yılların başından itibaren (daha çok getirilen vergi avantajları nedeniyle) aynı holding bünyesinde yer alan iki işletmeden zarar eden işletmenin kârlı işletme ile birleştirilmesi şeklinde devam etmiştir (Cin, 2007:33). Özellikle 2000'li yılların başında oluşan aktif bir firma birleşme piyasasının 2001 yılında yaşanan krizle biraz duraksamasına rağmen 2000'li yılların sonunda çok daha etkin bir şekilde Türkiye ekonomisinde rol oynadığı gözlemlenmektedir (Akdoğan, 2011:138). Tablo 4'te Türkiye'de gerçekleşen birleşme ve satın almalarından bazı örneklerle yer verilmektedir.

Tablo 4. Türkiye'de Çeşitli Dönemlerde Meydana Gelen Birleşme ve Satın Alma Faaliyetleri Örnekleri

Tarih	Gelişme
1874	Avusturya Osmanlı Bankası ile Fransız- İngiliz sermayeli Banka- i Osman- i Şahane'nin birleşmesi
1933	Türk Ticaret Bankası ile Üsküdar Bankası'nın birleşmesi
1959	Türkiye Eski Muharipler Bankası Tumsu Bankla birleşerek Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası adını almıştır.
1960	Türkiye Turizm Bankası ile Turizm Bankası birleştirilmiştir.
1962	İstanbul Bankası, T.C. Ziraat Bankası ile birleştirilmiştir.
1988	Anadolu Bankası Türkiye Emlak Kredi Bankası'yla birleşmiştir.
1982	Transtürk Holding'e ait Olmuk Mukavva Sanayii ve Ticaret A.Ş nin Sabancı Holding tarafından satın alınarak, Olmuksa Mukavva Sanayii ve Ticaret A.Ş olması
1994	Hürriyet Holding'in %70'inin Doğan Grubu tarafından satın alınması
2010	Park Holding'in Akdeniz EDAŞ'ı satın alması
2010	Aksa Elektrik'in Trakya EDAŞ'ı satın alması
2010	OMV'nin Petrol Ofisi'nin %54 ünü satın alması

## 1.8. Şirketlerin Birleşme Sürecinde Due Diligence ve Önemi

Şirketlerin birleşme ve satın alma süreci ile ilgili bilgiler incelendiğinde bu sürecin karmaşık, zahmetli ve maliyetli olduğu anlaşılmaktadır. Dahası, yanlış kararların verilmesi durumunda geri dönüşü olmayan ve şirketin var olmasını tehlikeye sokan bir sürece dahi dönüşebilmektedir. İşte bu karmaşık sürecin doğru şekilde analiz edilerek anlaşılmasını ve birleşme sürecinin doğru biçimde yönetilmesini sağlayan araçlardan en önemlisi “due diligence” olarak adlandırılan teknik ya da süreçtir.

En kısa tanımıyla “Due Diligence”, hedef işletmenin yatırımcı tarafından kesin ve bütüncül bir şekilde incelenmesidir (Rosenbloom, 2002:3). “Due Diligence”, hukuki işlemlerde sorumluluğun tesis edilebilmesi bakımından gereken özeni ifade etmektedir. Uygulamada ise birleşme işlemleri çerçevesinde hedef şirketin ayrıntılı ve özel olarak incelenmesi anlamında kullanılmaktadır (Pulaşlı, 2007:211). Kavramın Türkçe karşılığı “durum tespiti” olarak bilinmesine karşın uygulamada genellikle orijinal biçimi kullanılmaktadır.

Due diligence sürecinde satın alınmak istenen şirketin içinde bulunduğu durumu doğru tespit etmek amacıyla mali tablolar başta olmak üzere, şirkete ait evraklar, sözleşmeler, davaların ve diğer işlemler incelenerek şirket profilinin ortaya konmasına çalışılır. Bu süreçte incelenen veriler; herkesin kullanımına sunulan ve şirket ile ilgili bilgilere herkesin erişebildiği verilerin yanı sıra şirketin dış dünyayla paylaşmadığı (bilanço, gelir tablosu, maaş bilgileri gibi) veriler de olabilmektedir.

Bragg (2009:96-98), üzerinde due diligence yürütülebilecek noktaları şu şekilde belirtmektedir:

- Pazar
- Kurum kültürü
- Personel
- Fikri haklar
- Marka
- Risk
- Kapasite
- Varlıklar
- Sermaye
- Kârlılık
- Nakit akışı
- Müşteriler
- Ürün geliştirme
- Üretim süreci
- Bilişim teknolojileri
- Yasal durumlar

Hiçbir due diligence süreci birbirinin aynı değildir (Rosenbloom, 2002:4).

Çünkü her durum tespitinde talebe ve ihtiyaca göre farklı işletmeler incelenerek farklı sorulara yanıt aranıyor olabilir. Due diligence sürecinde talebe göre hedef şirketin makine ve teçhizatları, üretim yöntemleri, müşteri portföyü, alacak ve borçları gibi farklı parametreler farklı uzmanlar tarafından incelenmekte ve raporlanmaktadır. Alıcı, bu raporlar doğrultusunda hareket ederek pazarlık ve sözleşme şartlarını oluşturmaktadır (Öğrendik, 2012).

Durum tespitinin şirketi alan ve şirketi satan taraflar açısından çeşitli faydaları bulunmaktadır. Durum tespiti şirketi alan tarafa birleşme sonrası elde edilecek değer in oluşacak riskten fazla olup olmadığının bilgisini vermekte, diğer yandan ise, çalışanların ve ortakların zarara uğramasını önlemektedir.

Due diligence, şirket birleşme sözleşmesi imzalanmadan önce veya sonra yapılabilmektedir. Eğer due diligence sözleşme imzalanmadan önce yapılırsa birleşme kararının olumlu ve olumsuz yönlerini görmek mümkün olmaktadır. Birleşme kararı alındıktan sonra, yani sözleşme imzalandıktan sonra due diligence yapılması ise sadece birleşmeye ilişkin uyumu sağlamak amacıyla olmaktadır. Ayrıca şirketler kendi konularını görmek amacıyla da due diligence yaptırabilmektedir.

### **1.8.1. Due Diligence Türleri**

Due diligence süreci şirketten şirkete farklılık göstermektedir. Değerlendirme süreci uzmanlara göre de değişebilmektedir. Due diligence sürecinin yönetilebilmesi için öneri niteliği taşıyan kontrol listeleri hazırlanmıştır. Bu listelerle sürecin daha sağlıklı analiz edilmesi hedeflenmektedir.

#### **1.8.1.1. Finansal Due Diligence**

Finansal due diligence temelde, hedef şirketin geçmişini ve mali durumunu gözden geçirerek şirketin beyan etmiş olduğu kârın gerçeği yansıtmadığını tespit etmektir. Böylece şirketin değerlemesi de doğru şekilde yapılabilecektir. (Nouboussi ve Beuke, 2008:23). Finansal due diligence incelemelerinin en önemli özelliği, satın alınacak firmaların özelliklerine göre her finansal due diligence projesinde, farklı analiz, inceleme ve test etme yöntemlerinin uygulanmasıdır. Bu anlamda hiçbir Finansal due diligence raporu, içerik ve kullanılan yöntemler olarak birbirine benzememektedir.

Hedef şirketin finansal yönden incelenmesinin amacı, hem geçmişe hem de geleceğe dönük olarak hedef şirketin varlık, gelir ve finans durumunun detaylı bir şekilde ortaya konması ve analiz edilmesidir. Bu kapsamda bilançoda gösterilen

varlıkların gerçekten var olup olmadığı tespit edilir, tüm borçların ve karşılıkların eksiksiz olarak kaydedilip kaydedilmediği incelenir. Ayrıca geçmişte elde edilen sürdürülebilir kâr ve nakit akımları tespit edilir. Bu çerçevede, arızı gelir ve giderler elimine edilir, gerekiyorsa finansal tablo kalemlerinin değerlemesi ile ilgili değişiklikler yapılır ve gizli yedeklerin tutarı belirlenir.

Genel olarak due diligence sürecindeki finansal denetleme aşağıdaki sorulara yanıt verebilmelidir:

- Şirket varlıklarının satın alınıp alınamayacağı,
- Devralma tarihine kadar satın alınabilecek değerlerin ne olduğu,
- Satın alınacak değerlere ilişkin hesaplamaların nasıl olduğu,
- Devralma sonrası sürecin nasıl devam edeceği,
- Gelir analizlerinin nasıl olduğu,
- Satışlarla ilgili harcamaların trendinin nasıl olduğu,
- Satın almaların olası vergi indirimlerinin neler olduğu,
- Sermaye bütçesi ve işlemlere ilişkin bilgilerin ne olduğu,
- Personel için fayda seviyesinin ne olduğu,
- Şirket, endüstri, şirket stratejileri, şirket amaçları, işlemler, envanter kayıtları ve tedarikçilerle ilgili bilgilerin neler olduğu.

#### **1.8.1.2. Hukuki Due Diligence**

Hukuki due diligence, hedef şirketin bütün hukuki işlemlerinin ve bu işlemlerin etkilerinin incelenmesidir (Arıkan, 2016:275). Bu doğrultuda satın alınacak hedefin hukuki yapısı (kuruluşu, organları, izinleri, çalışanları, kredi sözleşmeleri, distribütörlük, lisans ve benzeri önemli sözleşmeler, hukuki ihtilaflar, malvarlığı, fikri sınai hakları ve benzeri unsurlar) irdelenmektedir. Hukuki due diligence sürecinde hedef şirketin ticaret kanununa uygun şekilde kurulup kurulmadığı, şirket türüne göre

gerekli bütün organların hedef şirket bünyesinde bulunup bulunmadığı, gerekli bildirimlerin zamanında ve düzgün bir biçimde yapılıp yapılmadığı, alıcı açısından önem arz eden sözleşmelerin şartları, itiraz ve fesih olanakları gibi noktalar özenle araştırılmalıdır.

### **1.8.1.3. Teknik Due Diligence**

Teknik due diligence kapsamında hedef şirketin üretim kapasitesi, teknolojik alt yapısı ve ürünlerin serbest piyasa ekonomisindeki rekabet gücü gibi hususlar ele alınmaktadır (Meier, 2001:126; akt. Arıkan, 2016:278). Teknik yönden inceleme, hedef şirketin üretim tesislerinin, üretim araç ve gereçlerinin, araştırma-geliştirme faaliyetlerinin durumunu tespit etmek ve birleşme sonrası genişleme potansiyellerini belirlemek amacıyla yapılır. Bu kapsamda rakiplere oranla üretim araçlarının durumu ve modernliği, üretim süreci, üretim kapasitesi, ürünlerin kalitesi, üretim tesislerinin bulunduğu yerin avantajlı ve dezavantajlı yanları, teknik personelin mesleki bilgisi gibi konular irdelenir.

### **1.8.2. Due Diligence Kontrol Listesi**

Due diligence gibi karmaşık ve zor bir süreci başarıyla tamamlamak için - şirketin bulunduğu sektöre göre farklılaşmakla birlikte- kontrol listeleri oluşturulmuştur. Bu listeler kesin olmadıkları için soru eklemeleri ya da çıkarmaları yapılabilir. Her bir sorunun karşısına onay verilir ve kısa notlar düşülerek satın alınacak şirket hakkında bilgiler toplanmış olur. Bu kontrol listesine bir örnek çalışmanın eklerinde sunulmuştur.

## BÖLÜM 2

### ŞİRKET PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ

#### 2. Şirket Performansının Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi

Başarma isteği ve gücü anlamına gelen performans, Gülcü'ye (2004) göre bir işi yapan bireyin, grubun ya da teşebbüsün o işle amaçlanan hedeflere ne kadar ulaşabildiğinin nicel ve nitel olarak tanımlanmasıdır. Yürütülen çalışmada şirketlerin performansları onların etkinlik değerleriyle anlaşılmaya çalışıldığından çalışma boyunca “performans” ve “etkinlik” kavramları aynı anlamda kullanılmıştır.

Şirketlerin değerlendirilmesinde “etkinlik” kavramı önemli bir yere sahiptir. Etkinlik; mevcut girdiyi kullanarak en fazla çıktıyı üretmek ya da daha az girdi ile mevcut çıktıyı elde etmek şeklinde yorumlanmaktadır (Budak, 2011:96). Dolayısıyla etkinlik, kullanılan kaynaklarla elde edilen başarıyı, yani uygun kaynaklarla ulaşılan maksimum çıktı potansiyelini sağlayan en iyi kullanımı ifade eder (Kılıç, 2009:93). Daha teknik bir anlatımla ise etkinlik; işletme düzeyinde kaynakların, yani müşteriye ulaşacak mal ve hizmetlerin üretilmesi için kullanılan girdi unsurlarının filli kullanımının, belli tekniklerle saptanmış standartlarla karşılaştırılması yolu ile bulunan bir göstergedir (Yavuz, 2003:12). Daha basit bir anlatımla verimlik; bir kurumun amacına uygun olarak yarattığı ürünün, bu ürünü ortaya koyabilmek için harcadığı kaynağa oranlanmasıyla hesaplanır (Keskin Benli, 2006:11).

Etkinlik kavramı günümüz küresel rekabet ortamında işletmeler için giderek önemli duruma gelmektedir. Rekabetçi avantaj yakalamak isteyen işletmeler küresel krizlerin yoğun olarak yaşandığı finans hayatında varlıklarını sürdürebilmek ve tutunabilmek için etkin ve verimli olmak zorunda kalmaktadır (Şahin, 2011:144).

Satın alma ve birleşme sürecinde finansal faktörlerin incelenerek doğru analiz edilmesi oldukça önemlidir. Şirket performanslarının değerlendirilmesi ise bu kapsamda yapılan finansal analizlerin bir alt kümesi olarak öne çıkmaktadır.

Etkinlik ölçme yöntemleri genel olarak; oran analizi, parametrik ve parametrik olmayan yöntemler olarak üçe ayrılmaktadır. Bu üç yöntemin de çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır.

### **2.1.Oransal Göstergeler (Oran Analizi)**

Tek girdi ile tek çıktının birbirine oranlanması ile ortaya çıkan bir rasyonun zaman içerisinde izlenmesi şeklinde uygulanan oran analizi yöntemi, şirketlerin finansal tablolarında yer alan kalemlerin birbirinin yüzdesi veya katı olarak hesaplanması esasına dayanır. Bu şekilde finansal tablolar arasındaki kalemler ilişkilendirilerek, şirketlerin gelir-gider yapıları, aktif kaliteleri, risklilik düzeyleri, kârlılık durumları ve etkinlik seviyeleri ile ilgili genel bir görüşe sahip olunması mümkün olmaktadır. Bu yöntemde, bulunan oranların zaman içerisindeki seyri gözlemlenerek durum tespiti yapılmaktadır (Şahin, 2011: 149).

#### **2.1.1. Kârlılık Göstergeleri**

Kârlılık göstergeleri brüt kâr marjı, net kâr marjı, aktif kârlılık oranı ve özkaynak kârlılık oranı olarak çeşitli türlere ayrılmaktadır. Brüt kâr marjı (BKM) brüt kârın net satışlara oranlanmasıyla bulunurken net kâr marjı (NKM) ise net kârın, net satışlara bölünmesiyle bulunur. Çalışmalarda genellikle net kâr marjının kullanılmasına karşın brüt ya da net kâr marjlarından hangisinin kullanılacağı araştırmacıya bırakılmaktadır.

Öte yandan aktif kârlılık oranı (AKO), aktifler toplamı içerisinde net kârın payını göstermektedir. Öz kaynak kârlılık oranı da (ÖKO) öz kaynak toplamı içerisinde, net kârın payını ifade etmektedir.

### **2.1.2. Nakit Göstergeleri (Likidite Göstergeleri)**

Nakit göstergeleri, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğini ölçen göstergelerdir. Cari oran ve asit test oranı bu tür göstergelerdendir.

#### **2.1.2.1.Cari Oran**

Cari oran, kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde, dönen varlıkların payını gösterir, işletmenin net çalışma sermayesi hakkında bilgi verir. Cari oranı birden küçük olan işletmelerde net çalışma sermayesi hiç yok demektir. Çünkü bu oran işletmenin dönen varlıklarını paraya çevirmek suretiyle kısa vadeli borçlarını ödeyebilmesinin ölçüsüdür. Birden büyük çıkması ise işletmeye çalışma sermayesi bakımından rahatlık sağlayacaktır. Cari oranın birden ne kadar büyük olması gerektiği belirsizdir.

#### **2.1.2.2.Asit Test Oranı**

Cari oran; kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde, dönen varlıkların payını gösterirken asit test oranı; kısa vadeli yabancı kaynaklar içerisinde (dönen varlıklar-stoklar) oranını gösterir. Asit test oranında alacaklar önemli olup alacakların dönme çabukluğuna göre büyüklüğü anlamlı olacaktır. Asit test oranının cari test oranından farkı; stokların dönen varlıklar içerisinde çıkarılmasıdır. Kâr marjındaki yapıya benzer olarak hangi oranın seçileceği araştırmacıya bırakılmakla birlikte her iki oran birlikte dikkate alınarak likidite göstergesi olarak kullanılabilir.

### 2.1.3. Ödenebilirlik Göstergeleri (Kaldıraç Oranları)

Ödenebilirlik göstergeleri, iç ve dış fonların ilişkisini gösterir. Borç-özkaynak oranı ve borç-aktifler oranı ödenebilirlikle ilgili göstergelerdir. Borç- özkaynak oranı (BÖO) öz kaynaklar toplamı içerisinde kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların toplamını gösterirken borç-aktifler oranı (BAO) aktifler toplamı içerisinde kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların toplamını göstermektedir.

### 2.1.4. Diğer Göstergeler

Yukarıda anlatılan göstergeler oranlardan oluşmaktadır. Bu göstergelere ek olarak ödenecek vergi ve diğer yükümlülüklerin pasifler toplamına oranı; duran varlıkların aktifler toplamına oranı; kısa vadeli yabancı kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranı; aktiflerin toplamı; öz kaynakların toplamı; net kâr ve net işletme sermayesi gibi birçok gösterge çalışmanın amacına uygun olarak şirket etkinliğinin değerlendirilmesinde kullanılabilir.

Oran analizi yönteminin yaygın olarak kullanılmasının nedeni; uygulanması ve yorumlanmasındaki kolaylıklar ile daha az veri ile analiz yapılmasına imkân tanınmasıdır. Ancak bu yaklaşımda; tek bir göstergenin zaman boyunca değerlendirilmesi söz konusudur. Yani, belirlenen gösterge dışında diğer tüm etkinlik faktörleri şirketlere göre değişkenlik göstermemektedir. Bu varsayım çok katı olduğu için uygulamada kullanılması da oldukça güçtür. Bir şirket bir gösterge bakımından etkin belirlenirken, diğer gösterge bakımından etkin olmayabilir. Bu durumda şirketin etkin olup olmadığına karar vermek imkânsız duruma gelebilmektedir. Dahası, oran analizinde girdi ve çıktıların saptanmasında zorluklar yaşanmaktadır. Bir yaklaşıma göre girdi olarak alınan bir oran, diğer bir yaklaşıma göre çıktı olarak alınabilmekte ve

girdi ve çıktıların aynı birimlerle ifade edilmediği durumlarla da karşılaşılabilir (İnan, 2000:83).

## **2.2. Parametrik Yöntemler**

Parametrik yöntemlerde, etkinlik ölçümü gerçekleştirilecek olan endüstri dalında üretime ilişkin bir analitik fonksiyonun var olduğu varsayımıyla yapılan analizler parametrik analizler olarak adlandırılır (Yeşilyurt ve Alan, 2003:93). Parametrik yöntemlerde bu fonksiyonun parametreleri (genelde regresyon analizi ile) tahmin edilmeye çalışılır. Etkinliğin hesaplanmasında kullanılan parametrik yöntemler; olasılıklı sınır yaklaşımı, dağılımdan bağımsız yaklaşım ve koyu sınır yaklaşımlarıdır.

## **2.3. Parametrik Olmayan Yöntemler**

Parametrik olmayan yöntemler, parametrik yöntemlere bir alternatif olarak geliştirilmiştir. Parametrik yöntemler ile analiz yapabilmek için öncelikle bir üretim fonksiyonuna ve bazı varsayımlara ihtiyaç duyulurken, parametrik olmayan yöntemler, tüm bu varsayımlara ihtiyaç duymadan analiz yapmaya imkân sağlamaktadır. Bu yüzden esnek ve kolayca uyarlanabilir yapıdadırlar (Şahin, 2011: 153).

Parametrik olmayan yöntemler, üretim fonksiyonunun ardında herhangi bir analitik formun varlığını öngörmezler ve çözümlerde genellikle matematiksel programlama (kısıtlı optimizasyon) kullanırlar. Etkinlik sınırına olan uzaklığı ölçmeye çalışırlar. Ayrıca bu yöntemin önemli bir özelliği birden fazla bağımlı ve bağımsız değişken kullanabilmesidir. Buna karşın rastgele hata terimi içermediklerinden ölçme hataları, başka faktörler nedeniyle oluşan hataları modele aktararak etkinlik sınırının

yanlış tespit edilmesine neden olabilir. Parametrik olmayan yöntemler; serbest düzenleme yüzeyi ve veri zarflama analizi olmak üzere ikiye ayrılır. Bu çalışmada veri zarflama analizi kullanıldığından ilerleyen bölümde veri zarflama analizi ayrıntılı olarak incelenecektir.

### **2.3.1. Veri Zarflama Analizi**

Veri Zarflama Analizi (VZA), çok sayıda girdi ve çok sayıda çıktının sınır analizi olarak tanımlanabilen, görelî etkinlik incelemelerinde sıklıkla başvurulmuş popüler bir optimizasyon tekniğidir (Demir ve Astarçioğlu, 2007:277). 1957 yılında Farrell'in verimliliği değerlendirmeye yönelik teknikler geliştirmesi yönündeki çalışması, Veri Zarflama Analizinin başlangıcı olarak kabul edilmektedir (şahin, 2011: 155). Veri zarflama analizi Charnes, Cooper ve Rhodes tarafından 1978 yılında yapılan çalışmadan sonra popülerlik kazanmış (Cingi ve Tarım, 2000:5), kolay kullanımı ve etkililiği sayesinde tanıtıldığı günden beri performans değerlendirme çalışmalarında sıklıkla kullanılmıştır (Cooper, Seidford & Zhu: 2011:2).

VZA yönteminin adı, etkinlik sınırının üretim olanakları kümesindeki (belirli bir üretim fonksiyonu tarafından üretilmesi olası olan, etkin ya da etkin olmayan tüm girdi ve çıktı bileşimlerini içeren küme) en az bir noktadan geçmesi ve diğer tüm noktaların bu sınırın üzerinde olması ya da altında kalması özelliğinden yola çıkılarak verilmiştir. Çünkü matematik dilinde, bu türde bir sınırın bu noktaları "zarfladığı" söylenmektedir (Cooper, Seidford & Tone, 2006:3).

VZA oran analizleriyle birlikte de kullanılabilir. Oran analizleri tek başına yalnızca bir girdi ve bir çıktı ile ilişkilidir ve ilgili kalemlerin teker teker karşılaştırması yapılabilir. VZA ise performans değerlendirmede eş zamanlı

olarak tüm girdi ve çıktıları değerlendirebilmektedir. İki yöntem bir arada uygulandığında birbirlerini büyük ölçüde destekleyebilmektedirler (Thanassoulis, Boussofiane & Dyson, 1996:229; akt. Başkaya ve Akar, 2005:39).

VZA modelleri, girdi ve çıktı yönlü olmak üzere iki şekilde olmaktadır. Girdi yönlü modeller; çıktı bileşimini en etkin şekilde üretebilmek amacıyla en uygun girdi bileşiminin nasıl olması gerektiği üzerinde dururken çıktı yönlü modeller ise girdi bileşimi sabitken en fazla ne kadar çıktı bileşimi elde edilebileceği üzerinde durmaktadır. Rekabetin yoğun olarak yaşandığı küresel piyasalarda, firmaların amacı maliyetleri en aza indirmek olduğundan uygulamada daha çok girdiye yönelik VZA modellerinin kullanıldığı görülmektedir.

Bir VZA modeli CCR (Charnes, Cooper ve Rhodes) ve BCC (Banker, Charnes, Cooper) gibi onu geliştiren kişiye atıfta bulunularak adlandırılmaktadır. VZA modellerinin ortak özelliği etkinlik sınırının oluşturulması ve hangi karar verme birimlerinin (KVB) etkin, hangilerinin etkin olmadığını belirlenmesidir. En sık kullanılan modellerden CCR modelinde ölçeğe göre sabit getiri varsayımı bulunurken BCC modelinde ölçeğe göre değişen getiri varsayımı bulunmaktadır. Genelde CCR modeli ile bulunan etkinlik skorları BCC modeli ile bulunan etkinlik skorlarından daha küçük olmaktadır. Diğer bir deyişle, CCR’da etkin olan bir KVB, BCC’de kesin olarak etkin olmaktadır.

Girdi yönlü BCC modeli matematiksel olarak aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

$$\max q_k = \sum_{r=1}^s \mu_r \cdot Y_{rk} + u_k$$

Kısıtlar :

$$\sum_{i=1}^m v_i \cdot X_{ik} = 1$$

$$\sum_{r=1}^s \mu_r \cdot Y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_i \cdot X_{ij} + u_k \leq 0$$

$$\mu, v \geq 0$$

$$u_k - \text{serbest}$$

$Y_{rk}$ : k. karar birimi tarafından üretilen r. çıktı

$X_{ik}$ : k. karar birimi tarafından kullanılan i. girdi

$Y_{rj}$ : j. karar birimi tarafından üretilen r. çıktı

$X_{ij}$ : j. karar birimi tarafından kullanılan i. girdi

Referans Kümesi:  $\mathfrak{R}_k = \{j: \lambda_j^* > 0\} \quad (j \in \{1, 2, \dots, n\})$

$u_k < 0 \Rightarrow$  ölçeğe göre artan getiri

$u_k = 0 \Rightarrow$  ölçeğe göre sabit getiri

$u_k > 0 \Rightarrow$  ölçeğe göre azalan getiri

### 2.3.1.1. VZA Uygulama Aşamaları

Veri zarflama analizinin uygulama aşamaları; karar verme birimlerinin belirlenmesi, girdi ve çıktıların belirlenmesi, optimizasyon modelinin seçilmesi,

ölçeğe göre getiri tipinin seçilmesi, oransal etkinliklerin ölçülmesi ve zaman boyunca değişimin gözlenmesidir. Aşağıda bu aşamalar kısaca açıklanmaktadır.

#### **2.3.1.1.1. Karar Verme Birimlerinin Belirlenmesi**

Karar verme birimlerinin aynı görevleri benzer amaçlarla yerine getirmeleri, diğer bir deyişle homojen olmaları beklenmektedir. Girdi ve çıktı faktörü olarak kabul edilen faktörlerin büyüklükleri dışında aynı olması da beklentiler arasındadır. Bunların yanı sıra karar verme birimlerinin sayısı da önemlidir. KVB sayısının fazla olması, girdiler ve çıktılar arasındaki ilişkilerin daha kesin olarak belirlenmesini sağlamakta ve daha fazla faktörle ilgilenmeye olanak sağlamaktadır. Ancak KVB sayısı arttıkça homojenlik azalmakta ve istenmeyen bazı faktörlerin sonuçları etkileme olasılığını ise artırmaktadır. Literatürdeki bazı çalışmalarda, seçilen karar birimlerinin etkinliklerinin sağlıklı bir şekilde ölçülebilmesi için birim sayısının girdi ve çıktı sayısının en az 1 fazlası kadar olması gerektiği belirtilmektedir. Uygulamada ise en çok karşılaşılan durum, KVB sayısının girdi-çıkıtı toplamının en az iki katı olması gerektiği şeklindedir (Budak, 2011:97).

#### **2.3.1.1.2. Girdi ve Çıktıların Belirlenmesi**

VZA veri tabanlı bir etkinlik ölçüm tekniği olduğundan bu aşama analizin temelini oluşturmaktadır. VZA ile yapılacak ölçümün sağlıklı olabilmesi için ele alınan girdi ve çıktıların anlamlı olması gerekir (Budak, 2011:98).

Aynı KVB için farklı girdi ve çıktı gruplarının seçilmesi etkinlik değerlerini farklılaştırabileceğinden girdi ve çıktı sayısının doğru biçimde belirlenmesi önemlidir. Örneğin gerçekte önemli olan bir değişken modele katılmadığında etkin kabul edilen KVB'nin etkinliği azalacaktır. Öte yandan çok fazla girdi ve çıktının alınması ise

VZA'nın ayırma gücünü etkilemektedir (Sarı, 2015:18). Dolayısıyla girdi ve çıktı sayısı düşük tutularak bunların incelenen durumla ilgili olması sağlanmalıdır.

#### **2.3.1.1.3. Optimizasyon Modelinin Seçilmesi**

Yukarıda açıklandığı gibi VZA modelleri girdi ya da çıktı yönlü olmaktadır. Girdi yönlü modeller en etkin şekilde en fazla çıktıyı elde etmek için kullanılabilir en uygun girdi bileşimini oluşturmaya çalışır. Yani, girdi yönlü modellerde belirli bir çıktı düzeyini ölçmek için etkinliği ölçülen karar birimine ait girdilerin ne kadar azaltılabileceği araştırılmaktadır. Çıktı yönlü modeller ise, belirli bir girdi bileşimini kullanarak en fazla ne kadar çıktı bileşimi elde edilebileceğini araştıran modellerdir (Sarı, 2015:19).

#### **2.3.1.1.4. Verilerin Güvenirliğinin Sağlanması**

VZA'da girdi-çıktı değişkenleri seçildikten sonra sıra bu değişkenlere ait verilere ulaşmaya gelir. VZA'nın başarıyla uygulanabilmesi için tüm KVB'lere yönelik girdi ve çıktılara ait verilerin bir veri tabanı şeklinde düzenlenmesi ve güvenilir olması çok büyük önem taşımaktadır. Eğer herhangi bir KVB için verilere ulaşılamıyorsa veya verilerin güvenilir olduğundan şüpheleniliyorsa söz konusu KVB'ni analizden çıkartmak gerekir (Budak, 2011:98).

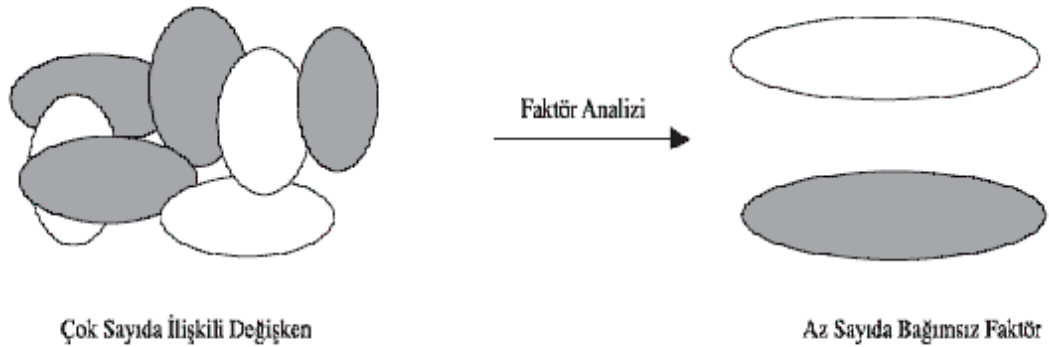
#### **2.3.1.1.5. Etkinlik Sonuçlarının Değerlendirilmesi**

Bu aşamada etkinlik değerleri hesaplanarak etkin olan ve etkin olmayan KVB'ler belirlenir. Etkin olan ve etkin olmayan KVB'ler için genel bir değerlendirme yapılır (Budak, 2011:98). Burada her bir karar verme birimi için 0-1 arasında etkinlik

değeri elde edilir. Etkinlik değeri 1 olan karar verme birimleri etkin olarak kabul edilmektedir (Sarı, 2015:20).

## 2.4. Faktör Analizi

Faktör analizi birbiriyle ilişkili p tane değişkeni bir araya getirerek az sayıda ilişkisiz ve kavramsal olarak anlamlı yeni değişkenler (faktörler, boyutlar) bulmayı amaçlayan çok değişkenli bir istatistiktir (Büyüköztürk, 2002:117). Yaygın kullanılan istatistiksel yöntemlerden biri olan faktör analizi, faktör ya da gözlenemeyen değişkenleri ortaya çıkarmak için değişkenler arası kovaryans katsayılarından faydalanmaktadır. Teknik, bir gruba dahil edilebilecek değişkenlerin birbirleriyle yüksek korelasyon verirken grup dışındaki değişkenlerle düşük korelasyon vereceği düşüncesi etrafında geliştirilmiştir (Johnson & Wichern, 2007:481). Faktör analizinin sembolik gösterimi Şekil 3'deki gibidir.



Şekil 3. Faktör Analizinin Gösterimi

### 2.4.1. Faktör Analizinin Varsayımları

Faktör analizinin doğru biçimde uygulanabilmesi için bu tekniğin varsayımlarının göz önüne alınması gerekmektedir. Faktör analizinin varsayımları şöyledir:

- Değişkenler en az eşit aralıklı ölçek düzeyinde ölçülmelidir.
- Değişkenler arasındaki ilişki doğrusal olmalıdır.
- Değişkenler evrende normal dağılım göstermelidir.

#### 2.4.2. Faktör Analizinin Aşamaları

Faktör analizinin aşamaları şu şekildedir:

- Veri setinin faktör analizine uygunluğunun değerlendirilmesi

Faktör analizinin yapılabilmesi için öncelikle gözlem sayısı incelenmelidir. Literatürde bu sayının en az 100 ya da 300 olması gerektiği yönünde uyarılara rastlanmaktadır (Williams, Onsman & Brown, 2010:4). Bir diğer görüşe göre ise gözlem sayısı, değişken sayısının en az 5 katı olmalıdır.

- Korelasyon matrisinin incelenmesi

Değişkenler arası korelasyonlara dayandığı için faktör analizinde korelasyon matrisinin anlamlı korelasyonlar içermesi gerekmektedir. Korelasyon katsayıları %30'dan büyük olmayan değişkenlerin faktör analizinden çıkartılması uygun olacaktır (Williams, Onsman & Brown, 2010:5).

Bartlett testi; korelasyon matrisinde yüksek korelasyonların olup olmadığını test etmektedir. Faktör analizinin yapılabilmesi için Bartlett testi sonucunda "korelasyon matrisi birim matrisidir" sıfır hipotezinin reddedilmesi gerekir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi değişkenler arasında yüksek korelasyonlar olduğunu, başka bir deyişle veri setinin faktör analizi için uygun olduğunu göstermektedir.

Kaiser-Mayer-Olkin (KMO) uygunluk testinin yapılması

KMO testi; veri setinin faktör analizi için uygun olup olmadığını göstermektedir. Testin sonucu 0 ile 1 aralığında değişmektedir. Güvenilir bir faktör analizi için KMO değerinin 0,80'den büyük olması beklenir. Ancak uygulamada 0,50'den büyük değerler kabul edilmektedir (Williams, Onsman & Brown, 2010:5).

- Türetilcek faktör sayısının belirlenmesi

Faktör analizinde önemli bir sorun da mevcut değişkenlerin kaç tane faktörü ölçtüğüne karar vermektir. Önemli faktör sayısına karar vermede aşağıdaki yollara başvurulur:

- Özdeğer ölçütü

Özdeğerleri 1 ve 1'den büyük olan faktörler önemli olarak kabul edilmektedir. Özdeğerleri 1'den küçük olan faktörler dikkate alınmaz.

- Yamaç grafiği (Scree plot) ölçütü

Yamaç grafiği her faktörle ilişkili toplam varyansı gösteren bir grafikdir. Yamaç grafiğinde dikey eksen öz değer miktarlarını, yatay eksen ise faktörleri göstermektedir. Grafiğin yatay şekil aldığı noktaya kadar olan faktörler önemli kabul edilir. Grafikte hızlı düşüşlerin görüldüğü faktör önemli faktör sayısını verir (Büyüköztürk, 2002:120).

- Toplam varyansın yüzdesi ölçütü

Her ilave faktörün açıklanan toplam varyansa katkısı %5'in altına düşmesi durumunda en büyük faktör sayısına ulaşıldığı anlaşılmaktadır.

- Joliffe ölçütü

Buna göre 0,7 açıklama oranının altındaki tüm faktörler modelden çıkarılmaktadır.

- Açıklanan varyans kriteri

Varyansın %90'ını açıklayan faktör sayısı yeterli kabul edilmektedir.

- Faktör sayısının araştırmacı tarafından belirlenmesi

Bazı durumlarda araştırmacı faktör sayısına kendisi karar vermeyi tercih edebilmektedir.

- Faktör modelinin seçilmesi ve faktörlerin elde edilmesi

Faktör türetme modelinin amacı; değişkenler arasındaki korelasyonu yeniden türetmek ve değişkenlerin varyansını en yüksek düzeyde açıklayabilmektir. Bu amaçla çeşitli teknikler geliştirilmiştir. Bunlardan en çok bilineni temel bileşenler analizidir. Bu teknik birbirleriyle ilişkili değişkenlerden, ilişkisiz doğrusal bileşenlerin oluşturulması ve böylelikle değişken boyutunun küçültülmesi amacıyla kullanılmaktadır. Asal eksen faktörü ise temel bileşenler analizine benzemektedir. Ancak buradaki korelasyon matrisinde 1 olan köşegen değerleri yerine ortak varyanslar kullanılmaktadır. Ağırlıksız en küçük kareler tekniğinde faktör sayısı için hesaplanan korelasyon matrisi ile yeniden türetilmiş korelasyon matrisi arasındaki farkların karesini minimize eden bir faktör durum matrisi (köşegenler hariç) türetilir. Maksimum olabilirlik tekniğinde ise verilerin çoklu normal dağılımdan geldiğini varsayılmaktadır.

- Eksen döndürme

Faktör yükleri elde edildikten sonra hangi değişkenlerin hangi faktörlerle yük verdiğinin daha kolay yorumlanabilmesi için faktörler eksen döndürme işlemine tabi tutulmaktadır. Eksenlerin döndürülmesi sonrasında değişkenlerin bir faktördeki yükü artarken diğer faktörlerdeki yükleri azalmaktadır (Büyüköztürk, 2002: 120). Eksen döndürme işleminin dik ve eğik olmak üzere iki türü bulunmaktadır.

Dik döndürmede eksenlerin konumlarını değiştirmeden, yani 90 derecelik açı ile döndürme yapılır. Burada amaç faktörlerin birbirine dik olması, yani birbirinden bağımsız olmasıdır. Dik döndürmenin varimax, quartimax ve equamax olmak üzere üç türü bulunmaktadır.

Eğik döndürmede ise döndürme işi farklı açılarda yapılmaktadır. Bu teknikte eksenlerin birbirlerine dik olmaları gerekmeden her faktör birbirinden bağımsız olarak farklı döndürülmektedir. Eğik döndürmenin oblimax ve promax olarak adlandırılan türleri bulunmaktadır.

- Faktörlerin isimlendirilmesi

Faktör yükleri hesaplandıktan sonra bir faktörde fazla yük veren değişkenler gruplandırılmaktadır. Her bir faktörde yük veren değişkenler incelenerek faktörlere uygun görülen isimler verilmektedir.

## 2.5. İlgili Çalışmalar

Şirket birleşme ve satın alma üzerine yürütülen bilimsel çalışmalar incelendiğinde çok boyutlu olan bu olgunun çeşitli yönlerden ele alındığı görülmektedir. Bu çalışmalardan birini gerçekleştiren Bradley, Desai ve Kim (1988) başarılı birleşme ve satın almalarda birleşik şirket varlıklarının ortalama olarak %7,4 arttığı bulgusuna ulaşmıştır.

Healy, Palepu ve Ruback (1990) ise ABD’de 1979-1983 yılları arasındaki halka açık en büyük şirketler arasından gerçekleşen 50 birleşme işleminin işlem öncesi ve sonrası 5’er yıllık dönemlerdeki performansları faaliyet nakit akışı / varlıkların piyasa değeri oranı kullanılarak karşılaştırılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre birleşen firmaların faaliyet performansında birleşme öncesine göre anlamlı bir artış olmuştur. Araştırmacılar bu artışın aktif devir hızındaki artıştan kaynaklandığı sonucuna ulaşmışlardır.

Birleşme sonrası şirket finansal performansında olumlu değişimin belirlendiği bir çalışma Sorensen’e (2000) aittir. Sorensen çalışmasında 1996 yılındaki birleşme ve satın alma işlemlerini esas alarak hedef işletme ile satın alan işletmeleri ayrı ayrı değerlendirmeye almıştır. 286 hedef işletme, 232 satın alan işletme ve 217’de birleşme/satın alma işleminin incelendiği çalışmada satın alan şirketler diğer türdeki şirketlere (hedef ve birleşme işlemi yapmayan) göre daha kazançlı bulunmuştur.

Maldonado (2002) birleşme öncesi ve sonrası şirket performansını araştırmıştır. Araştırmacı 40 şirketin 1988- 1994 yılları arasında birleşme ve satın almadan önceki ve sonraki dört yıla ilişkin finansal verilerini incelemiştir. Araştırma sonucunda birleşme ve satın alma işlemlerinin şirketlerin finansal performansını artırmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Yörük Karakılıç (2002), şirket birleşmelerinin insan kaynakları yönetimi üzerindeki etkilerini incelediği çalışmada birleşme ve satın almaların şirketlerdeki insan kaynakları departmanlarını önemli ölçüde etkilediği bulgusuna ulaşmıştır. İşletmeler birleşme ve satın alma kararı sonrasında yönetsel, yapısal, finansal, kültürel ve insan kaynakları yönetimi açısından sorunlarla karşılaşmaktadır. İnsan kaynakları yönetimi açısından ise çalışanların reaktif tepkiler ortaya koyması, iş görenler arası uyumsuzluklar, farklı ücret ve ödül sistemlerinin bulunmasından kaynaklanan adaptasyon sorunları, iş görenlerle yöneticilerin birbirlerine yabancılaşması ve aşırı istihdam gibi sorunlarla karşılaşabilmektedir.

Aksoy (2004), “birleşme işlemi, satın alınan şirketin performansına nasıl yansdı?” sorusuna yanıt aradığı çalışmada Türkiye’de 2005 ve 2006 yıllarında BİST’e kayıtlı 4 adet satın alınan şirketin birleşme öncesi 3 yıl ve birleşme sonrası 3 yıl mali verilerini incelemiştir. Araştırma sonunda şirketlerin tamamında cari oran, aktif kârlılık, esas faaliyet kâr marjı oranlarının artmış olduğu belirlenmiştir.

Rahman ve Limmack (2004) Malezya’da 1988-1992 yılları arasında birleşme işlemi gerçekleştirmiş olan 113 hedef ve 97 satın alan şirketin durumunu araştırmıştır. Çalışmada birleşme ve satın almanın öncesindeki 4 yıla ve sonrasındaki 5 yıla ait veriler incelenmiştir. Araştırmacılar birleşme ve satın alma işleminin aktif kârlılık

artışı ve satışların artması sonucunda uzun süreli faaliyet performansını artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Prakash ve Balakrishna (2006) birleşme ve satın almalarda elde edilen kazanımları inceledikleri çalışmada birleşme ve satın almanın başarısında işletme kültürlerinin entegre edilebilmesinin önemine dikkat çekerek birleşme ve satın alma faaliyetlerinde insanla ilgili faktörlerin sanıldığından daha önemli olduğunu belirtmiştir.

Arı (2007: 136) ise banka birleşmelerini ele aldığı çalışmasının sonucunda banka birleşmelerinin etkinlik, hisse senedi değeri, piyasa gücü, bankanın riskliliği, küçük işletmeler ve müşteriler üzerinde net etkilerinin olmadığını ifade etmiştir.

Bertrand ve Zitouna (2008), 1993-2000 yılları arasında Fransa'da 202'si yurtiçi, 169'u sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemlerini incelemiştir. Analizler sonucunda, uzun dönemde birleşme ve satın alma işlemlerinin hedef şirketlerin kârlılığını artırmadığı, bu şirketlerin verimliliklerinde ise artış olduğu ancak şirketlerin piyasa gücünde bir artışın olduğuna yönelik kanıt bulunamadığı ortaya konmuştur.

Kılıç (2009), şirket birleşmelerinin ve satın almaların işletmelerin performansına olan etkilerini belirlemek amacıyla Türk bankacılık sektöründe 2005 ve 2006 yılları arasında gerçekleştirilen satın almaları analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda satın alınan on bankadan yedisinin performansında satın almalarından sonra düşüş belirlenmiştir. İncelenen bankalardan sadece birisi tüm araştırma sürecinde etkin faaliyette bulunduğu, satın alınan bankaların toplam ve ölçek etkinliklerinin satın alma sürecinde arttığı, fakat satın alma işlemini takip eden iki yıl içerisinde satın alma öncesindeki seviyeye gerilediği bulunmuştur.

Maditinos, Theriou ve Demetriades (2009), 1999 yılında iki Yunan bankasının birleşmesiyle oluşan bankanın performansını incelediği çalışmasında bankanın birleşme işleminden sonraki beş yılda sektör ortalamasının üzerinde kârlılık artışı sergilediğini belirtmektedir.

Birleşme ve satın almanın işletme performansına etkisiyle ilgili bir diğer çalışma Ramakrishnan'a (2010) aittir. Araştırmacı 1996-2002 yılları arasında Hindistan'da gerçekleşen 87 birleşme ve satın alma olayını incelediği çalışmasında işlem öncesi ve sonrası 3'er yıllık dönemleri analiz etmiştir. Araştırmacı birleşmeye katılan şirketlerin uzun dönemde performansının arttığı sonucuna varmıştır.

Üstün (2010) ise 2003 ve 2007 yılları arasında İMKB'deki 11 şirketin birleşme ve satın alma işlemlerini değerlendirmiş, incelenen şirketlerin birleşme döneminde etkinlik değerlerinin birleşme öncesi döneme kıyasla genellikle daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Ancak birleşme sürecinden sonra şirketlerin çoğunun etkinliklerini kaybettikleri gözlenmiştir. Bulgulara göre en düşük etkinlik oranları birleşmeden sonraki dönemde görülmektedir.

Şirket birleşmelerinin Türk vergi sistemindeki yerini incelediği çalışmasında Değirmenci (2011), Türk Ticaret Kanunu'nda birleşmelerin "tasfiyesiz infisah" olarak adlandırıldığını, birleşmenin ise mevcut bir sermaye şirketinin diğer bir sermaye şirketine katılması veya birden fazla sermaye şirketinin bir araya gelerek yeni bir sermaye şirketi kurmaları biçiminde gerçekleştiğini ifade etmektedir. Değirmenci ayrıca, Ticaret Kanunu'nda düzenlenen birleşme işlemlerinin Kurumlar Vergisi Kanunu'nda tasfiye gibi ele alındığını ve oluşan kârın birleşme kârı olarak fakat tasfiye kârının tespitindeki esaslara göre belirlenerek normal oranda Kurumlar Vergisine tabi

tutulduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla büyümenin bir yolu olarak seçilen birleşme, vergi hukuku açısından teşvik edilmesi gerekirken, birleşme kârının kurum kazancı gibi normal oranda kurumlar vergisine tabi tutulması sermaye şirketlerinin bu yolla büyümesine engel teşkil etmektedir.

Şahin (2011), Türk bankacılık sektöründe faaliyet gösteren iki bankanın birleşmesini incelemiştir. Araştırmada birleşme ile birlikte hedef bankanın etkinlik değerinde bir artış olduğunu, ancak ilerleyen yıllarda etkinlik değerlerinin artmaya devam etse de bankacılık sektörü ortalama düzeyine gerilediği bulgusuna ulaşmıştır.

Çevikçelik (2012) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Ocak 2005-Aralık 2011 döneminde birleşme ve devralma faaliyetlerine konu olmuş finans sektörleri dışındaki şirketlerin hisse senedi fiyatlarının şirket birleşme ve devralmalarına karşı nasıl hareket ettiklerini olay etüdü yöntemiyle incelemiştir. Çalışmanın sonucunda birleşme öncesinde kümülatif ortalama aşırı getiri (CART) değerlerinde bir artışın olduğu, genel olarak CART değerlerinin olay anında ya da 1 gün sonrasında maksimuma ulaştığı belirlenmiştir. Ancak sonraki günlerde CART değerlerinde düşüşler gözlenmiştir. Araştırmacı piyasada kamuya açıklanan birleşme duyurularından yararlanılarak anormal getiri elde edilebildiği sonucuna ulaşmıştır.

Sezer (2012), hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketler tarafından 2004-2008 yılları arasındaki beş yıllık dönemde gerçekleştirilen birleşmelerin faaliyet performansının kârlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından incelemiştir. Çalışmada şirket performansları birleşmeden önceki bir ve birleşmeden sonraki üç yıl boyunca izlenmiştir. Sonuçlara göre nakit yaratma gücü (faaliyet nakit akış oranı) istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde azalmıştır. Diğer

tarafından, istatistiksel olarak anlamlı bulunmasa da, birleşme sonrasında kârlılığın arttığı, mali yapının güçlendiği ve etkinlik oranlarının iyileşme gösterdiği bulgularına ulaşılmıştır. Çalışmadan istatistiksel anlamlılığın tespit edilememesiyle birlikte, kârlılık, mali yapı ve etkinlik oranları açısından yatay birleşmelerin yatay olmayanlara göre daha başarılı olduğu belirlenmiştir. Ayrıca mali yapı ve etkinlik oranları açısından büyük birleşmelerin küçüklere göre ve borsa şirketlerinin devralındığı birleşmelerin kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelere göre daha başarılı olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Dilshad (2013), Avrupa’da 2001-2010 tarihleri arasında birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunan 18 bankanın hisse senedi değerlerini olay etüdü ile incelediği çalışmada birleşme ve satın alma haberinin sızdırılması ile hisse senetlerinde artışları belirlemiş, işlemin duyurulması ile de hedef bankanın yüksek kazançlar elde ettiğini belirtmiştir.

Yakın sayılabilecek bir zamanda yürütülen araştırmalardan biri Kandžija, Filipović ve Kandžija (2014) adlı araştırmacılara aittir. Araştırmacılar 1998-2006 yılları arasında Hırvatistan’da birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunmuş 598 işletme üzerinde yürüttükleri çalışmalarında endüstri yapısının birleşme ve satın almanın başarısı üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Hedef işletmenin daha düşük endüstri yoğunluğunda olması durumunda bu işletmenin etkinliği birleşme ve satın alma sonrasında artmaktadır.

Stunda (2014), ABD’de 2009-2012 yıllarında gerçekleşen birleşme ve satın almaları incelemiş, petrol ve bankacılık sektörleri haricindeki birleşmelerde birleşme

ve satın alma faaliyetinin işletmelerin piyasa değerlerinde düşüğe sebep olduğunu belirlemiştir.

Konuyla ilgili daha önce yürütülmüş araştırmalar genel olarak incelendiğinde birleşme ve satın alma faaliyetinin şirket etkinliği üzerindeki etkisinin net olarak açıklanamadığı görülmektedir. Sektör, birleşmenin türü, birleşme sürecinin yönetilişi, işletmelerin özellikleri, genel ekonomik konjonktür gibi çok sayıda faktörün birleşme ve satın alma sürecini etkilediği anlaşılmaktadır. Öte yandan temel alınan ölçütler ve kullanılan analiz teknikleri de araştırmaların sonuçlarını etkileyebilmektedir. Örneğin bankalar özel durumuyla ilgili olarak Budak (2011:107), VZA ile elde edilen sonuçların, seçilen KVB'ler ve girdi-çıkıtı değişkenlerinin ciddi bir biçimde etkilediğini ve bundan dolayı ele alınan girdi-çıkıtı değişkenleri ve/veya ilgilenilen bankaların değiştirilmesi durumunda farklı sonuçların elde edilebileceğini belirtmektedir.

## BÖLÜM 3

### UYGULAMANIN AMAÇ, YÖNTEM VE BULGULARI

#### 3.1. Amaç

Temel olarak bu çalışma ile şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarını etkileyen finansal faktörlerin ortaya konması, birleşme ve satın alma kararından önceki ve sonraki yıllarda şirket etkinliklerinin incelenmesi ve şirket performanslarının sektörlere göre karşılaştırılması amaçlanmıştır. Araştırma kapsamında yanıt aranan sorular şu şekildedir:

1. Şirketlerin performansında etkili olan finansal faktörler nelerdir?
2. Birleşme ve satın almanın şirketlerin finansal göstergeleri üzerindeki etkisi nasıldır?
3. Birleşme ve satın almanın şirketlerin performansları üzerindeki etkisi nasıldır?
4. Birleşme ve satın alma farklı sektörlerdeki şirketlerin performanslarını nasıl etkilemektedir?
5. Birleşme ve satın alma kararı şirketlerin etkinlik düzeyini artırma ya da azaltma durumu nedir?

#### 3.2. Yöntem

Bu çalışma nedensel karşılaştırmalı bir araştırma olarak planlanıp yürütülmüştür. Nedensel karşılaştırmalı araştırmalar bir olayın neden meydana geldiğini, meydana gelmesinde nelerin etkili olduğunu araştırmak amacıyla yürütülür (Karakaya, 2009:72).

Çalışmada araştırma evreni 2012 yılında Türkiye’de birleşme ve satın alma faaliyetine dâhil olan tüm hedef şirketlerdir. Bu doğrultuda evrene ulaşılmaya çalışılmış ancak 137 şirkete ait verilere ulaşılabilmektedir. Dolayısıyla çalışmanın örneklemini 2012 yılında birleşme ve satın alma faaliyetine girişen 137 hedef şirket oluşturmaktadır. Bu sayının tüm dünyada birleşme ve satın alma aktivitelerinde yaşanan yavaşlama dikkate alındığında oldukça yüksek olduğu söylenebilir. Örneklemdaki şirketlerin tamamı birleşme ve satın almadan sonra da faaliyetlerini sürdürmüş olan şirketlerdir.

Şirketlere ait 2010-2014 yılları arasındaki 5 yıllık veriler analizlere dâhil edilmiştir. Ancak her şirketin incelenen tüm yıllara ait verilerine ulaşamadığından analize alınan şirket sayılarında küçük farklar bulunmaktadır. Şirket verileri 2010-2014 yılları arasındaki bilanço kayıtları ve gelir tablolarından elde edilmiştir. Örneklemdaki şirketlerin tamamı birleşme ve satın alma işlemini 2012 yılı içerisinde gerçekleştirdiğinden 2010 ve 2011 yıllarına ait veriler birleşme öncesine, 2013 ve 2014 yıllarına ait veriler ise birleşme sonrasında ait veriler olarak kabul edilmiştir.

Çalışmada tanımlayıcı istatistikler (yüzde, frekans, standart sapma, aritmetik ortalama, geometrik ortalama), faktör analizi, t testi, varyans analizi, ki-kare testi, doğrusal regresyon analizi ve veri zarflama analizi tekniklerinden faydalanılmıştır.

Veri zarflama analizi gerçekleştirilirken karar verilecek bir husus girdi odaklı veya çıktı odaklı yaklaşımın seçimine ilişkindir. Girdi odaklı yaklaşımda, belirli bir çıktıyı üretmede kullanılacak en az girdi miktarı (girdi minimizasyonu); çıktı odaklı yaklaşımda ise, belirli bir girdiyle en fazla üretilecek çıktı miktarı (çıkıtı maksimizasyonu) baz alınmaktadır (Keskin Benli, 2006 ve Karaca, 2017). Bu

çalışmada ise veri zarflama işlemi girdi yönlü BCC modeli kullanılarak yapılmıştır. Bir şirket girdiler, çıktılar ve süreçlerden oluşan bir sistem olarak kabul edildiğinde şirketin çıktıları kârlılık, özsermaye gibi değişkenler olurken; likidite ile ilgili değerler, borç değerleri ve diğer değerler ise girdiler olacaktır. Bu sebeple veri zarflama analizinde kârlılık ve özsermaye bileşenleri çıktı, likidite, borç bileşenleri ile diğer bileşen ise girdi olarak kabul edilmiştir. Çalışmada kullanılan girdi değişkenleri (X) ile çıktı değişkenleri (Y) listesi Tablo 5’de yer almaktadır.

Tablo 5. Çalışmada Kullanılan Girdi ve Çıktı Değerlerinin Listesi

<b>Girdiler (X)</b>	<b>Çıktılar (Y)</b>
Likidite Bileşeni	Kârlılık Bileşeni
Borç Bileşeni	Özsermaye Bileşeni
Diğer Bileşen	

Veri zarflama analizinde kullanılan modeller ölçeğe sabit getiri ya da ölçeğe göre değişken getiri ilkesini temele alabilmektedir. Ölçeğe göre sabit getiri modeli, tüm karar verme birimlerinin optimal ölçekte faaliyet gösterdiği durumlar için gerçekçi bir varsayım olarak kabul edilmektedir (Çavmak, 2017). Bu nedenle bu çalışmada hesaplamalar ölçeğe göre sabit getiri varsayımı kabul edilerek yapılmıştır.

Analizler yapılırken gerekli durumlarda veriler standartlaştırılma işlemine tabi tutularak farklı bir ölçeğe taşındıktan sonra analize alınmıştır. Tüm istatistikler %95 güven aralığı temele alınarak (sembolik gösterimiyle  $p < ,05$ ) gerçekleştirilmiştir. Öte yandan çalışma kapsamında yapılan tanımlayıcı istatistikler Excel ve SPSS programları kullanılarak yapılmıştır. Faktör analizi için SPSS paket programı kullanılırken veri zarflama analizi bu iş için özel olarak geliştirilen DEAP adlı program kullanılarak yapılmıştır.

Sektörel karşılaştırmalarda kullanılmak üzere yapılan sektör sınıflaması şirket bilgileri ve Ernst&Young tarafından sunulan bilgilerden yararlanılarak yapılmıştır. Bu doğrultuda analize alınan şirketler 6 sektöre ayrılarak incelenmiştir. Şirketlerin sektörlere göre dağılımı Tablo 6’da gösterilmiştir.

Tablo 6.Şirketlerin Sektörel Dağılımı

<b>Sektör</b>	<b>Şirket Sayısı</b>
Bilişim	21
Enerji	16
Hizmet	21
Perakende	50
Sağlık	8
Turizm-Ulaştırma	21
<b>Toplam</b>	<b>137</b>

### 3.3. Bulgular

#### 3.3.1. Birinci Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular

Araştırmanın ilk sorusu şirketlerin performanslarında etkili olan finansal faktörlerin belirlenmesine yönelik oluşturulmuştur. Bu soruyu yanıtlamak amacıyla ilk olarak alan yazın taraması yapılarak şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetlerini etkileyen 13 adet değişken belirlenmiştir. Bu değişkenler; *net kâr marjı, aktif kârlılık oranı, özsermaye kârlılık oranı, cari oran, asit test oranı, borç özsermaye oranı, borç aktifler oranı, ödenecek vergiler ve diğer yükümlülüklerin pasif toplamlarına oranı, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı, net işletme sermayesi, aktifler toplamı, net kâr zarar ve özkaynaklar toplamıdır*. Alan yazına dayanılarak belirlenen 13 değişkenin bu çalışma kapsamında incelenen şirketlerin birleşme ve satın alma kararında etkili olup olmadıkları faktör analizi ile yoklanmıştır.

Faktör analizi sonuçlarında ilk olarak korelasyon matrisi incelendiğinde iki değişkenin (“kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı” ve “aktif kârlılık oranı”) diğer tüm değişkenlerle %30’un altında korelasyon katsayılarına sahip olduğu görülmüştür (Ek.3). Dolayısıyla bu değişkenlerin faktörleşmede etkilerinin olmayabileceği ve analizden çıkarılması gerektiği söylenebilir.

Analizden hangi değişkenlerin çıkarılacağına karar verirken katkı değerlerinin incelenmesi de faydalı olmaktadır. Çünkü katkı değeri büyük olan değişkenler ortak varyansa daha fazla katkıda bulunmaktadır. Değişkenlerin katkı değerlerinin yer aldığı Tablo 7 incelendiğinde analize dâhil edilen 11 değişkenden “özsermaye kârlılık oranının” katkı düzeyinin diğer değişkenlere göre çok düşük olduğu belirlenmiş ve bu değişken de faktör analizinin kapsamından çıkarılmıştır.

Tablo 7. Değişkenlerin Katkıları

Değişken	Başlangıç	Katkı
Net Kâr Marjı	1,000	,571
Özsermaye Kârlılık Oranı	1,000	,095
Cari Oran	1,000	1,000
Asit Test Oranı	1,000	1,000
Borç Özsermaye Oranı	1,000	,991
Borç Aktifler Oranı	1,000	,602
Ödenecek Vergi Ve Diğer Yükümlülüklerin Pasif Toplamına Oranı	1,000	,659
Net İşletme Sermayesi	1,000	,574
Aktif Toplam	1,000	,970
Net Kâr Zarar	1,000	,766
Öz Kaynaklar	1,000	,957

Analizlere dâhil edilecek olan değişkenlerin *net kâr marjı, cari oran, asit test oranı, borç özsermaye oranı, borç aktifler oranı, ödenecek vergi ve diğer yükümlülüklerin pasif toplamına oranı, net işletme sermayesi, aktif toplam, net kâr zarar ve öz kaynaklar* olarak belirlenmesinin ardından veri setinin faktör analizi için uygun olup olmadığı yoklanmıştır. Bu doğrultuda toplamda 10 adet değişken üzerinden oluşturulan veri setinin faktör analizi için uygun olup olmadığını gösteren Bartlett küresellik testi sonucu incelenmiştir. Bu teste göre  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Yani çalışmada kullanılan veri seti faktör analizi yapmak için uygundur ( $\chi^2 = 7952,132$ ;  $p < ,05$ ).

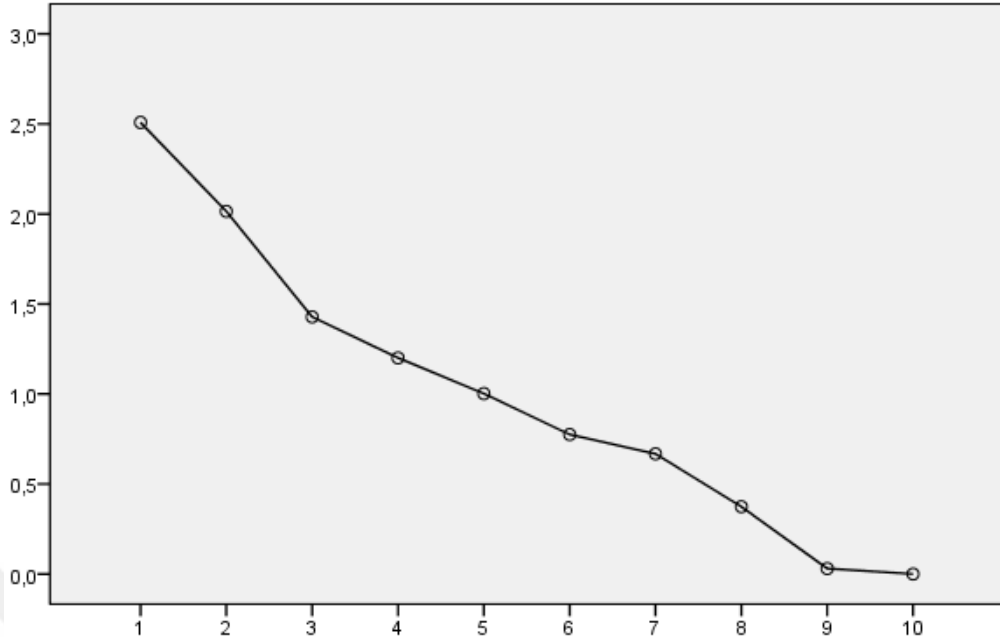
İncelenen 10 adet değişkenle ilgili öz değer ve toplam değişkenliği açıklama miktarları Tablo 8'de sunulmaktadır.

Tablo 8. Değişkenlerin Öz Değerleri ve Toplam Değişkenliği Açıklama Yüzdeleri

Bileşenler	Başlangıç Öz Değerleri		
	Toplam	Varyans Yüzdesi	Birikimli Yüzde
1	2,508	25,084	25,084
2	2,014	20,145	45,229
3	1,428	14,279	59,508
4	1,201	12,005	71,513
5	1,002	10,019	81,533
6	,775	7,747	89,280
7	,668	6,675	95,955
8	,374	3,741	99,696
9	,030	,303	99,999
10	5,054E-5	,001	100,000

Tablodan öz değeri 1'in üzerinde olan 5 adet bileşen olduğu görülmektedir. İlk bileşen şirket performansının %25,084'ünü açıklarken sırasıyla 2. bileşen %20,145'ini, 3. bileşen %14,279'unu, 4. bileşen %12,005'ini ve 5. bileşen ise %10,019'unu açıklamaktadır. Bu beş bileşen birlikte toplam varyansın %81,533'ünü açıklayabilmektedir.

Hangi bileşenleri dikkate almamız gerektiğini gösteren diğer bir teknik de yamaç grafiğidir. Şekil 4'de yer verilen grafiğe göre 5. bileşenden sonra eğim azalmaya başladığından beş bileşeni dikkate almak yeterli görülmektedir.



Şekil 4. Değişkenlere İlişkin Yamaç Grafiği

Yukarıda bahsedilen 5 bileşenin hangi faktör ya da yapılarla ilgili oldukları ise bileşen matrisinin incelenmesiyle karara bağlanmaktadır. Çünkü hangi değişkenin hangi bileşenle ilişkili olduğu faktör yüklerinin incelenmesiyle anlaşılmaktadır. Faktör yükleriyle ilgili bileşen matrisi Tablo 9’da sunulmaktadır.

Tablo 9. Bileşen Matrisi

	Bileşen				
	1	2	3	4	5
Aktif Toplam	,829	-,021	-,534	,075	,003
Özkaynaklar	,786	-,015	-,590	,068	-,003
Net İşletme Sermayesi	,680	,009	,345	,082	,030
Net Kâr Zarar	,673	,011	,558	,107	,001
Cari Oran	-,020	,995	-,023	,099	,005
Asit Test Oranı	-,020	,994	-,024	,101	,005
Net Kâr Marjı	,480	,022	,600	,009	,002
Ödeneceklerin ve Yük. Pasif Top. Oranı	-,108	-,110	,036	,791	-,068
Borç Aktifler Oranı	-,216	-,152	-,051	,726	,054
Borç Özsermaye Oranı	-,017	-,010	-,008	,011	,997

Tablodaki faktör yüklerinin büyüklüğü; o değişkenin o bileşene bağlanma gücünü göstermektedir. Ancak bu yüklerin daha net görülebilmesi için döndürme

işlemi yapılmaktadır. Sıklıkla kullanılan bir döndürme tekniği olan Varimax tekniği kullanılarak elde edilen faktör yükleri Tablo 10’da sunulmaktadır.

Tablo 10. Döndürülmüş Bileşen Matrisi

	Bileşen				
	1	2	3	4	5
Asit Test Oranı	<b>,999</b>	-,007	-,002	-,031	-,001
Cari oran	<b>,999</b>	-,008	-,003	-,033	-,001
Özkaynaklar	-,004	<b>,979</b>	,099	-,043	-,006
Aktif Toplam	-,011	<b>,973</b>	,169	-,042	-,001
Net Kâr Zarar	-,002	,123	<b>,872</b>	,002	-,012
Net Kâr Marjı	-,002	-,056	<b>,763</b>	-,067	-,010
Net İşletme Sermayesi	-,001	,270	<b>,718</b>	-,022	,019
Ödeneceklerin ve Yük. Pasif Top. Oranı	-,004	-,020	,035	<b>,806</b>	-,060
Borç Aktifler Oranı	-,049	-,046	-,107	<b>,763</b>	,064
Borç Özsermaye Oranı	-,002	-,005	-,002	,004	<b>,997</b>

Bileşenlere en çok katkı sağlayan değişken değerleri Tablo 10 üzerinde koyu renkle gösterilmektedir. Tablo 10’un incelenmesiyle birinci bileşene en çok katkı sağlayan değişkenlerin asit test ve cari oranın olduğu görülmektedir. Bu değişkenler likidite ile ilgili olduğu için birinci bileşen likidite bileşeni olarak adlandırılmıştır. İkinci bileşene katkı sağlayan değişkenler ise *diğer* ölçüler olarak da adlandırılan genel şirket değişkenleri olduğu görülmektedir. İkinci bileşen bu çalışmada diğer bileşen olarak adlandırılmıştır.

Tablodan üçüncü bileşene en fazla katkı sağlayan değişkenlerin kârlılıkla ilgili değişkenler olduğu görülmektedir. Üçüncü bileşenin kârlılık bileşeni olarak adlandırılması uygun görülmüştür. Dördüncü bileşen ise borç göstergeleriyle ilgili değişkenlere katkı sağladığından bu bileşen de borç bileşeni olarak adlandırılmıştır. Son olarak yalnızca borç özsermaye oranı adlı değişken en büyük katkıyı sağladığı için bu bileşen finansal yapı bileşeni olarak adlandırılmıştır.

Özetle, ilk araştırma sorusu kapsamında; başlangıçta analize dâhil edilmesi planlanan 13 adet değişkenden üçü analiz kapsamında çıkarılmış, geri kalanları ise birbiriyle ilişkisiz olan likidite, diğer, kârlılık, borç ve finansal yapı bileşenleri altında toplanmıştır.

### 3.3.2. İkinci Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular

Araştırmanın ikinci sorusu “birleşme ve satın almanın şirketlerin finansal göstergeleri üzerindeki etkisi nasıldır?” biçiminde ifade edilmişti. Bu soru ile şirketlerin birleşme veya satın alma kararından önceki ve sonraki finansal göstergelerinin karşılaştırılması amaçlanmaktadır. İkinci araştırma sorusuna yönelik bulgular aşağıda sunulmaktadır.

#### 3.3.2.1.Likidite Bileşeniyle İlgili Bulgular

Likidite bileşeniyle (cari oran ve asit test oranı) ilgili betimsel istatistikler

Tablo 11’de sunulmaktadır.

Tablo 11. Likidite Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler

	Dönem	n	En Düşük	En Yüksek	Medyan	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S	Varyasyon Katsayısı V.K.
Cari Oran	2010	121	0,088	311,698	1,413	8,029	32,609	406,140
	2011	137	0,016	719,502	1,237	11,765	68,577	582,890
	2012	137	0,015	79,903	1,465	3,462	8,282	239,226
	2013	137	0,016	2608,766	1,428	22,043	222,676	1010,189
	2014	134	0,004	112,946	1,220	3,708	10,383	280,016
Asit Test Oranı	2010	121	0,05	311,698	1,083	7,59	32,643	430,079
	2011	137	0,016	719,502	0,963	11,282	68,625	608,270
	2012	137	-0,149	79,903	1,185	2,892	8,154	281,950
	2013	137	0,005	2608,766	1,062	21,54	222,716	1033,965
	2014	134	0,004	112,946	0,956	3,143	10,222	325,231

Bulguların incelenmesi sonucunda en yüksek cari oran ve asit test oranı değişkenlerinde yıllara göre büyük farkların olduğu anlaşılmaktadır. Ortalama değerler incelendiğinde ise birleşme ve satın almanın gerçekleştiği yılda bu iki oran düşerken, izleyen yılda büyük bir artış göstermektedir. Ayrıca varyasyon katsayılarının incelenmesiyle birleşme ve satın alma kararının alındığı yılda likidite değişkenleriyle ilgili değişkenliğin azalırken, bu kararın ertesinde değişkenliğin arttığı görülmektedir.

Elde edilen bulgulara göre şirketlerin kısa vadeli borçları karşılama performansları birleşme ve satın alma sırasında düşmekte, bu işlemten hemen sonraki yıl yükselmekte ve daha sonraki yıl ise tekrar düşmektedir.

### 3.3.2.2. Diğer Bileşenle İlgili Bulgular

Diğer bileşen olarak adlandırılan genel değerler (aktif toplamı, özkaynak toplamı) ilişkin betimsel istatistikler Tablo 12’de sunulmaktadır.

Tablo 12. Diğer Bileşenle İlgili Betimsel İstatistikler

	Dönem	N	En Düşük	En Yüksek	Medyan (Ortanca)	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S.	Değişkenlik Katsayısı V.K.
Aktif Toplam	2010	121	5263,090	2655770000,000	27961094,000	135658032,000	357183657,400	263,297
	2011	137	0,100	6675412000,000	22495752,760	180437567,000	661617765,400	366,674
	2012	137	0,100	7714156000,000	28604729,200	247356296,000	946233456,700	382,539
	2013	137	164729,900	11244300000,000	34418825,330	288343680,000	1161113553,000	402,684
	2014	134	224215,300	12250620000,000	37107516,635	320543604,000	1262747272,000	393,939

	Dönem	N	En Düşük	En Yüksek	Medyan (Ortanca)	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S.	Değişkenlik Katsayısı V.K.
Özkaynaklar	2010	121	-25564830,000	1862798000,000	6724267,100	61881196,500	205487870,200	332,068
	2011	137	-47950040,000	6673766000,000	7031868,150	108546438,000	600827572,500	553,521
	2012	137	-42309470,000	7712203000,000	9066258,630	151687769,000	799818929,800	527,280
	2013	137	-114042100,000	11239720000,000	12898708,160	172460050,000	1048278814,000	607,839
	2014	134	-203001800,000	12142490000,000	12920344,165	186173040,000	1138131966,000	611,330

Tabloya bakıldığında ilk olarak değişkenlerle ilgili en yüksek ve en düşük değerler arasındaki farkın çok fazla olduğu dikkati çekmektedir. Örneklemede farklı finansal özelliklere sahip şirketlerin yer alması bu sonuca yol açmaktadır.

Aritmetik ortalamalara göz atıldığında ise aktif toplam ve özkaynak değerlerinde yıllara göre sürekli bir artışın olduğu anlaşılmaktadır. Bu iki değişkenle ilgili değişkenlik de yıllar boyunca artma eğilimindedir. Benzer bir durum bu değişkenlerle ilgili medyan (ortanca) değerlerinde de gözlenmektedir.

Diğer bileşene ilişkin göstergelerde gözlenen bu dalgalanma ve değişim birleşen şirketlerin bilanço kalemlerinin matematiksel toplamında meydana gelen dalgalanmanın doğal sonucudur. Özellikle büyük şirketlerin devralınması durumunda finansal göstergeler daha belirgin şekilde değişmektedir (Tuch ve O'Sullivan, 2007:158).

### 3.3.2.3.Kârlılık Bileşeniyle İlgili Bulgular

Kârlılık bileşeniyle ilgili değişkenlerin (net işletme sermayesi, net kâr marjı, net kâr zarar) betimsel istatistiklere Tablo 13’de yer verilmiştir.

Tablo 13. Kârlılık Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler

	Dönem	n	En Düşük	En Yüksek	Medyan Ortanca	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S	Değişkenlik Katsayısı V.K.
Net İşletme Sermayesi	2010	121	-53558700,000	335221700,000	1189538,250	11 226 679,100	40364025,300	359,537
	2011	137	-99269650,000	496906800,000	652340,710	13 848 044,900	60448025,050	436,509
	2012	137	-96097150,000	844490800,000	1523895,300	22 030 000,400	95748501,900	434,628
	2013	137	-563260700,000	484661200,000	3065842,780	11 521 758,000	91782101,580	796,598
	2014	134	-364700300,000	677709200,000	1989790,180	21 601 504,500	112717186,800	521,802
Net Kâr Marjı	2010	111	0,000	5,269	0,019	0,094	0,501	531,648
	2011	123	0,000	7,030	0,000	0,120	0,667	556,582
	2012	127	0,000	6,120	0,003	0,150	0,664	443,482
	2013	134	0,000	7,232	0,000	0,173	0,855	494,506
	2014	129	0,000	11,190	0,002	0,236	1,151	487,025
Net Kâr Zarar	2010	121	-42415550,000	305769900,000	184748,200	6751891,180	32251489,590	477,666
	2011	137	-162179900,000	445614200,000	-30044,170	5931868,750	52416864,150	883,648
	2012	137	-49717560,000	286632000,000	10391,510	6415695,350	34332019,170	535,125
	2013	137	-175195200,000	239800300,000	-66896,430	-832863,879	36572274,690	-4391,147
	2014	134	-139727600,000	498885600,000	50308,850	4142694,650	51389931,040	1240,495

Tablo incelendiğinde, net kâr marjı değerlerinin yıllar boyunca artma eğiliminde olduğu görülmektedir. Ortalama değerlere göre net işletme sermayesi ise birleşme ve satın alma kararından hemen sonraki yıllarda büyük düşüş göstermekte, izleyen yılda tekrar yükselmektedir. Net işletme sermayesi kısa vadedeki nakit ihtiyacını rakamsal olarak gösteren bir değer olduğundan şirketlerin birleşme ve satın

alma sırasındaki kısa vadeli nakit ihtiyaçlarının arttığı ancak birleşme ve satın almadan hemen sonra bu ihtiyacın düştüğü görülmektedir.

Ortalama değerlere göre net kâr zarar, birleşme ve satın alma kararından hemen sonraki yıllarda büyük düşüş göstermekte, izleyen yılda tekrar yükselmektedir. Ancak medyan değerleri incelendiğinde net kâr zararlar ile ilgili değerlerin yıllara göre dalgalanma gösterdiği görülmektedir. Bu sonuç bizi şirketlerin net kâr zararlar ile ilgili dağılımlarının yıllık bazda farklılaştığı düşüncesine götürmektedir. Ayrıca birleşme ve satın alma kararından önceki ve sonraki yıllarda negatif olan medyan değerleri, birleşme ve satın almanın öncesi ve sonrasında net kâr zarar açısından eksi değere düşen çok sayıda şirketin bulunduğunu göstermektedir.

#### 3.3.2.4. Borç Bileşeniyle İlgili Bulgular

Borç bileşeniyle ilgili değişkenlerin (borç aktifler oranı, ödeneceklerin ve yükümlülüklerin pasif toplama oranı) betimsel istatistikleri Tablo 14’de yer almaktadır.

Tablo 14. Borç Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler

	Dönem	n	En Düşük	En Yüksek	Medyan Ortanca	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S	Değişkenlik Katsayısı V.K.
Borç Aktifler Oranı	2010	121	0,002	9,142	0,570	0,640	0,891	139,227
	2011	137	0,000	6,629	0,596	0,634	0,655	103,224
	2012	137	0,000	6,443	0,500	0,630	0,740	117,510
	2013	137	0,000	4,987	0,580	0,668	0,720	107,761
	2014	134	0,008	5,927	0,595	0,703	0,826	117,489

	Dönem	n	En Düşük	En Yüksek	Medyan Ortanca	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S	Değişkenlik Katsayısı V.K.
Ödeneceklerin ve Yükümlülüklerin Pasif Toplama Oranı	2010	121	0,000	0,374	0,010	0,024	0,044	179,557
	2011	137	0,000	0,365	0,013	0,033	0,055	164,706
	2012	137	0,000	0,239	0,009	0,025	0,039	153,206
	2013	137	0,000	0,239	0,008	0,021	0,035	167,287
	2014	134	0,000	0,238	0,008	0,022	0,038	172,615

Tablo 14'den her iki değişkenin de yıllar boyunca pek değişmediği, ayrıca bu değişkenlerle ilgili varyasyonun yani değişkenliğin hemen hemen aynı kaldığı gözlenmektedir.

### 3.3.2.5.Finansal Yapı Bileşeniyle İlgili Bulgular

Finansal yapı olarak adlandırılan bileşenlere ait betimsel istatistiklere Tablo 15'de yer verilmiştir.

Tablo 15. Finansal Yapı Bileşeniyle İlgili Betimsel İstatistikler

	Dönem	n	En Düşük	En Yüksek	Medyan Ortanca	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S	Değişkenlik Katsayısı V.K.
Borç Özsermaye Oranı	2010	121	-155,903	4657,251	0,791	44,504	425,324	955,701
	2011	136	-633,674	54,685	0,749	-2,877	56,038	-1947,753
	2012	136	-11,978	975,607	0,637	10,332	84,097	813,978
	2013	137	-103,320	475,346	0,619	7,437	56,158	755,078
	2014	134	-99,002	41,081	0,779	0,288	12,946	4492,401

Tablo incelendiğinde borç özsermaye oranının yıllara göre büyük farklılık gösterdiği anlaşılmaktadır. Ancak, birleşme ve satın almaya doğru ve bu karardan

sonraki yıllarda bu oranın görece azalmış olması, birleşme ve satın almaya giden şirketlerin daha fazla kendi kaynaklarından finansman sağlamaya başladığı bilgisini vermektedir.

### 3.3.3. Üçüncü Araştırma Sorusuyla İlgili Bulgular

Araştırmanın üçüncü sorusu örneklemdaki şirketlerin performans değerlerinin yıllara göre karşılaştırılmasıyla ilgiliydi. Zarflanmış veriler üzerinde ilk olarak birleşme ve satın alma kararından önceki iki yıl ve sonraki iki yılın verilerinin ortalamaları alınarak karşılaştırılmıştır. Her iki veri setinin normal dağılım gösterdiği gözlemlendikten sonra anlamlı farklılık gösterip göstermedikleri ilişkili örneklem için t testi kullanılarak yoklanmıştır. Tablo 16’da t testi sonuçları sunulmaktadır.

Tablo 16. Birleşme ve Satın Alma Kararından Önceki ve Sonraki Etkinlik Değerleri

	n	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S	t	Serbestlik Derecesi Sd	p
Birleşme ve Satın Almadan Önce	137	,995	,074	5,122	136	,000
Birleşme ve Satın Almadan Sonra	137	,963	,014			

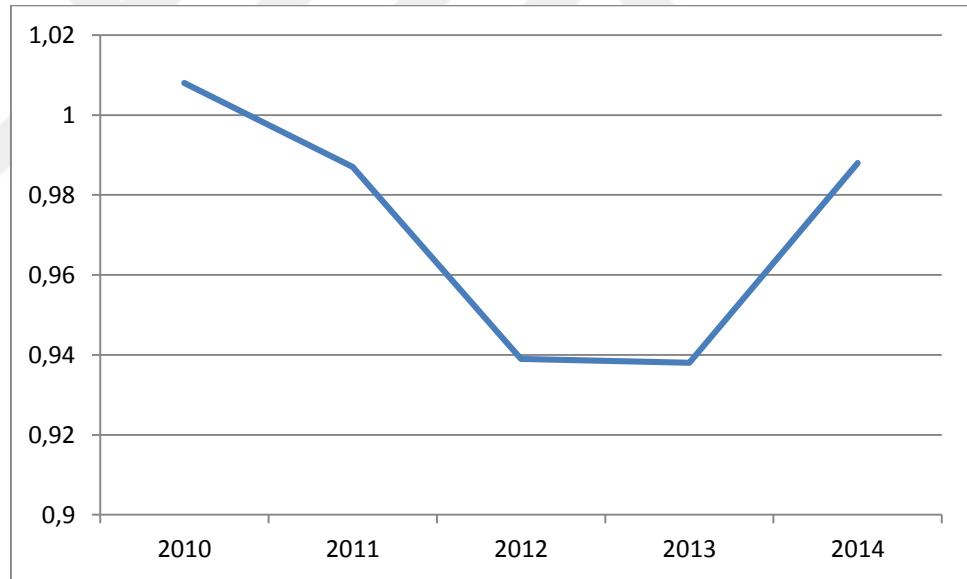
Tablo 16’da sunulan verilere göre birleşme ve satın alma kararından sonra şirketlerin etkinlik düzeyleri ortalama olarak %3,2 azalmıştır. Bu azalma ise %95 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlıdır ( $p < ,05$ ). Diğer bir deyişle, birleşme-satın almadan önceki ve sonraki etkinlik değerleri farklılaşmaktadır. Yani birleşme ve satın alma kararı şirketlerin etkinlik düzeyleri üzerinde olumsuz etkiye sahiptir.

Şirket etkinlik değerlerinin daha ayrıntılı incelenebilmesi amacıyla bu değerlerin dönemlere ayrılmış betimsel istatistikleri Tablo 17’de sunulmaktadır.

Tablo 17. Şirketlerin Yıllara Göre Ortalama Etkinlik Değerleri

	n	En Düşük	En Yüksek	Aritmetik Ortalama $\bar{X}$	Standart Sapma S.S
2010	137	,925	3,412	1,008	,208
2011	137	,890	1,000	,987	,011
2012	137	,856	1,000	,939	,023
2013	137	,870	1,000	,938	,024
2014	137	,942	1,000	,988	,007

Tablo 17’de sunulan tüm şirketlerin ortalama etkinlik değerleri incelendiğinde bu değerlerin birleşme ve satın alma kararından iki yıl önce en yüksek düzeyde olduğu, kararlar birlikte düştüğü ve karardan iki yıl sonra tekrar yükselme trendine girdiği görülmektedir. Bu durum Şekil 5’te daha açık görülebilmektedir.



Şekil 5. Yıllara Göre Ortalama Etkinlik Değerleri

Şirket etkinlik değerlerindeki gözlenen bu farklılaşmanın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı ise tekrarlı ölçümler için varyans analizi kullanılarak yoklanmıştır. Varyans analizi sonuçları Tablo 18’de verilmektedir. Buna göre şirketlerin etkinlik değerlerinde yıllar boyunca gerçekleşen farklılaşmaların

istatistiksel açıdan anlamlı olduğu anlaşılmaktadır ( $p<,05$ ). Diğer bir deyişle, şirketlerin yıllara göre farklı etkinlik değerleri bulunmaktadır. Şirketlere ait yıllık bazda etkinlik değerleri Ek 4’te sunulmuştur.

Tablo 18. Şirketlerin Etkinlik Değerlerinin Karşılaştırılması

Dönem	n	$\bar{X}$	S.S.	Serbestlik Derecesi Sd	Kareler Ortalaması	F	P
2010	137	1,008	,208	4	,140	15,851	,000
2011	137	,987	,011				
2012	137	,939	,023				
2013	137	,938	,024				
2014	137	,988	,007				

Varyans analizinde grup ortalamaları (bu çalışmada şirketlerin her bir yıla ilişkin etkinlik değeri ortalamaları) arasında anlamlı bir farkın belirlenmesi durumunda bu farkın hangi gruplar arasında olduğunun ortaya çıkarılması analiz sonuçlarının yorumlanmasına güç katmaktadır. Bu amaçla çoklu karşılaştırma testinin (post-hoc testinin) kullanılması gerekir (Büyüköztürk, 2002:45).

Şirket etkinlik değerlerinin yıllara göre farklılaşmasının hangi yıllar arasında anlamlı olduğu post-hoc bir test olan Bonferroni testi ile yoklanmıştır. Çalışma boyunca güven aralığı olarak 0,05 değeri temel alındığı için iki yıl arasındaki p değeri 0,05’ten küçükse bu yıllar arasında incelenen değişken açısından anlamlı bir farkın olduğu anlaşılmaktadır. Bonferroni testinin özet sonuçları yalnızca p değerleri kullanılarak Tablo 19’da gösterilmiştir.

Tablo 19. Her Bir Yıla İlişkin Etkinlik Değerlerinin Karşılaştırılması

	2011	2012	2013	2014
2010	1,000	,002	,001	1,000
2011		,000	,000	1,000
2012			1,000	,000
2013				,000

Post-hoc testi sonuçları ardışık yıllara göre incelendiğinde birleşmeden önceki yıllar olan 2010-2011 arasındaki performans farkının anlamlı olmamasına ( $p>,05$ ) karşın 2011-2012 yılları arasındaki farkın anlamlı olduğu ( $p<,05$ ) görülmektedir. Birleşmeden sonraki yıllarda ise 2012-2013 arasındaki performans farkı anlamlı değilken ( $p>,05$ ), 2013-2014 arasındaki fark anlamlı bulunmuştur ( $p<,05$ ).

### 3.3.4. Dördüncü Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular

Araştırmanın dördüncü sorusu şirketlerin etkinlik değerlerinin sektör ve yıl bazında değerlendirilmesiyle ilgiliydi. Bu amaçla yapılan analizler kapsamında ilk olarak birleşme kararından önceki ve sonraki iki yılın etkinlik değerleri sektörel bazda Tablo 20’de karşılaştırılmıştır.

Tablo 20. Birleşme ve Satın Almanın Öncesindeki ve Sonrasındaki Sektörel Bazda Etkinlik Değerleri

Sektör	N	Önce		Sonra		Serbestlik Derecesi Sd	F (Dönem x Sektör)	P
		$\bar{X}$	S.S.	$\bar{X}$	S.S.			
Bilişim	21	1,023	,186	,964	,012	5	,731	,601
Enerji	16	,987	,007	,957	,018			
Hizmet	21	,992	,028	,958	,007			
Perakende	50	,990	,016	,965	,013			
Sağlık	8	,989	,005	,964	,013			
Turizm-Ulaştırma	21	,989	,006	,963	,018			

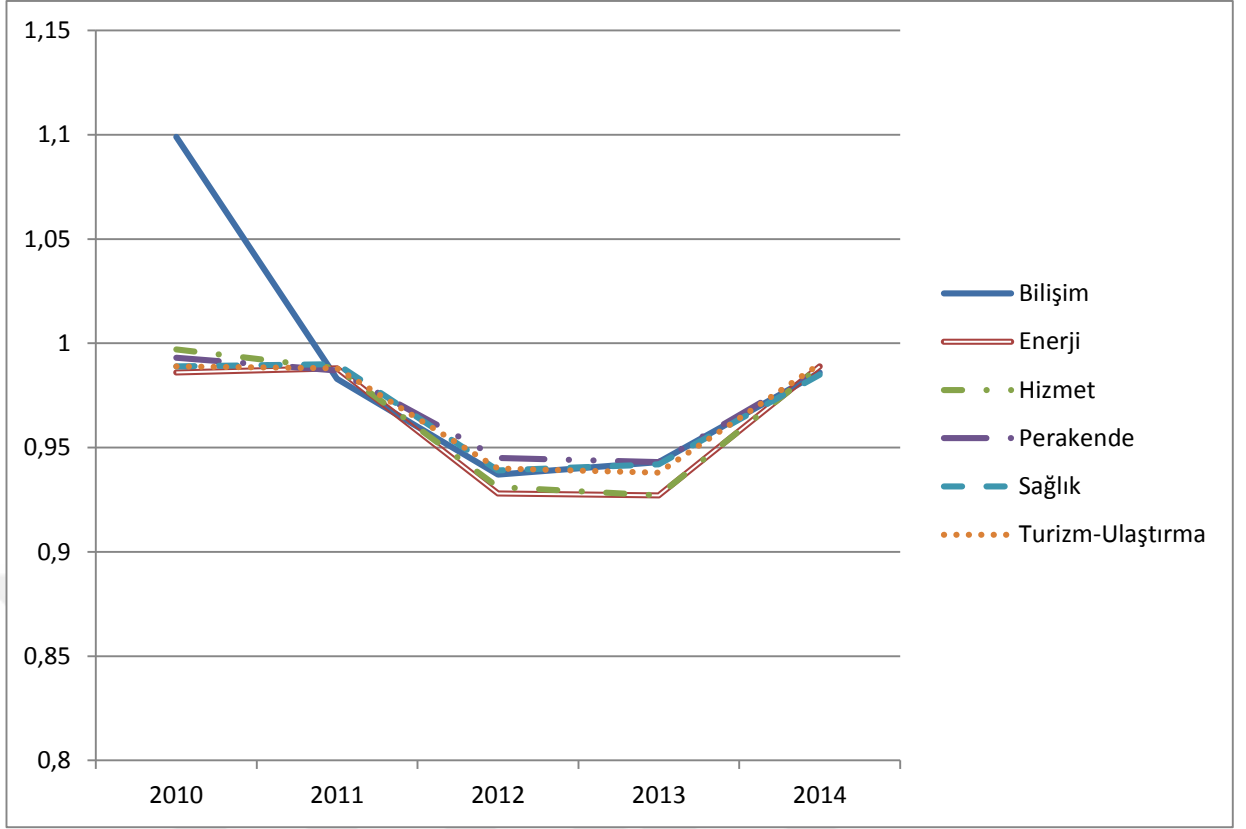
Tablo 20’de sunulan değerlere göre tüm sektörlerin birleşme ve satın alma öncesindeki etkinlik değerleri daha yüksektir. Bu değişkenliğin sektörler arasında anlamlı farklara yol açıp açmadığı yoklandığında sektör ve yılın ortak etkisinin bulunmadığı ( $p>,05$ ), diğer bir deyişle sektörler arasında birleşme ve satın alma kararından önce ve sonraki etkinlik değerlerinin denk olduğu görülmektedir.

Sektörlere göre etkinlik değerlerinin daha ayrıntılı incelenebilmesi amacıyla her sektör için yıllık değerler hesaplanarak Tablo 20’de sunulmuştur.

Tablo 21. Sektörel ve Yıllık Bazda Şirketlerin Ortalama Etkinlik Değerleri

Sektör	Şirket Sayısı	$\bar{X}$				
		2010	2011	2012	2013	2014
1. Bilişim	10	1,099	0,983	0,937	0,943	0,986
2. Enerji	12	0,986	0,988	0,928	0,927	0,989
3. Hizmet	17	0,997	0,988	0,931	0,927	0,989
4. Perakende	40	0,993	0,987	0,945	0,943	0,988
5. Sağlık	7	0,989	0,990	0,939	0,942	0,985
6. Turizm-Ulaştırma	15	0,989	0,988	0,940	0,938	0,990

Tablo 21’de tüm sektörlerdeki şirket etkinlik değerlerinin ilk yılda (2010) görece yüksek düzeylerde olduğu ancak sonraki yıllarda düşüşe geçtiği anlaşılmaktadır. Etkinlik değerleri tüm sektörlerde birleşme ve satın alma kararı ile birlikte (2012) en düşük düzeyine ulaşmakta ve ardından yükselişe geçmektedir. Bu değişimin daha açık bir şekilde görülebilmesi için oluşturulan çizgi grafik Şekil 6’da verilmiştir.



Şekil 6. Sektörel ve Yıllık Bazda Şirketlerin Etkinlik Değişimi

Şekil 6'dan görüldüğü üzere tüm sektörlerdeki şirketlerin yıllara göre etkinlik değerleri benzer seyirler izlemiştir. Etkinlik değerleri, birleşme ve satın alma kararından önceki iki yılda (2010-2011) en yüksek düzeyinde iken, birleşme ve satın almanın gerçekleştiği yılda (2012) düşmekte, bu yıl boyunca düşük düzeyde kalmaya devam ederek sonrasında yükselmeye başlamaktadır (2013). Ayrıca birleşme ve satın alma kararının öncesinde en sert etkinlik düşüşünü deneyimleyen sektör bilişim sektörü olmaktadır.

### 3.3.5. Beşinci Araştırma Sorusuna Yönelik Bulgular

Araştırmanın beşinci sorusu birleşme ve satın alma faaliyetinin şirketlerin etkinlik düzeyini artırma ya da azaltma durumunun incelenmesiyle ilgili olarak oluşturulmuştur. Birleşme ve satın almadan önceki iki yılın (2010 ve 2011) ve bu

karardan sonraki iki yılın (2013 ve 2014) etkinlik değerlerinin ortalamaları kullanılarak aradaki farklar belirlendiğinde tüm firmalara ait etkinliklerin düşmüş olduğu görülmüştür. Ancak veri setinin başlangıç (2010) ve bitişini (2014) temele alarak çapraz tablolama ile bir inceleme yapıldığında Tablo 22’de sunulan bulgulara ulaşılmaktadır.

Tablo 22. Sektörlere Göre Etkinlik Değerlerindeki Değişim Sayıları

		Azalma	Sabit Kalma	Artma	Toplam
Bilişim	f	8	0	13	21
	Sektör İçindeki Oran	%38,1	%0	%61,9	%100
Enerji	f	5	1	10	26
	Sektör İçindeki Oran	%31,3	%6,3	%62,5	%100
Hizmet	f	11	1	9	21
	Sektör İçindeki Oran	%52,4	%4,8	%42,9	%100
Perakende	f	24	6	20	50
	Sektör İçindeki Oran	%48	%12	%40	%100
Sağlık	f	4	1	3	7
	Sektör İçindeki Oran	%50	%12,5	%37,5	%100
Turizm-Ulaştırma	f	7	1	13	20
	Sektör İçindeki Oran	%33,3	%4,8	%61,9	%100
Toplam	f	59	10	68	137
	Genel Oran	%43,1	%7,3	%49,6	%100

Tablo 22 incelendiğinde birleşme ve satın alma kararından 2 yıl önce ve 2 yıl sonraki etkinlik değerleri açısından firmaların yaklaşık yarısının (%49,6) avantajlı olduğu anlaşılmaktadır. Bu doğrultuda şirketlerin yalnızca %7,3’ünde etkinlik değerleri sabit kalırken %43,1’inde düşmüştür. Benzer bir tablo tüm sektörler açısından göze çarpmaktadır. Ancak hizmet sektöründeki firmalarda daha sıklıkla etkinlik değerlerinin düştüğü görülmektedir.

Etkinlik değeri düşen veya artan firma sayılarının sektöre göre farklı biçimde dağılıp dağılmadığı ise ki-kare testi ile yoklanmıştır.

Tablo 23. Sektörlere Göre Etkinlik Değerlerindeki Değişim Sayılarının Karşılaştırılması

Ki-Kare Değeri	Sd	Ki-Kare	P
12,081	10	8,808	,550

Tablo 23'te sunulan sonuçlara göre şirketlerin etkinlik düzeyindeki artma ya da azalma frekansları sektörler arasında anlamlı değildir. Diğer bir anlatımla, etkinlik değerinde artış ya da azalma gösteren şirket sayıları tüm sektörlerde benzer bir dağılım göstermektedir.

## SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

Sürekli büyüme ve hayatta kalma işletmelerin temel amacıdır. Birleşme ve satın alma faaliyetleri bu hayatta kalma amacının formlarından biridir (Gupta, 2012:66). Ernst & Young'un 2013 yılı raporuna göre; Türkiye'de 2012 yılında 315 birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleşmiştir. Bu işlemlerin 184 tanesinin değeri açıklanmamış, 131 tanesinin ise değeri açıklanmıştır. Bu yüksek sayı tüm dünyada yaşanan azalan birleşme ve satın alma faaliyetlerine rağmen Türkiye'nin o dönemdeki pozitif ekonomik göstergeleri sayesinde gerçekleşmiştir.

Şirket birleşmeleriyle ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde bazı çalışmaların sadece kesitsel etkinlik ölçmeye odaklandığı, bazı çalışmaların tek bir sektör üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Ayrıca etkinlik değerlendirme üzerine olan çalışmalarda analizlere alınan girdi ve çıktılarının farklı seçimlerine rastlanmaktadır. Yürütülen bu çalışmada ise tüm bu durumlar dikkate alınarak zamana bağlı etkinlik değişimi incelenmiştir. Analizler 6 sektör üzerinde gerçekleştirilmiştir.

Bilindiği gibi şirketlerin etkinlik göstergelerini belirlemek amacıyla kullanılan çok sayıda faktör bulunmaktadır. Bu faktörlerin çeşitli çalışmalarda farklı şekillerde kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada ise öncelikle literatür taramasına dayanarak 13 etkinlik değişkeni belirlenmiştir. Yapılan faktör analizi sonucunda ise 4 bileşen altında toplanabilen 10 değişken elde edilmiştir.

Araştırma kapsamında elde edilen bulgulara göre şirketlerin performansında etkili olan finansal faktörler; likidite (cari oran ve asit test oranı), diğer ya da genel ölçüler (aktif toplam, özkaynaklar), kârlılık (net kâr zarar, net kâr marjı), borç (borç

aktifler oranı, ödenecek vergi ve diğer yükümlülüklerin pasif toplamına oranı) ve finansal yapı (borç özsermaye oranı) ölçüleridir.

Likidite ölçüleri kapsamında incelenen cari oran ve asit test oranı birleşme ve satın almanın gerçekleştiği yılda düşerken, izleyen yılda büyük artış göstermektedir. Ayrıca, birleşme ve satın alma kararının alındığı yılda likidite değişkenleriyle ilgili değişkenlik azalmakta, kararın ertesinde ise değişkenlik artmaktadır.

Diğer ölçüler kapsamında ulaşılan bulgular, özkaynak ve aktif toplam değerlerinde yıllara göre sürekli bir artışın olduğu anlaşılmaktadır. Bu iki değişkenle ilgili değişkenlik de yıllar boyunca artma eğilimindedir.

Kârlılık ölçülerinden net kâr marjı değerleri yıllar boyunca artma eğilimindedir. Net işletme sermayesi verileri ise şirketlerin birleşme ve satın alma sırasındaki kısa vadeli nakit ihtiyaçlarının arttığını ancak birleşme ve satın almadan hemen sonra bu ihtiyacın düştüğünü göstermektedir. Net kâr/zarar ise birleşme ve satın alma kararından hemen sonraki yıllarda büyük düşüş göstermekte, izleyen yılda tekrar yükselişe geçmektedir. Ayrıca birleşme ve satın almanın öncesi ve sonrasında net kâr/zarar açısından eksi değere düşen çok sayıda şirket bulunmaktadır.

Borç ölçülerinin yıllar boyunca pek değişmediği görülürken finansal yapıyla ilgili değerler yıllara göre büyük farklılıklar göstermektedir. Ancak, birleşme ve satın almaya doğru ve bu karardan sonraki yıllarda bu oran görece azalmaktadır. Diğer bir deyişle, birleşme ve satın almaya giden şirketler kendi kaynaklarından daha fazla finansman sağlamaya başlamaktadır.

Verilerin analiziyle birleşme ve satın alma kararının, incelenen şirketlerin etkinlik düzeyleri üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Yıllara göre

incelendiğinde ise şirket etkinliğinin birleşme ve satın alma kararından iki yıl önce en yüksek değerinde olduğu, kararla birlikte düştüğü, kararı izleyen yılda tekrar düşük düzeyde seyrettikten sonra yükseldiği görülmektedir. Öte yandan, birleşme ve satın alma kararından önce ve sonraki etkinlik değerleri arasında sektör bazında bir farklılaşma bulunmamaktadır.

Yine bulgulara göre birleşme ve satın alma kararı şirketlerin yaklaşık yarısında performans değerinin artmasına yol açmaktadır. Birleşme ve satın alma sonrası şirket performansını etkileyen faktörler ise şirketlerin birleşme ve satın alma öncesindeki özkaynaklar, aktif toplam, net kâr zarar, net işletme sermayesi, net kâr marjı, borç aktifler oranı ve ödenecek vergi ve diğer yükümlülüklerin pasif toplamına oranı faktörleridir. Kısacası şirketlerin birleşme sonrası performansları onların birleşme öncesi genel (diğer), kârlılık ve borç göstergeleriyle ilgilidir.

İşletme deneyimlerinden ve araştırmalardan öğrendiğimiz kadarı ile birleşme uzun ve karmaşık bir süreci kapsamaktadır. İşte bu sebeple birleşme amacı taşıyan şirketler birçok riskle karşılaşmaktadır (Sezer, 2012:50). Birleşme ve satın almalarda istenen sonuçların elde edilmesini sağlayacak stratejilerin olmaması durumunda finansman yapısının bozulması, değer belirlemedeki zorluklar, yönetim yapısının bozulması, kimlik kayması, sinerjinin kaybolması ve karışıklık gibi istenmeyen bazı risklerle karşı karşıya kalmak olasıdır. Bu çalışma kapsamında ulaşılan sonuçlar da sürecin bu karmaşıklığını destekler niteliktedir. Çünkü birleşme ve satın alma eylemi şirketlerin finansal göstergelerinde bazı dalgalanmalara yol açmaktadır.

Birleşme ve satın alma sürecinin karmaşıklığına paralel biçimde şirketlerin performans değerlerinin de birleşme ve satın alma kararının ardından net bir seyir

izlemediği anlaşılmaktadır. Aslında bu durum literatürdeki diğer araştırmalarla uyumlu görülebilir. Çünkü yürütülen çalışmaların yalnızca bir kısmında birleşme ve satın almanın şirket etkinliğine olumlu etkide bulunduğu tespit edilebilmiştir.

Yukarıda bahsedildiği gibi yürütülen bu çalışmada birleşme ve satın alma işleminin, yarıya yakın işletmede etkinlik değerlerinin düşmesine yol açtığı ortaya konmuştur. Genel olarak araştırmalar bize birleşme ve satın almaların önemli bir kısmının başarı ile sonuçlanmadığı bilgisini sunmaktadır (Sezer, 2012:132). Başarısızlık sebepleri arasında hedef firmanın birleşmeye karşı olumsuz tutumu, yöneticilerin şirketlerinden ayrılması, şirketler arasındaki kültürel uyumsuzluk, bütünleşme planının olmayışı, hedef firmaya gereğinden fazla ödeme yapılması gibi çok çeşitli faktörler bulunabilmektedir. Birleşme ve satın almalarda başarısızlık sebeplerinden birini farklı bir bakış açısıyla ele alan Malik (2014:529), yöneticilerin kendilerine aşırı güvenmesini sürecin başarısız olmasında etkin olan bir faktör olarak belirtmektedir. Çünkü Malik'e göre kendine aşırı güvenen yöneticiler diğer deneyimleri kulak ardı ederek uygun olmayan anlaşmalar yapabilmektedir. Böylelikle bu yöneticilerin verdikleri birleşme kararları kendilerine aşırı güvenmeyen yöneticilerin verdikleri birleşme kararlarından daha düşük performans sağlayabilmektedir.

Birleşme ve satın almanın başarısızlıkla sonuçlanmasıyla ilgili diğer bir bakış açısı ise kurum kültürü ile ilgilidir. Birleşme gerçekleştiren şirketlerin dışarıdan işgören alımı yaptıkları görülebilmektedir. İşte bu yeni işgörenlerin birleşmeye konu olan şirketlerin kültürleriyle uyum sağlamaları önemlidir. Gökaslan'a (2010:179-180) göre bu kaynaşma sağlanamaz ve örgüt içinde bulunan A ve B şirketi kökenli

çalışanlar ile yeni kurulan örgüte dışardan gelen bireylerin uyuşması yönünde doğru adımlar atılmaz ise yeni kurulan örgütün ömrünün çok uzun olmayacağı söylenebilir.

Öte yandan bu çalışmada ulaşılan bulguları yorumlar ve bu bulguları kullanırken bazı noktaların göz önünde tutulması son derece önemlidir. Öncelikle çalışma kapsamında birleşme ve satın almadan sonraki iki yılın verilerinin analizlere dâhil edildiği unutulmamalıdır. Analizlerdeki son yılda performans değerlerinin yükselişe geçmiş olması, sonraki yıllarda bu performans artışının devam edebileceği kanısını uyandırmaktadır. Çünkü benzer bir durumla ilgili çalışma yürüterek birleşme ve satın almadan sonraki üç yılın verilerini inceleyen Sezer (2012), birleşme ve satın almanın performans değerleri üzerinde olumlu etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Ancak şüphesiz bu durum farklı bilimsel çalışmalarla açıklığa kavuşturulabilecektir.

Bilindiği gibi işletme performansının ölçümü performans kavramının nasıl tanımlandığına, seçilen metodolojiye, kabul edilen ölçütlere, örnekleme ve gözlem yapılan zamana göre değişmektedir (Wang ve Moini, 2012:1). Her ne kadar bu çalışmada temele alınan finansal faktörler literatür taraması ve faktör analizi ile belirlenmiş olsa da farklı faktörlerin analizlerde kullanılması her zaman olasıdır. Dahası, birleşme ve satın almalarda performans ölçümleri finansal göstergelerin dışında belirlenen stratejik hedeflere (pazar payının artırılması, çeşitlendirilmeye gidilmesi, “know-how” elde etme gibi) ulaşıp ulaşılmadığının yoklanması ile de ölçülmektedir. Bu bağlamda elde edilen sonuçla ilgili genelleme ve yorum yapılırken yukarıda özetle bahsedilen kısıtlılıkların göz önünde tutulması son derece önemlidir.

Elde edilen sonuçları kullanırken dikkat edilmesi gereken diğer bir nokta ise birleşmenin karakteristiğinin bu çalışmada dikkate alınmamış olmasıdır. Birleşme karakteristiği; işlem şekli (satın alma, devralma, düşmanca ele geçirme), ödeme türü (nakit, hisse senedi), hedef ve devralan şirketin görece büyüklükleri, hedef şirket ile devralan şirketin sektörel ilişkisi (yatay birleşme, dikey birleşme, karma birleşme), devralma niyetinde olan şirket sayısı ve hedef şirketin niteliği gibi çok sayıda etmenden etkilenebilmektedir (Sezer, 2012:127). Örneğin düşmanca ele geçirmelerde pozisyonlarını kaybedeceğini düşünen şirket yöneticilerinin direnci ortaya çıkabilmekte, yüksek birleşme maliyeti ise kârlılık performansını olumsuz yönde etkileyebilmekte, hisse senedi ile ödemelerde de hisse fiyatında sulanma etkisi gözlenebilmektedir. Dolayısıyla, birleşme karakteristiği dikkate alınarak yapılan analizlerde şirket performanslarıyla ilgili farklı bulgular elde edilebilmektedir.

Bunlara ek olarak, bu çalışmada birleşme ve satın almada şirketin faaliyet gösterdiği sektörün şirket performansı üzerinde anlamlı bir etkisi belirlenmemiştir. Elde edilen bu sonuç yorumlanırken çalışmada kullanılan verilerin hedef şirket ile devralan şirketin sektörel ilişki bilgisini içermediği dikkate alınmalıdır. Çünkü aynı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerle, farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin birleşmeleri durumunda farklı sinerji çeşitleri (ölçek ekonomisi, finansal ya da yönetsel) ortaya çıkabilmektedir (Tuch & O'Sullivan, 2007:159).

Elde edilen bulgular doğrultusunda gelecek araştırmacılara şirketlerin birleşme ve satın almadan sonraki durumlarının daha uzun sürelerle ve farklı açılardan gözlenerek incelenmeleri önerilebilir. Çünkü bir işletmede meydana gelen değişimlerden fazla sayıda kişi ve grup etkilenmektedir. Bu sebeple derinlemesine incelenmeden birleşme ve satın alma işlemlerinin fayda ve maliyetleri ile ilgili

sonuçlara ulaşmak zor olmaktadır. Örneğin Auerbach'a (1987:1) göre birleşme ve satın alma ile ilgili bir durumda ilgili işlemin hisse sahipleri, finans sağlayıcıları, çalışanlar, yöneticiler, müşteriler ve rakip firmalar üzerindeki etkileri incelenmelidir. Kısacası birleşme ve satın alma sürecinin karmaşıklığı göz önüne alındığında şirket performansları analiz edilirken performans ölçümlerinin farklı ölçütlerle yapıldığı, birleşmenin karakteristiğinin dikkate alındığı, hedef ve devralan şirketlerin özelliklerinin belirlenerek analizlere katıldığı, şirketlerin birleşme ve satın alma kararından önceki ve sonraki işleyişlerinin derinlemesine incelendiği nicel ve nitel çalışmaların yapılması önerilebilir.

Son olarak bu çalışmada şirket etkinliği hakkında elde edilen bulgulara rağmen çok sayıda işletmenin birleşme ve satın alma faaliyetine girmesi, bu faaliyetlerin işletmeler açısından bir anlamda gereklilik ve hatta zorunluluk olabileceğini düşündürmektedir. Bu sebeple Serçe'nin de (2009) vurguladığı gibi; şirket birleşmelerinin olumsuz etkilerinin önlenmesi amacıyla hukuki, ekonomik ve kültürel alt yapının oluşturulması önemlidir. Birleşme ve satın alma faaliyetleri ile Türk şirketlerinin uluslararası rekabette başarılı olmalarının yanı sıra yabancı şirketlerin Türkiye'ye girmesiyle yeni teknoloji, yeni uygulamalar ve yabancı sermayenin ülkeye girişi de sağlanabilecektir.

## KAYNAKLAR

- Ada, E., Demirhan, D. ve Gökalp F. (2006). Şirket birleşme ve satın almalarının stratejik önemi ve işletmelerin piyasa değeri üzerine etkisi. *Analiz*, (6), 29-38.
- Agarwal, S. (2007, September). Mergers and acquisition in tea industry: A case study. Masters Dissertation. University of Nottingham, UK. <http://www.academia.edu/> (Erişim Tarihi: 01.12.2017).
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *Journal of Finance*, 47, 1605-1621.
- Akay, H. (1997). İşletme birleşmeleri ve muhasebesi. İstanbul: Yaylım Matbaası.
- Akbulak, Y. ve Şagar, E. (2004). Halka açık anonim ortaklıklarda iştiraklerin muhasebeleştirilmesi ve konsolide mali tabloların hazırlanmasına ilişkin esaslar. *Vergi Dünyası Dergisi*, 271, 143-151.
- Akdoğan, E. (2011). Türkiye'de 1988-2008 dönemindeki firma birleşmeleri, birleşme dalgaları ve genel tablo. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 52: 137-152.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*. İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayını No:17.
- Akgüç, Ö., (1994). *Finansal yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aksoy, M. S. (2004). *Şirket birleşmeleri ve satın almaların (şirket evliliklerinin) yönetsel açıdan incelenmesi: Nedenler, sorunlar ve sonuçlar*. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Alpugan, O. Oktav, M., Demir M. H. ve Üner, N. (1990). *İşletme ekonomisi ve yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Anaberk, Z. (2008). *Şirket birleşmelerinin insan kaynakları politikası açısından değerlendirilmesi: Avea örnek olay incelemesi*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Arı, A. (2007). *Banka birleşmeleri ve satın almaları ve ekonomik sonuçlarının değerlendirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Arıkan, M. (2016). Due diligence kavramı ve şirket birleşme ve devralma sözleşmelerinde satıcının sorumluluğu hakkında tbk hükümleri çerçevesinde değerlendirmeler. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 1(22), 265-300.
- Arnold, R. A., (2013). *Microeconomics*, USA: Cengage Learning.
- Arslan, H. B., (2004). *Bulmacanın eksik parçası: birleşme ve satın almalarda insan kaynakları*. Ankara: Siyasal Kitabevi, Ankara.

- Ataman, Ü. (2000). *Şirketler muhasebesi*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Ataman, G. (2001). *İşletme yönetimi*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Auerbach, A. J. (1987). *Mergers and acquisitions*. Alan J. Auerbach ed. Chicago: University of Chicago Press.
- Ayaydın, H. ve Dağlı, H. (2012). Şirket ele geçirmelerine karşı geliştirilen savunma taktikleri: Kavramsal bir inceleme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14(1): 207-230.
- Aydın, N. (1990). *İşletmelerin birleşmesinde finansal analiz ve bir uygulama örneği*. Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayını.
- Aydın, N. (1997). *Uluslararası doğrudan yatırımlar ve ortak girişimler*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Yayınları No: 107.
- Baker, R. D. & Limmack, R.J., (2001). UK Takeovers and Acquiring Company Wealth Changes: The Impact of Survivorship and Other Potential Selection Biases on Post-Outcome Performance EFMA 2001 Lugano Meetings; U of Stirling Accounting, *Finance & Law, Working Paper* No. 01-04.
- Balmer, J. M.T. Dinnie, K. (1999). Corporate identity and corporate communications: the antidote to merger madness. *Corporate Communications: An International Journal*, 4 (4), 182-192.
- Barros, R. H. & Domínguez, I. L., (2013). Integration strategies for the success of mergers and acquisitions in financial services companies. *Journal of Business Economics and Management*, 14 (5), 979-992.
- Bartram, S., Brown G. and Fehle F. (2006) 'International evidence of financial derivative usage, *Social Science Research Network*.
- Baş, İ. M. (1990). Şirket büyümelerine finansal bir bakış: Özellikle birleşmeler. *Verimlilik Dergisi*, 1: 43-72.
- Başkaya, Z. ve Akar, C. (2005), Sigorta şirketlerinin satış performanslarının VZA ile belirlenmesi. *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15: 37-51.
- Begg, D., Fisher S. ve Dornbush R., (1991). *Economics*. UK: Mc Grow Hill Book Company.
- Berggren, J., Engström, C., (2006). *Defensive tactics in hostile takeovers*, Jönköping International Business School, Jönköping University, <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:4183/FULLTEXT01.pdf> (Erişim Tarihi: 15.05.2018).
- Berk, N., (2003). *Finansal yönetim*. İstanbul: Türkmen kitabevi.
- Bertrand, O. & Zitouna, H. (2008). Domestic versus cross-border acquisitions: Which impact on the target firms performance? *Applied Economics*, 40(17): 2221-2238.

Bilgin, Z.& Erdoğan, İ., (2004). *Birleşme ve devralmalarda uluslararası boyut ve pazarlama yansımaları*. İstanbul: Alfa Yayıncılık.

Biricik, T. (1995). *Şirket birleşmeleri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Boeh, K.K., & Beamish, P.W. (2007). *Mergers & acquisitions: text and cases*. CA: Sage, Thousand Oaks,

Bolten S. E. & Conn, R. L. (1981). *Essentials of managerial finance*. Boston: Houghton Mifflin Co.

Bosman, J., (2011). Agent and former publisher to lead new imprint for amazon. *The New York Times*, <https://artsbeat.blogs.nytimes.com/2011/05/23/agent-and-former-publisher-to-lead-new-imprint-for-amazon/> (Erişim Tarihi: 05.02.2018).

Bradley, M., Desai, A. & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders and target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1): 3-40.

Bragg, S. M. (2009). *Mergers and acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2004). *Fundamentals of corporate finance*. Boston: Mass: McGraw-Hill/ Irwin.

Brealey, R.A. and Myers, S.C. (2003). *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill, International Edition.

Brigham, E. F. ve Houston, J. F.. (2012). *Fundamentals of Financial Management*. USA: South Western Cengage Learning, Concise.

Bryer, L. G. & Lebson, S. J. (2003). *Intellectual property assets in mergers & acquisitions*, WIPO, 4.  
<http://www.wipo.int/export/sites/www/sme/en/documents/pdf/mergers.pdf> (Erişim Tarihi: 07.02.2018)

Budak, H. (2011). Veri Zarflama analizi ve Türk bankacılık sektöründe uygulaması. *Marmara Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi*, 23(3): 95-110.

Bulut, Y. (2002). *Şirket birleşmelerinin finansal analizi: bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Burkitt, L., (2010). Starbucks to open china coffee farm, securing global supply, *The Wall Street Journal*,  
<https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704462704575609733431622088> (Erişim Tarihi: 04.02.2018).

Busby, L. (2015). The Limits of Due Diligence. *The Serials Librarian*, 69(1), 13-19.

Buyruk, A. (2005). *Uluslararası muhasebe standartları ve uluslararası finansal raporlama standartları açısından işletme birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Büyüköztürk, Ş. (2002). *Sosyal bilimler için veri analizi el kitabı*. Ankara: Pegem Akademi.

Cartwright, S. and Cooper, C.L. (1996), *Managing Mergers, Acquisitions, and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*, Butterworth-Heinemann, Oxford.

Cem, O., Toparlak, Y., Eyigün, G. vd. (2005). *Birleşme ve satın alma işlemleri şirket değerlemeleri*. İstanbul: PwC Türkiye V. Çözüm Ortaklığı Platformu.

Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde finansal yönetim*. Bursa: Ekin Yayınları.

Chapman, N., (2004). Key success factors in mergers and acquisitions, *Strategic HR Review*, Vol. 4, Issue 1, 27.

Chi Chang, S. & Tse Tsai, M. (2013) Long-run performance of mergers and acquisition of privately held targets: evidence in the USA. *Applied Economics Letters*, 20(6), 520-524

Child, J. and Faulkner. D. (1998). *Strategies of cooperation*. Oxford: Oxford University Press.

Child. J.& Faulkner, D. (1998). *Strategies of co-operation: managing alliances, networks, and joint ventures*. New York: Oxford University Press.

Cianni, M. (2002). *Implementation Stage*. In Schmidt, J.A. (Ed.), *Making Mergers Work: The strategic importance of people*, (pp.129-156). Alexandria, VA: Tower Perrin/ SHRM Foundation.

Cin, H. (2007). *Şirketlerde birleşme, devir ve muhasebe kayıtları*. Yüksek Lisans Tezi. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.

Cingi, S. ve Tarım A. (2001). Türk Banka Sisteminde Performans Ölçümü Dea-Malmquist TFP Endeksi Uygulaması. *Türkiye Bankalar Birliği Araştırma Tebliğleri Serisi*, No: 2000(01), 15.

Clarke, B. (2004). Regulating Poison Pill Devices. *Journal of Corporate Law Studies*, 4(1), 51-75.

Conn, R.B, Cosh, A., Guest, P., and Hughes, A. (2001). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(5&6), 815-870.

Cooper, W. W., Seiford, L. M. & Tone, K. (2006). *Data envelopment analysis*. USA: Springer.

Cooper, W. W., Seiford, L. M. & Zhu, J. (2011). *Handbook on data envelopment analysis*. USA: Springer.

Çakır, H. M. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket birleşme ve devralma kararlarının hisse senedi getirilerine etkisi. *Mali Çözüm Dergisi*, 113: 79-107.

Çakır, H. M. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket birleşme ve devralma kararlarının hisse senedi getirilerine etkisi. *Mali Çözüm*, 113, 79-108.

Çavmak, Ş. (2017). Sağlık hizmetlerinde veri zarflama analizi ve modelleri. *Sağlık Yönetimi Dergisi*, 1(1): 35-47.

Çelik, O. (1999). *Şirket birleşmeleri ve birleşmelerde şirket değerlemesi*. Ankara: Turhan Kitabevi Yayınları.

Çevikçelik, S. (2012). *Şirket Birleşmelerinin firmanın piyasa değerine etkisi: İMKB'de bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Dalton, D. ve Idalere, K. F. (1985). Organizational growth: big is beautiful. *The Journal of Business Strategy*, S.1: 38-48.

Damodaran, A., (2001). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: 2. Ed. John Wiley & Sons, Inc.

Daniel, T.A., & Metcalf, G.S. (2001). *The Management of People in Mergers and Acquisitions*. CT: Quorum, Westport.

De Alwis, A. P. (2013). *Post merger integration leader and acquisition success: a theoretical model of perceived linkages to success of mergers and acquisitions*. Doctoral Dissertations.. University of St. Thomas, Paper 19, Minnesota.

Değirmenci, F. (2011). *Şirket birleşmeleri ve şirket birleşmelerinin Türk vergi sistemindeki yeri*. Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Demidova, E. (2007). Hostile Takeovers and Defenses Against Them in Russia. *Problems of Economic Transition*, 50(5), 44-60.

Demir, Y. ve Astarçioğlu, M. (2007). Finansal tahmin yoluyla banka performansının belirlenmesi: İMKB'de bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(1): 273-292.

DePamphilis, M. D. (2012). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process. Tools. Cases and Solutions*. Cambridge: Academic Press.

Dikmen, B. (2003). Satılan, birleşen, halka açılan veya özelleştirilen firmanın değeri nasıl tespit edilir. *Vergi Dünyası Dergisi*, 22(267): 50-60.

Dilshad, M. N. (2013). Profitability analysis of mergers and acquisitions: an event study approach. *Business and Economic Research*, 3(1): 89-125.

Duman, İ., (2016), *İnşaat hukuku*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Elmas, B. (2007) *İşletme politikalarından şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatı üzerine etkisi- İMKB örneği*. Yüksek Lisans Tezi. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.

Epstein, M.J. (2005). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, 48, 37 – 46.

Ernst & Young (2013). Birleşme ve satın alma işlemleri 2012 raporu. [www.ey.com.tr](http://www.ey.com.tr) (Erişim Tarihi: 12 01, 2017).

Eugene F. Brigham, (1996). *Finansal yönetim temelleri*, (Çev: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan), Cilt 1, Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları No:206, Ankara.

Frommer, R. (2001). *Between expectations and experience: an analysis of post-merger integration in two mergers*. Dissertation Abstracts International, C 63/04.

Gadiesh, O. and Ormiston, C. (2002). Six rationales to guide merger success. *Strategy and Leadership*, 30, 4, pp. 38-40.

Gates, S. & Very, P. (2003). Measuring Performance During M&A Integration. *Long range Planning*, 36, 167 – 185.

Gaughan, Patrick A. (2007). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: Wiley and Sons.

Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.

Giffin, A.F.(2002). *The Due Diligence Stage*. In Schmidt, J.A. (Ed.), *Making Mergers Work: The strategic importance of people*, (pp.49-76). Alexandria, VA: Tower Perrin/SHRM Foundation.

Gökaslan, M. O. (2010). *Birleşme sonrasındaki örgütsel kültürün örgütsel bağlılık üzerine etkisi*. Yüksek Lisans Tezi. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya.

Gökbel, S. A. (2004). *Birleşmelerde başarı ve başarısızlık; şirket birleşmeleri*. İstanbul: Alfa Yayınları.

Green, M. B., (1990). *Mergers and acquisitions: geographical and spatial perspectives*. New York: Routledge Inc.

Grinblatt, M., & Titman, S. (2002). *Financial markets and corporate strategy*. Boston: Mass: McGraw-Hill/Irwin.

Gupta, P. K. (2012). Mergers and acquisitions (M&A): The strategic concepts for the nuptials of corporate sector. *Innovative Journal of Business and Management*, 1(4): 60-68.

Gülcü, A., Tutar, H., Yeşilyurt, C. (2004). *Sağlık sektöründe veri zarflama analizi yöntemi ile göreceli verimlilik analizi*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Güven, P. (2003). *Türk rekabet hukuku ve avrupa birliği rekabet hukukunda birleşme ve devralmaların denetlenmesi*. Ankara: Yetkin Yayınları.

Harrigan, K.R., (2003). *Vertical integration, outsourcing and corporate strategy*. Minnesota: Beard Books.

Harris, J. R., (2014). *Merger and acquisition incentives: returns and impacts*. Doktora Tezi. Purdue University, West Lafayette, Indiana.

Healy, P. M., Palepu, K. G. & Ruback, R. S. (1990). *Does corporate performance improve after mergers*. Cambridge: Nber Working Paper Series National Bureau of Economic Research.

Heron, R., & Lie, E. (2006). On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets. *The Journal of Business*,79(4), 1783-1807. doi:10.1086/503648

Hitt, M.A., Ireland, R.D., & Harrison, J.S. (2001). *Mergers and Acquisitions: A Value Creating or Value Destroying Strategy?* In Hitt, M.A., Ireland, R.D., & Harrison, J.S. (Eds.), *Handbook of Strategic Management* (pp.384-432).

Horne, J. C. V. (1974). *Fundamentals of Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall INC.

I.C.N. (2005). Defining hard core cartel conduct effective institutions effective penalties-building blocks for effective anti-cartel regimes, Report Prepared by the ICN Working Group on Cartels, *ICN 4th Annual Conference*, Bonn, Germany.

Ingle, N. (2014). *A process model for acquisition integration success*. Doktora Tezi. Heriot- Watt University Edinburgh Business School, Edinburgh.

Iwai, K. (2001). What Is Corporation? The Corporate Personality Controversy And Comparative Corporate Governance. *Orderings and Economic Institutions*, Faculty of Economics, The University of Tokyo.

İçke, B.T. (2006). *Firma birleme ve satınalmalarının hisse senedi değeri açısından analizi ve İMKB’de bir uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı, İstanbul.

İçke, B.T. (2007). *Şirket birleşmeleri hisse senedi değeri ve finans sektörü*. İstanbul: Derin Yayınları.

İlaraslan, K ve Aşıkoğlu, R. (2012). Birleşme ve Satın Almaların İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: Panel Veri Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, Cilt: 49 Sayı: 572.

İnan, E. A. (2000), Banka etkinliğinin ölçülmesi ve düşük enflasyon sürecinde bankacılıkta etkinlik. *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, 34: 82-97.

Javidan, M., Stahl, G. K., Brodbeck, F. & Wilderom, C. P. M. (2005). Cross-border transfer of knowledge: Cultural lessons from Project GLOBE. *The Academy of Management Executive*, 19(2), 59-76.

Jenkinson, T. and Mayer, C. (1994). *Hostile Takeovers*. Ohio: McGraw-Hill

Johnson, R. A. & Wichern, D. W. (2007). *Applied multivariate statistical analysis*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Kandemir, T. (2003). *Küresel rekabet ortamında birleşme ve satın almaların işletmeler üzerine finansal etkisi ve İMKB'deki birleşmeler üzerine bir araştırma*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.

Kandžija, V., Filipović, D. & Kandžija, T. (2014). Impact of industry structure on success of mergers and acquisitions. *Tehnički Vjesnik*, 21(2): 17-25.

Kaplan, İ. (2007). *Müşterek iş ortaklığı*. Ankara: Legal Yayınları.

Karakaya, İ. (2009). *Bilimsel araştırma yöntemleri*. Ed. Abdurrahman Tanrıoğen. Ankara: Anı Yayıncılık.

Karan, M. B. (2001). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Keskin Benli, Y. (2006). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası imalat sanayi için etkinlik ve toplam faktör verimliliği analizi*. Ankara: Seçkin Yayınevi.

Keskin Benli, Y. ve Karaca, S. S. (2017). 2008 kriz öncesi ve sonrası iso 500 sanayi işletmelerinin etkinliklerinin ölçümü: Veri zarflama analizi yaklaşımı. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 3(1): 19-34.

Kezik, Ş. (2008). *Ulusal ve uluslararası düzenlemeler çerçevesinde şirket birleşmeleri ve konsolide finansal tablolar*. Yüksek Lisans Tezi. Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.

Kılıç, M. (2009). *Şirket birleşmelerinin ve satın almaların şirket performansına etkileri*. Yüksek Lisans Tezi. Fatih Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Kılıçaslan, Ş. (2010). *Şirket birleşmelerinde birleşme sonrası finansal etkinliğin ölçülmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Eskişehir.

Kırkulak Uludağ, B. ve Demirkaplan Gülbudak, Ö. (2012). Hisse senedi fiyatlarının şirket birleşme duyurularına tepkisi: İMKB üzerine bir uygulama. *İMKB Dergisi*, 12(47): 19-45.

Killian J. M. and Wilfred D. (2013). *Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century*. UK: Palgrave MacMillan.

Kim, K.H. (1998). *Determinants of successful acquisition management: a process perspective in the lodging industry*, ph.d. thesis, department of hospitality and tourism management, Virginia Polytechnic Institute and State University. <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-72098-16051/unrestricted/CHAPTER2.PDF> (Erişim Tarihi: 09.05.2011).

King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, Vol.25. No.2, pp.187–200.

Kleinert, J. and Klodt H. (2002). Causes and consequences of merger waves. Kiel Institute of World Economics, *Kiel Working Paper*, No. 1092. [https://www.ifw-kiel.de/ifw\\_members/publications/causes-and-consequences-of-merger-waves/kap1092.pdf](https://www.ifw-kiel.de/ifw_members/publications/causes-and-consequences-of-merger-waves/kap1092.pdf) (Erişim Tarihi: 22.07.2017).

Kode, G.V.M., Ford, J.C. & Sutherland, M.M. (2003). A conceptual model for evaluation of synergies in mergers and acquisitions: A critical review of the literature. *South Africa Journal Business Management*, 34, 29.

Kummer, C. and Steiger, U. (2009). *Why merger and acquisition waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure*, <http://www.imag-institute.org/docs> (Erişim Tarihi: 07.07.2017).

Kuşçuoğlu, C. (2008). Birleşmeler Nasıl Gidiyor? <http://www.ntvmsnbc.com/news/259709.asp> (Erişim Tarihi: 05.07.2017).

Kutlan, S. ve Erer, M. (2013). Şirket birleşmeleri ve satın almaları kapsamında due diligence (birleşme ve satın alma öncesi şirket incelemesi). *Yaklaşım Dergisi*, 5: 218-227.

Lafaix, F. (2002). *The Pre-deal Stage*, in J. A. Schmidt (ed.). *Making Mergers Work: The Strategic Importance of People*. Alexandria, VA: Tower Perrin/SHKM, 49-76.

Leeamornsiri, J. N. (2005). *The Perceptions Of Human Resource Professionals In Five Thai Banks About The Human Resource Development Competencies And Programs Used During The Merger And Acquisition Process*. Doktora Tezi, The Ohio State University, USA.

Lemieux, O. P. & Banks, J.C. (2007). High tech M&A – strategic valuation, *Management Decision*, 45(9), 1412 – 1425.

Li, S. (2015). *Do more mergers and acquisitions create value for the firm*. Doktora Tezi, Durham University, UK.

- Li, Y. (2016). *Merger and acquisition: the effect of financial constraint and security analysts on bidder abnormal return*. Doktora Tezi, Brunel University, UK.
- Liu, X., Gao, L., Lu, J., & Lioliou, E. (2016). Does learning at home and form abroad boost the foreign subsidiary performance of emerging multinational enterprise? *International Business Review*, 25(1), 141-151.
- Luybaert, M. and Huyghebaert, N. (2010). *Determinants of Growth through Mergers and Acquisitions: An Empirical Analysis*, Brussels. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.575.20&rep=rep1&type=pdf> (Erişim Tarihi: 05.05.2017).
- Maček, A. (2014). *Benefits and Threats of Cross-Border Mergers and Acquisitions for European Transition Countries. Economics Questions, Issues and Problems*, 14-22. <http://www.irisro.org/economics2014january/12AnitaMacek.pdf> (Erişim Tarihi: 06.02.2016).
- Maditinos, D. Theriou, N. & Demetriades, E. (2009). The effect of mergers and acquisitions on the performance of companies The Greek case of Ioniki-Laiki Bank and Pisteos Bank. *Journal of European Research Studies*, 12(2): 111-130.
- Maldonado, R. W. (2002 ). Impact of HMO mergers and acquisitions on financial performance. *Journal of Health Care Finance*, 29(2): 64-77.
- Malik, M. F. (2014). Mergers and acquisitions: A conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2): 520-533.
- Mallikarjunappa, T. ve Nayak, P. (2007). Why Do Mergers and Acquisitions Quite Often Fail? *Aims International*, 1(1), 53-69.
- Mantravadi, P. ve Reddy, A.V. 2008(b). Type of merger and impact on operating performance: the indian experience. *Rewiev of Industry and Management*, 67-73.
- Marks, M.L. & Mirvis, P.H. (1998). *Joining forces: making one plus one equal three in mergers, acquisitions, and alliances*. CA: Jossey-Bass, San Francisco.
- Marsh, S.M. (2005), Strategy selection and implementation in corporate acquisitions: Examining the role of the CEO. Doktora Tezi. George Mason University, Virginia.
- Martynova, M. and Renneboog, L., (2008). *A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand?* <http://ssrn.com/abstract=820984> (Erişim Tarihi: 05.02.2016).
- Massoudi, B. B. (2006). *Do the right deal, do the deal right: 35 success factors for mergers and acquisitions*. Mercer Island, WA: Continental Publishers LLC.
- Miller, R. L. ve Hollowell, W. E. (2010). *Business Law. Text and Exercises*. Canada: Sixth Edition, Cengage Learning.
- Mucuk, İ. (1996). *Modern işletmecilik*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Mucuk, İ., (2003). *Modern işletmecilik*. İstanbul: .Türkmen Kitabevi.

Nouboussi, J., Beuke N. D., (2008). *Due diligence: learn from the past, but look toward the future a qualitative study of how strategic dd could be a way to increase m&a chances of success*. Yüksek Lisans Tezi. <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:142286/FULLTEXT01.pdf> (Erişim Tarihi: 03.04.2018).

Oktay, M. (1997). *Ortak Girişimler*, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No: 6, 1997, s. 25 Aktaran: Kandemir, s. 103.

Onur, E. H. (2008). *Şirket birleşmeleri ve Türkiye'yle Dünya'daki şirket birleşme örnekleri*. Yüksek Lisans Tezi. Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Öğrendik, G. (2012). *Due diligence raporları hizmet ihracı kapsamında mıdır?* <http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/guray/047/> (Erişim Tarihi: 19.07.2017).

Özdemir, M. (1999). *Finansal yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitapevi.

Özkan, N., (2010), *Küreselleşme sürecinde uluslararası şirket birleşmeleri ve satın almalarının büyüme stratejileri açısından analizi ve bir uygulama*. Doktora Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Öztürk, F. (2008). *Şirket birleşmelerinde belge yönetiminin entegrasyonu: Banka birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü, İstanbul.

Palm, A. (2005). Corporate location policy in the age of globalization, *Journal of Business Economics and Management*, 6(2), 81-85.

Pike, R. and Neale, B. (2009). *Corporate finance and investment decisions and strategies*. Essex: Pearson Prentice Hall.

Prakash, P. & Balakrishna, C.H. (2006). Mergers and acquisitions: Human and cultural issues. *Journal of Indian Management*. 6: 29-35.

Pulaşlı, H. (2007). Şirket satın alma ve birleşmelerinde işletme değerlemesi ve due diligence. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 2(24): 203-235.

Rahman, R. A. & Limmack, R. J. (2000). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(3&4): 359-400.

Ramakrishnan, K. (2010). Mergers in Indian industry: Performance and impacting factors. *Business Strategy Series*, 11(4): 261-268.

Rezaee Z. (2001), *Financial institutions, valuations, mergers and acquisitions: the fair value approach*, NYSE: John Wiley & Sons.

Rodoplu, G. ve Akdemir, A. (1998). *İşletme bilimine giriş*. Isparta: Tuğra Ofset Matbaacılık.

Rosenbloom, A. H. (2002). *Advance praise for due diligence for global deal making* Ed. Arthur H. Rosenbloom. Princeton: Bloomberg Press.

Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J. (2005). *Corporate finance*. New York: McGraw-Hill.

Rozen-Bakher, Z. (2017). Comparison of merger and acquisition (m&a) success in horizontal, vertical and conglomerate m&as: industry sector vs. services sector. *The Service Industries Journal*, DOI: 10.1080/02642069.2017.1405938.

Sarı, Z. (2015). *Veri zarflama analizi ve bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi. Hacettepe Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Ankara.

Sarıkaş, C. (1999) Şirket birleşmelerinde pay senedi değerinin belirlenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 2: 14-17.

Sayılgan, G. (2017). *İşletme Finansmanı*, Ankara: Siyasal Kitabevi.

Schall, L. D., & Haley, C. W. (1991). *Introduction to financial management*. Washington: McGraw-Hill.

Schoenberg, R. and Reeves, R. (1999). What determines acquisition activity within an industry?. *European Management Journal*, 17 (1), 93-98.

Schweiger, D.M., Very, P. (2003). Creating value through merger and acquisition integration, in (ed.) *Advances in Mergers and Acquisitions (Advances in Mergers and Acquisitions. Emerald Group Publishing Limited*, 2: 1 – 26.

Serçe, M. (2009). *Şirket birleşmelerinin finansal değerlemesi ve Türkiye’de birleşmeler*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Seyidoğlu, H. (1992). *Ekonomik terimler sözlüğü*, Ankara: Güzem Yayınları.

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.

Sharma, S.D ve Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: some avustralian evidence. *Journal of Business Finance&Accounting*. No:29(1)&(2), 155-200.

Sherman, A. J. And Hart, M. A., (2006). *Mergers and acquisitions from a to z. Second Edition*, New York: American Management Association.

Siddaiah, T. (2011). *Financial Services*. India: Pearson Publications.

Sorensen, D. E. (2000). Characteristics of merging firms. *Journal of Economics and Business*, 52: 423-433.

Stahl, G. K., Angwin, D. N., Very, P., Gomes, E., Weber, Y., Tarba, S. Y., & Yildiz, H. E. (2013). Sociocultural integration in mergers and acquisitions: Unresolved paradoxes and directions for future research. *Thunderbird International Business Review*, 55(4), 333-356.

Stuckey, J. and White, D. (1993). When and when not to vertically integrate. *Sloan Management Review*, 34(3): 71-83.

Stunda, R. (2014). The Market impact of mergers and acquisitions on acquiring firms in U.S. *Journal of Accounting and Taxation*, 6(2): 30-37.

Sudarsanam, P. S. (1995). *The essence of mergers and acquisitions*. New York: Prentice Hall.

Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions the challenges*. FT: Prentice Hall.

Sumer, H. ve Pernsteiner, H. (2004). *Şirket birleşmeleri*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım.

Sunder, D.L. (2013). *The Controversial 'Poison Pill' Takeover Defense: How valid are the Arguments in Support of it?*. NMIMS Management Review, 47-66. <https://pdfs.semanticscholar.org/0c0e/5a428b205e6810b1921760289fcb517bb4f3.pdf> (Erişim Tarihi: 16.03.2017)

Şahin, İ. E. (2011). *Şirket birleşmelerinin etkinlik açısından değerlendirilmesi ve Türk bankacılık sektöründe bir uygulama*. Doktora Tezi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Şahözkan, B. C. (2003). *Banka birleşmeleri*. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayını.

Tağraf, H. (2002). Küreselleşme Süreci ve Çokuluslu işletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi. *Celal Bayar Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(2): 3-47.

Tannenbaum, William A. (1999). *Patent, copyright and domain name intellectual property due diligence for mergers and acquisitions*, L.J.X.

Tanure, B., Cançado V. L., Duarte, R. G. & Muylde, C. F., The role of national culture in mergers and acquisitions. *Latin American Business Review*, 10:2-3, 135-159.

Tarakçı, H. (1995). *Mükellefiyetlerin sona ermesi kurumlaşma*. İstanbul: Değişim Yayınları.

Tiwary, R. S. (2008). *Mergers and acquisitions. Research Starters Business*. USA: Great Neck Publishing.

Thanassoulis, E. - Boussofiane, A. - Dyson, R.G. (1996). "A Comparison of Data Envelopment Analysis and Ratio Analysis as Tools for Performance Assessment", *Omega*, 24 (3): 229-244.

- Tuch, C. & N. O'Sullivan (2007). The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9: 141–170.
- Tüsiad Görüşleri Dizisi. (Aralık, 1999). Birleşme ve Devralmalar. *Konferans No. 2*, Ankara.
- Ulusoy, M. (2004). *Birleşme, devir, bölünme, hisse değişimi ve iştirak yoluyla şirketlerin yeniden yapılandırılması*. Ankara: Yaklaşım Yayınevi.
- Uzun, O. (2010). *Başarılı şirket birleşmelerinin performanslarının ölçümü*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Ülgen, H. ve Mirze, K. S. (2004). *İşletmelerde stratejik yönetim*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ülgen, H. ve Mirze, K. S. (2006). *İşletmelerde stratejik yönetim*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ülkü, M. (2002). *Şirket birleşmesi ve muhasebeleştirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Üstün, S. (2010). *Mergers and acquisitions*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Varlık, L. (1989). Şirket evlilikleri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 4: 40- 41.
- Wang, D. & Moini, H. (2012). Performance assessment of mergers and acquisitions: Evidence from Denmark. *Berlin E-Leader Conference*: 1-15.
- Watson Wyatt Global. (2000). Mergers&acquisitions survey. *European Results of the M&A Survey*.
- Weston, F., Mitchell, M., Mulherin, H., (2004), *Restructuring and corporate governance*, Prentice Hall.
- Weston, J. F. (2001). *Mergers & acquisitions*. USA: McGraw-Hill Professional Book Group.
- Weston, J. F., Kwang S. C., & Susan E. H., (1990). *Mergers, restructuring corporate and control*. USA: Prentice Hall.
- Williams, B., Onsman, A. & Brown, T. (2010). Explatory factor analysis. A five step guide for novices. *Journal of Emergency Primary Health Care (JEPHC)*, 8(3): 1-13.
- Williamson, O. E., (1990). *Mergers, acquisitions and leveraged buyouts: an efficiency assessment*, Lucian Arye Bebchuk (Ed.) . *Corporate law and Economic Analysis* içinde. First Published. New York: Cambridge University Press, 1990, ss.1-28.
- Yavuz, İ. (2003). *Verimlilik ve etkinlik ölçümüne yeni yaklaşımlar ve illere göre imalat sanayiinde etkinlik karşılaştırmaları*. Ankara: Milli Prodüktivite Yayınları.

Yeşilyurt, C. ve Alan, M. A. (2003). Fen liselerinin 2002 yılı göreceli etkinliğinin veri zarflama analizi (VZA) yöntemi ile ölçülmesi. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(2): 91-104.

Yoon, K. & Kim, C. (2015). A Study on the Mediating Effect of Post-Merger Integration (PMI) on Merger Stress, Leadership, and Performance: Focusing on Merged Public Institutions in Korea. *Asian Journal of Political Science*, 23:2, 161-183.

Young Bong Chang, Y. B. & Cho, W. (2017). The Risk Implications of Mergers and Acquisitions with Information Technology Firms, *Journal of Management Information Systems*, 34(1), 232-267.

Yörük Karakılıç, Y. (2002). *Şirket birleşmelerinde insan kaynakları yönetimi*. Yüksek Lisans Tezi. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar.

Yörük, N. ve Ban, Ü. (2006). Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi, İMKB'de işlem gören gıda sektörü şirketlerinde birleşme etkisinin analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30: 88-101.

Yörük, N. ve Ban, Ü., (2006). Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: İMKB' de işlem gören gıda sektörü şirketlerinde birleşme etkisinin analizi. *Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği (MUFAD) Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 88-101.

Yrkkö, J. A. (2002). Mergers and acquisitions- reasons and results. The Research Institute of Finnish Economy. *ETLA. Discussion Papers*, 792.

Yüksel, O. (2008). *Uluslararası finansal raporlama standardı III kapsamında işletme birleşmeleri ve muhasebeleştirilmesi*. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.

Zaremba, A. & Płotnicki, M. (2016). Mergers and acquisitions: evidence on post-announcement performance from CEE stock markets, *Journal of Business Economics and Management*, 17:2, 251-266.

## ÖZET

Şirketlerin birleşme ve satın alma kararları stratejik kararlar olup, bu kararın verilerek sürecin yönetilmesi zordur. Bu süreçte öncelikle satın alınacak veya birleşilecek şirketin iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Küreselleşmeyle birlikte büyüme stratejisini diğer ülkelere çeviren şirketler; doğru kararlar vermek için birleşme yapacağı şirkete ilişkin finansal, hukuki faktörleri dikkatle inceleme yoluna gitmelidir.

Bu çalışmada öncelikle şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarını etkileyen finansal faktörlerin belirlenmesi daha sonra da birleşme ve satın alma kararının alındığı yıl önceki ve sonraki yıllardaki şirket etkinliklerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışmada altı sektörde yer alan 137 hedef şirketin 2010-2014 yıllarına ait finansal verileri analiz edilmiştir. Örnekleme alınan tüm şirketler Türkiye’de 2012 yılında birleşme ve satın alma kararı alan şirketlerdir. Veriler tanımlayıcı istatistikler, faktör analizi, fark testleri ve doğrusal regresyon analizi kullanılarak çözümlenmiştir.

Araştırma bulgularına göre şirketlerin performansında etkili olan finansal faktörler; likidite, diğer (genel) ölçüler, kârlılık, borç ve sermaye yapısı ölçüleridir. Birleşme ve satın alma kararı yaklaşık yarıya yakın şirketin performans değerinin düşmesine yol açmaktadır. Genel olarak şirket etkinliği birleşme ve satın alma kararından iki yıl önce en yüksek değerinde olurken kararla birlikte düşmekte, kararı izleyen yılda düşük kaldıktan sonra yükselmektedir. Birleşme ve satın alma kararından önce ve sonraki etkinlik değerleri arasında sektör bazında bir farklılaşma bulunmamaktadır.

## **Anahtar Kelimeler**

Birleşme ve Satın Alma, Etkinlik, Faktör Analizi, Veri Zarflama Analizi,  
Finansal Göstergeler, Birleşme Ve Satın Alma Sonrası Performans Ölçümü



## **ABSTRACT**

### **Determination of Financial Factors Affecting Merger & Acquisition**

**And**

### **Evaluation of Their Performance by Sector**

Merger and acquisition (M&A) are strategic decisions for the firms as both taking the M&A decision and managing the process are difficult. That's why the target firm as well as the whole process should be analyzed well enough. With globalization, firms have begun to project their growing strategies towards other countries and they should investigate M&A related financial and legal situations regarding the target firm.

Within the content of the current study, factors affecting the M&A decision and also performance of the firms which have gone through the M&A process were investigated. Financial data between the years 2010 and 2014 belonging to 137 target firms from various sectors was analyzed. The firms included in the sample are the firms that took M&A decision at 2012 in Turkey. Data was analyzed using descriptive statistics, factor analysis, hypothesis tests for the difference of the means data envelopment analysis, and linear regression analysis.

According to the findings, factors affecting firm performance are rough measures, and also liquidity, profitability, liability and financial structure ratios. The decision of M&A causes a decrease in the firms' performance. Overall, the performance value reaches to its top during two years before the M&A decision, it tends to drop with the decision, stays low during one year after the decision and then begins to increase. Performance values of the firms before and after the M&A decision do not differ significantly among the sectors.

**Key Words**

Merger and Acquisition, Efficiency, Factor Analysis, Data Envelopment Analysis, Financial Indicators, Post-Merger Performance



## **EKLER**

### **Ek 1. Due Diligence Kontrol Listesi**

- 1) Satın alınacak şirkete genel bakış
  - a) Şirketin satın alma nedeni
    - i) Şirketin satılma nedeni nedir?
  - b) Önceden satış çabaları
    - i) Önceden satış çabaları nelerdir?
  - c) İş planları
    - i) Şirketin geçmiş iş planları nasıldır?
  - d) Karmaşıklık
    - i) Şirketin yapısı nasıldır?
  - e) Pazar görüşmesi
    - i) Pazardaki rakabetçilerin durumu nedir?
    - ii) Şirketin yeni teknolojilere uyumu nasıl sağlanır?
  - f) Pazara girme kolaylığı
    - i) Şirketin bulunduğu pazara rakabetçilerin girmesi kolay mıdır?
    - ii) Şirketlerin pazara girmesini zorlaştıran düzenlemeler var mıdır?
    - iii) Endüstrideki şirketlerin pazar payları ne kadardır?
  - g) İlişkili birleşmeler
    - i) Daha önce yapılmış benzer birleşmeler nelerdir?
    - ii) Birleşme eğilimi nasıldır?
    - iii) Benzer birleşmelerdeki riskler nedir?
  - h) İlişki diyagramının raporlanması
    - i) Takımdaki kişilerin görev ve sorumlulukları nedir?

- ii) Görev tanımını gösteren ilişki diyagramları nasıldır?
- i) Coğrafik yapı
  - i) Bölgesel satışları artırmak için altyapının uygunluğu nedir?
- j) Şirketin yasal yapısı
  - i) Şirketteki yasal sınırlılıklar nedir?

## 2) Çalışanlar

- a) Çalışan türleri
  - i) Her birimdeki çalışan sayıları nasıldır?
  - ii) Çalışan profilleri nasıldır?
- b) Önemli çalışanlar
  - i) Önemli görevlerde çalışanlar kimlerdir?
- c) Müşteri ilişkileri
  - i) Çalışanların müşteri ile olan ilişkileri nasıldır?
- d) Toplam fayda
  - i) Üst düzey çalışanların fayda ve maliyetleri nasıldır?
- e) Şirketin ödeme düzeyi
  - i) Şirketin çalışanlara ödeme seviyesi nedir?
- f) Ödeme geçmişi
  - i) Çalışanlara yapılan ödemelerdeki artışlar nasıldır?
- g) Ödeme durdurma
  - i) Şirkette finansal zorluklar varsa çalışanlara ödenmeyen ücretler var mıdır?
- h) İş sözleşmeleri
  - i) Çalışanlarla yapılan sözleşmeler nedir?

- ii) Birleşme sonrası hukuki olarak zorluk çıkaracak özel maddeler içeren sözleşmeler var mıdır?
- i) Sendikalar
  - i) Sendikalı çalışanların bilgileri nasıldır?
- j) Ayrımcılık iddiaları
  - i) Şirketle ilgili ayrımcılık iddiası var mıdır?
  - ii) Ayrımcılık iddiaları yönetimle ilgili midir?
- k) Zarar görme
  - i) Çalışanların zarar görme riski ne kadardır?
  - ii) Zarar görme riskini düşürmek için neler yapılmalıdır?
- l) Çalışan kılavuzu
  - i) Çalışanlara ait çalışma saatleri, boş zamanları vb. bilgiler nasıldır?
- m) Çalışanlara yönelik uygulamalar
  - i) Çalışanların sigorta işlemleri nasıl yapılmaktadır?
  - ii) Emeklilik düzenlemeleri ve emekli aylığı nasıl belirlenmektedir?
- 3) Finansal sonuçlar
  - a) Yıllık finansal durum
    - i) Geçmiş beş yılın finansal durumu nedir?
  - b) Nakit akış analizi
    - i) Şirketin nakit kaynakları nedir?
    - ii) Şirketin gelir ve gider tabloları nasıldır?
  - c) Nakit sınırlamaları
    - i) Bankalarla nakit akışını kısıtlayan düzenlemeler var mıdır?
  - d) İşlemsel olmayan harcamalar

- i) Olağandışı harcamalar var mıdır?
- ii) Olağandışı harcamalar hangi durumlarda yapılmıştır?
- e) Tek dönemlik olaylar
  - i) Tekrar meydana gelmesi olası olmayan olaylar nedir?
- f) Yönetici mektupları
  - i) Denetleyiciler yöneticilere eksikliklerle ilgili bilgi vermiş midir?

#### 4) Gelir

- a) Birikmiş iş
  - i) Geçmiş yıllar için aylara göre birikmiş işler nasıl sıralanır?
- b) Tekrar eden gelir akımları
  - i) Beklenen gelir düzeyleri nedir?
- c) Müşteri değişimleri
  - i) Geçmiş üç yıl içerisinde her bir ürün hattında şirketin ilk on müşterisinin değişimi nasıldır?
- d) Erişilebilir bölgeler
  - i) Şirketin girmediği olası bölge veya yatırım kanalı var mıdır?
  - ii) Birleşmeler bu alana girmeye neden olabilir mi?
- e) Fiyatlandırma felsefesi
  - i) Şirketin fiyatlandırma politikası nasıldır?
  - ii) Maliyetine yüzde kaç kâr eklemektedir?
- f) Öngörü
  - i) Şirkette tahmin birimi var mıdır?
  - ii) Tahmin birimi geçmişte yapılan yanlış tahminleri ve para kayıplarını araştırmakta mıdır?

- g) Sona eren sözleşmeler
  - i) Müşterilerle olan sözleşmeler ne zaman son bulacaktır?
  - ii) Sözleşmelerin süresi dolduktan sonra tekrar elde edilme olasılığı nedir?
- 5) Maliyet yapısı
  - a) Harcama trendleri
    - i) Şirketin geçmiş yıl verilerine göre gelecekteki harcama projeksiyonları nasıldır?
  - b) Şüpheli harcamalar
    - i) Şirketin aşırı seyahat maliyeti gibi şüpheli harcamaları var mıdır?
  - c) Çalışana olan borçlar
    - i) Çalışana ilişkin borçların miktarı nedir?
    - ii) Şirketin uzun dönemli borçları var mıdır?
  - d) Sabit mallar
    - i) Şirketin yenilenmesi gereken sabit malları var mıdır?
- 6) Entelektüel özellikler
  - a) Patentler
    - i) Şirketin değerli patentleri var mıdır?
  - b) Ticari marka
    - i) Şirket ticari markaya sahip midir?
  - c) Lisanslama geliri
    - i) Şirket patentlerini lisanslama yoluyla lisanslama geliri elde etmekte midir?
    - ii) Lisanslama geliri nasıldır?
  - d) Lisanslama harcaması
    - i) Şirketin başka şirketlerden aldığı lisanslamalar var mıdır?

- ii) Başka şirketlerden alınan lisanslamaların süresi ve maliyeti nedir?
- 7) Sabit değerler
- a) Değerleme
    - i) Şirketin sabit değerleri nedir?
  - b) Kullanım
    - i) Şirketin kullanılmayan sabit değerleri var mıdır?
  - c) Yenilenme oranı
    - i) Şirketin sabit değerlerinin geçmişi nasıldır?
    - ii) Yenilenme oranı nedir?
  - d) Bakım
    - i) Şirketin malzemelerine yaptığı bakım yeterli midir?
- 8) Sorumluluklar
- a) Ödenebilir hesaplar
    - i) Günü geçmiş ödemeler var mıdır?
  - b) Kiralar
    - i) Şirketin kira periyodunun sonunda pazar fiyatının altında satın alınmasına izin verilmekte midir?
  - c) Borçlar
    - i) Şirketin borç sözleşmeleri nedir?
  - d) Teminatlar
    - i) Şirketin teminat durumu nasıldır?
- 9) Özsermaye ( Net varlıklar)
- a) Paydaş listesi
    - i) Paydaşların bilgileri nedir?

- b) Stok sınıfları
  - i) Stokların durumu nedir?
- c) Değiştirme hakları
  - i) Borç sahiplerinin paylarının dönüştürme hakkı var mıdır?
- d) Seçimler ve nedenler
  - i) Stok seçimleri ve seçim nedenleri nedir?
- e) Ödenmemiş kâr payları
  - i) Duyurulmuş ama ödenmemiş kâr payları var mıdır?
- f) Geri alma zorunlulukları
  - i) Şirketin geri satın almak zorunda olduğu mallar var mıdır?
- g) Geri alınmak zorunda olunan mallar hangi tarihlerde ve hangi fiyatlarla alınacaktır?

#### 10) Vergiler

- a) Geçmiş vergiler
  - i) Şirketin geçmişte ödediği vergiler nedir?
  - ii) Ödenmemiş vergiler nedir?
- b) Vergilerin doğruluğu
  - i) Şirketin ödediği vergiler doğru hesaplanmış mıdır?

#### 11) Satış etkinlikleri

- a) Organizasyon
  - i) Satış biriminin organizasyon yapısı nasıldır?
  - ii) Satışlar nasıl yapılmaktadır?
  - iii) Dağıtıcıların durumu nedir?
- b) Verimlilik

- i) Personel ve satış şubelerinin satış etkinlikleri nasıldır?
- ii) Başarılı şubeler hangileridir?
- c) Ödeme planı
  - i) Personele ödenen ücretler nasıldır?
  - ii) Ödül sistemi nasıldır?
- d) Yetenek eşleştirme
  - i) Şirkette az ve çok deneyim gerekirken işler nelerdir?

## 12) Satış süreci

- a) Karşılaştırma analizi
  - i) Şirketin rakabetçileri ile ürün paketleme, kalite, reklam, dağıtım, telepazarlama, internet pazarlama yönlerinden karşılaştırılması nasıldır?
- b) Koordinasyon
  - i) Satış kampanyalarının hazırlanmasında pazarlama bölümü ve satış personeli arasındaki uyum nasıldır?
- c) Markalaşma
  - i) Dağıtım, paketleme, reklam gibi alanlarda odaklanılan markalaşma çalışmaları nelerdir?

## 13) Materyal yönetimi

- a) Tedarik zinciri
  - i) Şirketin tedarik zinciri uzunluğu nasıldır?
- b) Tedarik sınırları
  - i) Geçmiş yıllarda satışlar belli ürünlerin tedarikinden etkilenmekte midir?  
Neden?
- c) Ulaşım maliyeti

- i) Satılan malların maliyeti içerisinde ulaşım maliyetinin oranı nedir?
- d) Harcama yönetimi
  - i) Satış personeli harcama yetkisine sahip midir?
  - ii) Harcama yetkisi nasıl kullanılmaktadır?
- e) Tedarikçi sonlandırmaları
  - i) Tedarikçilerin işi bırakıp bırakmama durumu nasıldır?
- f) Tedarikçi sözleşmeleri
  - i) Tedarikçi sözleşmeleri nasıldır?
  - ii) Tedarikçilerin maliyetleri nedir?
  - iii) Tedarikçilerin maliyeti pazar oranının altında veya üstünde midir?
- g) Envanter sistemi
  - i) Şirketin envanter kayıtları ne kadar iyi depolanmıştır?
- h) Envanter yıpranması
  - i) Eski envanterlerin durumu nedir?

#### 14) Bilgi teknolojisi

- a) Kullanılan sistemler
  - i) Şirket tarafından kullanılan yazılım paketleri, model numaraları, yıllık bakım maliyetleri, kullanıcı sayısı nedir?
  - ii) Kullanılan yazılımların başka sistemlerle ilişkisi nasıldır?
- b) Lisanslar
  - i) Şirketin kullandığı lisanslar nedir?
- c) Dış kaynaktan yararlanma sözleşmeleri
  - i) Şirketin yararlandığı dış kaynaklardan aldığı hizmetler nedir?
- d) Kapasite

- i) Malzeme yaşının yanı sıra var olan sistemin kullanım düzeyi nedir?
- e) Alışkanlıklar
  - i) Şirketin, satın alınan herhangi bir yazılıma uyumu nasıldır?
- f) Ara yüzler
  - i) Şirketin başka sistemlerle kurduğu ara yüzler var mıdır?
- g) Miras sistemler
  - i) Şirketin devamlılığı için vazgeçilmez olan sistemlerin bakım maliyeti nedir?
  - ii) Bu sistemlerin başka sistemlerle değiştirilmesi maliyeti nedir?
- h) Kurtarma planı
  - i) Sistem başarısız olduğunda kurtarma planının var mıdır?
  - ii) Kurtarma planı düzenli kontrol edilmekte midir?
  - iii) Yedekleme işlemi yapılmakta mıdır?

15) Yasal düzenlemeler

- a) Şimdiki düzenlemeler
  - i) Şirketin şundaki düzenlemelerle ilgili sorunları nedir?
- b) Geçmiş düzenlemeler
  - i) Şirketin geçmiş yıllarda yapmış olduğu düzenlemeler nedir?
- c) Yasal faturalar
  - i) Geçmişteki faturalar nedir?
- d) Sözleşmeler
  - i) Geçmişteki sözleşmeler nedir?
- e) Kontratlar ve ek maddeler
- f) Şirketin kontratları nedir?

- g) Yönetim Kurulu tutanakları
  - i) Yönetim kararları nedir?
  - ii) Kurtarma önlemleri ve birleşmeler nasıldır?
- h) Hissedar toplantı tutanakları
  - i) Hissedarların görüşmeleri nelerdir?
- i) Denetleme komitesi tutanakları
  - i) Denetleme komitesinin oluşturduğu tutanaklar nelerdir?



## Ek 2. Çalışmada Analizlere Dâhil Edilen Şirketlerin Listesi

Firma No	Firma Adı	Sektör
1	41 29 MEDYA İNTERNET EĞİTİMİ VE DAN. REK. SAN. DIŞ TİC. A.Ş.	Bilişim
2	A1CAPİTAL MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ	Hizmet
3	ADA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	Hizmet
4	AFM ULUSLARARASI FİLM PRODÜKSİYON TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	Hizmet
5	AFYON ÇİMENTO SANAYİ TÜRK A.Ş.	Perakende
6	AKDENİZ ELEKTRİK DAĞITIM A.Ş.	Enerji
7	AKDENİZ ELEKTRİK ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ	Enerji
8	AKDENİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
9	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	Enerji
10	AKTİFSPED ULUSLARARASI NAKLİYAT VE TİC. LTD. ŞTİ.	Turizm-Ulaştırma
11	ALKAN GRUP TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
12	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SAN. A.Ş.	Perakende
13	ANADOLU ULAŞIM A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
14	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTR. SİST. SAN. VE TİC. A.Ş.	Enerji
15	ANELE DIŞ TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
16	ANSA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	Hizmet
17	ARDAŞ GIDA DAĞITIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Perakende
18	ARESTA GIDA TİCARETVE SANAYİ A.Ş.	Perakende
19	ARSTATE TURİZM PAZARLAMA VE TİC. A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
20	ATAMAN İLAÇ KOZMETİK A.Ş.	Sağlık
21	AVRASYA GAZ AŞ	Enerji
22	AVRASYA TUNELİ İŞLETME İNŞAAT VE YATIRIM ANONİM ŞİRKETİ	Turizm-Ulaştırma
23	BACK UP BİREYSEL ÜRÜNLER SATIŞ VE PAZARLAMA A.Ş.	Perakende
24	BALERİN KOZMETİK TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
25	BAVET İLAÇ SANAYİ VE TİC. A.Ş.	Sağlık
26	BEMKA EMAYE BOBİN TELİ VE KABLO SAN. TİC. A.Ş.	Perakende
27	BOFİS TURİZM VE TİC. A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
28	BOĞAZIÇI ELEKTRİK DAĞITIM A.Ş.	Enerji
29	BONFİLET ET SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Perakende
30	BULTUR TURİZM VE AŞ.	Turizm-Ulaştırma
31	CLA BİLGİ SİSTEMLERİ BİLGİSAYAR VE DANIŞMANLIK SAN. TİC. A.Ş.	Bilişim
32	CMA CGM DENİZ ACENTELEĞİ A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
33	COLLECTION HEDİYELİK EŞYA DIŞ TİC.VE SAN. LTD. ŞTİ.	Perakende
34	COSMOS YATIRIM HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	Hizmet
35	CWT NOVA GLOBAL LOJİSTİK A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
36	ÇAKMAKLI APARTS OTELCİLİK ANONİM ŞİRKETİ	Turizm-Ulaştırma
37	DANK GIDA SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
38	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
39	DOĞUSAN BORU SANAYİİVE TİCARET A.Ş.	Perakende
40	DSM GRUP DANIŞMANLIK İLETİŞ. VE SATIŞ TİC.A.Ş.	Bilişim
41	EFEM ULUSLARARASI FUAR VE ORGANİZASYON HİZMETLERİ A.Ş.	Hizmet

Firma No	Firma Adı	Sektör
42	EFES PRENSES TURİZMVE OTELCİLİK A.Ş	Turizm-Ulaştırma
43	EGELİ & CO TARIM GİRİŞİM SERMAYESİ YAT. ORT.A.Ş.	Perakende
44	EHM MAĞAZACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Perakende
45	EKO TV TELEVİZYON VE RADYO YAY. A.Ş.	Bilişim
46	EKOMAK ENDÜSTRİYEL KOMPRESÖR VE MAKİNA SAN. VE TİC.A.Ş.	Perakende
47	ELEKTROPANÇ ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET LTD.ŞTİ.	Perakende
48	ELSYS BİLGİ SİSTEMLERİ A.Ş.	Bilişim
49	ENERJİSA ENERJİ A.Ş	Enerji
50	ENMODA E ALIŞVERİŞ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Bilişim
51	ENUCUZ PAZARLAMA TURİZM REKLAM VE TELEKOMİNİKASYON TİC. A.Ş.	Perakende
52	ERSUN KİMYA SANAYİ DIŞ TİC. LTD. ŞTİ.	Perakende
53	EVİMİZ DEKORASYON İNTERNET HİZMETLERİ VE DAN. TİC. A.Ş.	Bilişim
54	EXPER BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Bilişim
55	FARCAN ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	Enerji
56	FİERA MİLANO İNTERTEKS ULUSLARARASI FUARCILIK A.Ş.	Hizmet
57	FJORD MARİN SAVRAN SU ÜRÜNLERİ ÜRETİM PAZARLAMA A.Ş.	Perakende
58	FRİGO PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Perakende
59	FU GAYRİMENKUL YATIRIM DANIŞMANLIK A.Ş.	Hizmet
60	G.C. GIDA SAN. VE TİC. A.Ş.	Perakende
61	GEMPORT GEMLİK LİMANVE DEPOLAMA İŞLETMELERİ A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
62	GLOBAL LİMAN İŞLETMELERİ A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
63	GÖKNUR GIDA MADDELERİ ENERJİ İML. İTH. İHR. TİC.VE SAN.A.Ş.	Perakende
64	GÜRTAŞ TARIM ENERJİ YATIRIMLARI SAN. VE TİC. A.Ş.	Enerji
65	HALK MARKET GIDA TURİZM NAKLİYAT İNŞAATSAN. VE TİC.LTD ŞTİ	Perakende
66	HAVAALANLARI YER HİZMETLERİ ANONİM ŞİRKETİ	Turizm-Ulaştırma
67	HAZİNEM PIRLANTA ELEKTRONİK SAN. VE DIŞ TİC. A.Ş.	Perakende
68	HCS KABLOLAMA SİSTEMLERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Perakende
69	HEDEF MEDYA TANITIMİNTERAKTİF MEDYA PAZ. A.Ş.	Bilişim
70	INPLOID SOSYAL PAYLAŞIM İNT. SİT. VE MEDYA HİZ. PAZ.VE TİC.A.Ş.	Bilişim
71	ISPARTA ELEKTRİK ÜRETİM AŞ	Enerji
72	İDEAL STANDART İŞLETVE MÜMESİLLİK SAN VE TİC. A.Ş.	Hizmet
73	İFLAS HAL. GLOBAL E TİCARET BİLİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	Bilişim
74	İTEMSAN TEMİZLİK GÜV. SİS. TA.İK.HİZ.TUR.DŞ TİC.VE PZ.LTD.ŞTİ.	Hizmet
75	JİNEMED SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	Sağlık
76	KARAT GÜÇ SİSTEMLERİ SAN. VE TİC A.Ş.	Perakende
77	KAYSERİ VE CİVARI ELEKTRİK T.A.Ş.	Enerji
78	KONTROLLAB GIDA SU ÇEVRE ANALİZ LABO. VE HİJ. DEN. TİC. LTD. ŞTİ.	Sağlık
79	KOSAN KOZMETİK SANAYİ TİC.AŞ.	Perakende
80	KOTON MAĞAZACILIK TEKSTİL SAN. VE TİC.A.Ş.	Perakende
81	KÜMAŞ MANYEZİT SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
82	MACKOLİK İNTERNET HİZMETLERİ TİCARET A.Ş	Bilişim

Firma No	Firma Adı	Sektör
83	MAGNA CAPITAL PORTFÖY YÖNETİMİ ANONİM ŞİRKETİ	Hizmet
84	MAKSTONE İŞİTME ÜRÜNLERİ PERAKENDE SATIŞ PAZARLAMA A.Ş.	Sağlık
85	MANAJANS THOMPSON REKLAM İŞLERİ A.Ş.	Hizmet
86	MEL 4 GAYRİMENKUL GELİŞTİRME YATIRIM İNŞ. VE TİC. A.Ş.	Hizmet
87	MOBİLİKE MOBİL REKLAM PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	Bilişim
88	MUSTAFA NEVZAT İLAÇ SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	Sağlık
89	NART SİGORTA VE REASÜRANS BROKERLİĞİ A.Ş.	Hizmet
90	NATURELGAZ SANAYİ VE TİC. A.Ş.	Enerji
91	NEREDEKAL TURİZM VE İNTERNET HİZMETLERİ ANONİM ŞİRKETİ	Bilişim
92	NETLOG GLOBAL FORWARDİNG TAŞIMACILIK A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
93	NUMARİNE DENİZCİLİK SAN. VE TİC. A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
94	NUMNUM YIYECEK VE İÇECEK A.Ş.	Perakende
95	NYSA AKARYAKIT İNŞAAT SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Enerji
96	OLMUKSAN İNTERNATİONAL PAPER AMBALAJ SANVE TİC. A.Ş.	Perakende
97	ONGRAM İNTERNET TEKNOLOJİLERİ ANONİM ŞİRKETİ	Bilişim
98	ONUR AIR TAŞIMACILIK A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
99	OPAK OPTİK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
100	ORAFOL TURKEY FOLYO TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	Perakende
101	OR-NA TARIM ÜRÜNLERİ SAN. VE TİC.A.Ş.	Perakende
102	ORTOPRO TIBBİ ALETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Sağlık
103	PAVO TASARIM ÜRETİM ELEKTRONİK TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Bilişim
104	PENTİ ÇORAP SAN. VE TİC. A.Ş.	Perakende
105	PLASTİKKART AKILLI KART İLETİŞİM SİSTEMLERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Hizmet
106	POLİMER KAUÇUK SANAYİ VE PAZ. A.Ş.	Perakende
107	PRONET GÜVENLİK HİZMETLERİ A.Ş.	Hizmet
108	REMAR BİLGİ TEKNOLOJİLERİ TURİZM VE PAZARLAMA A.Ş.	Bilişim
109	RİTO TOHUMCULUK ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
110	ROTA LİMAN HİZMETLERİ SAN. A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
111	S.İ.S SAYILGAN DOKUMA BOYA İPLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Perakende
112	SEKOM İLETİŞİM SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Bilişim
113	SEKOTEK ELEKTRONİK GÜVE. SİST. SAN.VE TİC.LTD.ŞTİ.	Hizmet
114	SEPKEN TARIM ÜRÜNLERİ GID. NAK. SAN. VE TİCAŞ.	Perakende
115	SİGMA DANIŞMANLIK VE UYGULAMA MERKEZİ A.Ş.	Bilişim
116	SİNTAN KİMYA SAN. VE TİC. A.Ş.	Perakende
117	SİYAM PETROLÇÜLÜK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	Enerji
118	SOSYAL OYUNLAR YAZILIM VE PAZARLAMA ANONİM ŞİRKETİ	Bilişim
119	STELLİFERİ FINDIK VEGIDA SAN. A.Ş.	Perakende
120	SYSTEMAİR HSK HAVALANDIRMA ENDÜSTRİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Perakende
121	TAM GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	Perakende
122	TASF. HAL. GURME SERVİS TİC.VE SAN. A.Ş.	Perakende
123	TAV HAVA LİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	Turizm-Ulaştırma
124	TAV YATIRIM HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	Turizm-Ulaştırma

<b>Firma No</b>	<b>Firma Adı</b>	<b>Sektör</b>
125	TGS DIŞ TİCARET A.Ő.	Hizmet
126	TİRYAKİ AGRO GIDA SANAYİ VE TİC. A.Ő.	Perakende
127	TRAKYA ELEKTRİK ÜRETİM VE TİCARET A.Ő.	Enerji
128	TRENKWALDER VG GÜVENLİK VE KORUMA HİZMETLERİ A.Ő.	Hizmet
129	TURKUVAZ AKTİF TELEVİZYON PRODÜKSİYON A.Ő.	Hizmet
130	TÜYAP TÜM FUARCILIK YAPIM A.Ő.	Hizmet
131	TYCO YANGIN KORUNUM SİSTEMLERİ ANONİM ŞİRKETİ	Perakende
132	ULTRA GÖRÜNTÜLEME MERKEZİ A.Ő.	Sağlık
133	UYUM GIDA VE İHTİYAÇ MADDELERİ SAN. VE TİCARET A.Ő.	Perakende
134	VBG HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	Enerji
135	VEPA DIŞ TİCARET LİMİTED ŞİRKETİ	Perakende
136	VESTEL SAVUNMA SANAYİ A.Ő.	Perakende
137	YEMEK SEPETİ ELEKTRONİK İLET. TAN. PAZ. GIDA SAN.VE TİC.A.Ő.	Bilişim

### Ek 3. Faktörlere İlişkin Korelasyon Yükleri

Aktif Toplam		,000	,000	,000	,333	,339	,028	,008	,129	,065	,001	,228	,425
Özkaynaklar	,000		,000	,000	,395	,400	,011	,012	,241	,143	,014	,275	,415
Net Kâr Zarar	,000	,000		,000	,450	,453	,006	,021	,000	,356	,000	,006	,389
Net İşletme Sermayesi	,000	,000	,000		,455	,446	,005	,001	,015	,342	,000	,260	,468
Cari Oran	,333	,395	,450	,455		,000	,052	,086	,109	,166	,491	,489	,459
Asit Test Oranı	,339	,400	,453	,446	,000		,057	,093	,111	,176	,486	,486	,458
Borç Aktifler Oranı	,028	,011	,006	,005	,052	,057		,000	,000	,000	,062	,150	,307
Öd. Yük. Pas. Top. O.	,065	,143	,306	,302	,166	,176	,000	,000	,023		,075	,193	,302
Net Kâr Marjı	,001	,014	,000	,000	,491	,486	,062	,012	,000	,075		,040	,404
Borç Özsermaye Oranı	,425	,415	,389	,468	,459	,458	,307	,447	,268	,382	,404	,474	

#### Ek 4. Firmalara İlişkin Etkinlik Değerleri

Firma No	Firma Adı	Etkinlik 2010	Etkinlik 2011	Etkinlik 2012	Etkinlik 2013	Etkinlik 2014	Etkinlik Birleşme Öncesi	Etkinlik Birleşme Sonrası
1	41 29 MEDYA İNTERNET EĞİTİMİ VE DAN. REK. SAN. DIŞ TİC. A.Ş.	0,979	0,982	0,936	0,931	0,982	0,980	0,956
2	A1CAPİTAL MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ	0,982	0,983	0,926	0,927	0,986	0,982	0,956
3	ADA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	0,992	0,992	0,938	0,925	0,990	0,992	0,957
4	AFM ULUSLARARASI FİLM PRODÜKSİYON TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	0,993	0,992	0,952	0,953	0,991	0,992	0,972
5	AFYON ÇİMENTO SANAYİ TÜRK A.Ş.	0,991	0,988	0,929	0,937	0,991	0,989	0,964
6	AKDENİZ ELEKTRİK DAĞITIM A.Ş.	0,987	0,989	0,875	0,877	0,990	0,988	0,932
7	AKDENİZ ELEKTRİK ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ	1,006	1,000	0,939	0,930	0,990	1,003	0,960
8	AKDENİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,982	0,978	0,965	0,925	0,984	0,980	0,954
9	AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	0,973	0,981	0,907	0,894	0,990	0,977	0,941
10	AKTİFSPED ULUSLARARASI NAKLİYAT VE TİC. LTD. ŞTİ.	0,992	0,991	0,938	0,939	0,992	0,991	0,965
11	ALKAN GRUP TURİZM İŞLETMELERİ A.Ş.	0,992	0,984	0,905	0,924	0,972	0,988	0,948
12	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SAN. A.Ş.	0,992	0,988	1,000	0,975	1,000	0,990	0,987
13	ANADOLU ULAŞIM A.Ş.	0,992	0,992	0,936	0,933	1,000	0,992	0,966
14	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTR. SİST. SAN. VE TİC. A.Ş.	0,981	0,984	0,936	0,924	0,985	0,982	0,954
15	ANELE DIŞ TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	0,995	0,996	0,934	0,938	0,992	0,995	0,965
16	ANSA YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	0,993	0,993	0,930	0,924	0,990	0,993	0,956
17	ARDAŞ GIDA DAĞITIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,994	0,991	0,917	0,952	0,990	0,992	0,971
18	ARESTA GIDA TİCARETVE SANAYİ A.Ş.	0,991	0,991	0,939	0,938	0,984	0,991	0,961
19	ARSTATE TURİZM PAZARLAMA VE TİC. A.Ş.	0,992	1,000	0,936	0,934	1,000	0,996	0,966
20	ATAMAN İLAÇ KOZMETİK A.Ş.	0,992	0,987	0,905	0,927	0,991	0,989	0,958
21	AVRASYA GAZ A.Ş.	0,982	0,978	0,943	0,937	0,982	0,980	0,959
22	AVRASYA TUNELİ İŞLETME İNŞAAT VE YATIRIM ANONİM ŞİRKETİ	0,985	0,987	0,920	0,910	1,000	0,986	0,954
23	BACK UP BİREYSEL ÜRÜNLER SATIŞ VE PAZARLAMA A.Ş.	0,981	0,989	0,931	0,934	0,980	0,985	0,957
24	BALERİN KOZMETİK TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,992	0,984	0,932	0,927	0,991	0,988	0,958
25	BAVET İLAÇ SANAYİ VE TİC. A.Ş.	0,994	0,997	0,935	0,936	0,986	0,995	0,961
26	BEMKA EMAYE BOBİN TELİ VE KABLO SAN. TİC. A.Ş.	0,984	0,970	0,926	0,949	0,992	0,977	0,970
27	BOFİS TURİZM VE TİC. A.Ş.	0,988	0,988	0,931	0,928	0,984	0,988	0,956
28	BOĞAZIÇI ELEKTRİK DAĞITIM A.Ş.	0,987	1,000	1,000	0,870	0,990	0,993	0,928
29	BONFİLET ET SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,988	0,984	0,933	0,933	0,984	0,986	0,958
30	BULTUR TURİZM VE AŞ.	0,988	0,988	0,939	0,935	0,987	0,988	0,961
31	CLA BİLGİ SİSTEMLERİ BİLGİSAYAR VE DANIŞMANLIK SAN. TİC. A.Ş.	0,979	0,984	0,931	0,924	0,989	0,981	0,956
32	CMA CGM DENİZ ACENTELEĞİ A.Ş.	0,997	1,000	0,985	0,986	1,000	0,998	0,993
33	COLLECTION HEDİYELİK EŞYA DIŞ TİC. VE SAN. LTD. ŞTİ.	1,185	1,000	1,000	0,994	1,000	1,089	0,997
34	COSMOS YATIRIM HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	0,987	0,990	0,931	0,927	0,990	0,988	0,958
35	CWT NOVA GLOBAL LOJİSTİK A.Ş.	0,983	0,987	0,935	0,937	0,984	0,985	0,960
36	ÇAKMAKLI APARTS OTELCİLİK ANONİM ŞİRKETİ	0,979	0,998	0,927	0,920	0,986	0,988	0,952
37	DANK GIDA SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,983	0,983	0,936	0,931	0,990	0,983	0,960

Firma No	Firma Adı	Etkinlik 2010	Etkinlik 2011	Etkinlik 2012	Etkinlik 2013	Etkinlik 2014	Etkinlik Birleşme Öncesi	Etkinlik Birleşme Sonrası
38	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	0,991	0,991	0,958	0,934	0,991	0,991	0,962
39	DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	0,986	0,988	0,929	0,926	0,984	0,987	0,955
40	DSM GRUP DANIŞMANLIK İLETİŞ. VE SATIŞ TİC. A.Ş.	0,984	0,992	0,909	0,930	0,986	0,988	0,958
41	EFEM ULUSLARARASI FUAR VE ORGANİZASYON HİZMETLERİ A.Ş.	0,979	1,000	0,941	0,932	0,985	0,989	0,958
42	EFES PRENSES TURİZMVE OTELCİLİK A.Ş.	0,991	0,992	0,928	0,930	0,984	0,991	0,957
43	EGELİ & CO TARIM GİRİŞİM SERMAYESİ YAT. ORT. A.Ş.	0,995	0,995	0,932	0,927	0,984	0,995	0,955
44	EHM MAĞAZACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,996	0,992	0,947	0,949	0,991	0,994	0,970
45	EKO TV TELEVİZYON VE RADYO YAY. A.Ş.	0,991	0,987	0,934	0,931	0,984	0,989	0,957
46	EKOMAK ENDÜSTRİYEL KOMPRESÖR VE MAKİNA SAN. VE TİC. A.Ş.	0,986	0,988	0,939	0,940	0,989	0,987	0,964
47	ELEKTROPANÇ ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET LTD.ŞTİ.	0,985	0,984	0,933	0,930	0,984	0,984	0,957
48	ELSYS BİLGİ SİSTEMLERİ A.Ş.	0,979	0,981	0,935	0,938	0,980	0,980	0,959
49	ENERJİSA ENERJİ A.Ş.	0,979	0,973	0,885	0,891	0,990	0,976	0,939
50	ENMODA E ALIŞVERİŞ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,979	0,990	0,927	0,928	0,983	0,984	0,955
51	ENUCUZ PAZARLAMA TURİZM REKLAM VE TELEKOMİNİKASYON TİC. A.Ş.	0,992	0,991	0,939	1,000	0,992	0,991	0,996
52	ERSUN KİMYA SANAYİ DIŞ TİC. LTD. ŞTİ.	0,989	0,989	0,939	0,928	0,991	0,989	0,959
53	EVİMİZ DEKORASYON İNTERNET HİZMETLERİ VE DAN. TİC. A.Ş.	0,986	0,982	0,965	0,941	0,987	0,984	0,964
54	EXPER BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,412	0,990	0,941	0,970	1,000	1,838	0,985
55	FARCAN ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	0,980	0,990	0,942	0,945	1,000	0,985	0,972
56	FİERA MİLANO İNTERTEKS ULUSLARARASI FUARCILIK A.Ş.	0,985	0,992	0,932	0,941	0,991	0,988	0,966
57	FJORD MARİN SAVRAN SU ÜRÜNLERİ ÜRETİM PAZARLAMA A.Ş.	0,979	1,000	0,942	0,942	1,000	0,989	0,971
58	FRİGO PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,987	0,992	0,938	0,942	0,992	0,989	0,967
59	FU GAYRİMENKUL YATIRIM DANIŞMANLIK A.Ş.	0,981	0,981	0,933	0,933	0,979	0,981	0,956
60	G.C. GIDA SAN. VE TİC. A.Ş.	0,986	0,988	0,933	0,934	0,990	0,987	0,962
61	GEMPORT GEMLİK LİMAN VE DEPOLAMA İŞLETMELERİ A.Ş.	0,989	0,985	0,957	0,944	0,995	0,987	0,969
62	GLOBAL LİMAN İŞLETMELERİ A.Ş.	0,993	1,000	1,000	1,000	1,000	0,996	1,000
63	GÖKNUR GIDA MADDELERİ ENERJİ İML. İTH. İHR. TİC.VE SAN. A.Ş.	0,992	0,998	0,980	0,953	0,987	0,995	0,970
64	GÜRTAŞ TARIM ENERJİ YATIRIMLARI SAN. VE TİC. A.Ş.	0,985	0,996	0,933	0,931	0,990	0,990	0,960
65	HALK MARKET GIDA TURİZM NAKLİYAT İNŞAATSAN. VE TİC. LTD. ŞTİ.	0,996	0,996	0,935	0,937	0,992	0,996	0,964
66	HAVAALANLARI YER HİZMETLERİ ANONİM ŞİRKETİ	0,974	0,973	0,907	0,883	0,984	0,973	0,932
67	HAZİNEM PIRLANTA ELEKTRONİK SAN. VE DIŞ TİC. A.Ş.	0,979	0,984	0,930	0,924	0,984	0,981	0,954
68	HCS KABLÖLAMA SİSTEMLERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	0,992	0,990	0,945	0,944	0,990	0,991	0,967
69	HEDEF MEDYA TANITIMİNTERAKTİF MEDYA PAZ. A.Ş.	0,979	0,984	0,939	0,934	0,983	0,981	0,958
70	İNPLOID SOSYAL PAYLAŞIM İNT. SİT. VE MEDYA HİZ. PAZ. VE TİC. A.Ş.	0,979	0,982	0,932	0,926	0,978	0,980	0,952
71	ISPARTA ELEKTRİK ÜRETİM AŞ	1,001	1,000	0,937	0,941	0,992	1,000	0,966
72	İDEAL STANDART İŞLET. VE MÜMESİLLİK SAN VE TİC. A.Ş.	0,990	0,989	0,939	0,933	0,987	0,989	0,960

Firma No	Firma Adı	Etkinlik 2010	Etkinlik 2011	Etkinlik 2012	Etkinlik 2013	Etkinlik 2014	Etkinlik Birleşme Öncesi	Etkinlik Birleşme Sonrası
73	İFLAS HAL. GLOBAL E TİCARET BİLİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	0,990	0,982	0,957	1,000	1,000	0,986	1,000
74	İTEMSAN TEMİZLİK GÜV. SIS. TA. İK. HİZ. TUR. DIŞ TİC.VE PZ. LTD. ŞTİ.	0,989	0,984	0,935	0,938	0,985	0,986	0,961
75	JİNEMED SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	0,987	0,983	0,931	0,930	0,982	0,985	0,956
76	KARAT GÜÇ SİSTEMLERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	0,996	0,890	0,939	0,941	0,995	0,942	0,968
77	KAYSERİ VE CİVARI ELEKTRİK T.A.Ş.	0,988	0,990	0,925	1,000	0,980	0,989	0,990
78	KONTROLLAB GIDA SU ÇEVRE ANALİZ LABO. VE HİJ. DEN. TİC. LTD. ŞTİ.	0,983	0,982	0,939	0,949	0,985	0,982	0,967
79	KOSAN KOZMETİK SANAYİ TİC. A.Ş.	0,986	0,993	0,940	0,936	0,992	0,989	0,964
80	KOTON MAĞAZACILIK TEKSTİL SAN. VE TİC. A.Ş.	0,989	0,981	0,948	0,958	0,994	0,985	0,976
81	KÜMAŞ MANYEZİT SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	0,985	0,985	0,917	0,916	0,942	0,985	0,929
82	MACKOLİK İNTERNET HİZMETLERİ TİCARET A.Ş.	0,979	0,986	0,944	0,940	0,992	0,982	0,966
83	MAGNA CAPITAL PORTFÖY YÖNETİMİ ANONİM ŞİRKETİ	0,983	0,980	0,929	0,927	0,983	0,981	0,955
84	MAKSTONE İŞİTME ÜRÜNLERİ PERAKENDE SATIŞ PAZARLAMA A.Ş.	0,984	0,991	0,940	0,936	0,954	0,987	0,945
85	MANAJANS THOMPSON REKLAM İŞLERİ A.Ş.	0,986	0,984	0,935	0,932	0,990	0,985	0,961
86	MEL 4 GAYRİMENKUL GELİŞTİRME YATIRIM İNŞ. VE TİC. A.Ş.	1,234	0,992	0,924	0,901	1,000	1,106	0,949
87	MOBİLİKE MOBİL REKLAM PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	0,988	0,944	0,939	0,940	0,984	0,966	0,962
88	MUSTAFA NEVZAT İLAÇ SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ	0,995	1,000	0,986	0,983	0,999	0,997	0,991
89	NART SİGORTA VE REASÜRANS BROKERLİĞİ A.Ş.	1,000	0,990	0,941	0,941	0,992	0,995	0,966
90	NATURELGAZ SANAYİ VE TİC. A.Ş.	0,985	0,984	0,933	0,939	0,990	0,984	0,964
91	NEREDEKAL TURİZM VE İNTERNET HİZMETLERİ ANONİM ŞİRKETİ	0,985	0,980	0,933	0,943	0,984	0,982	0,963
92	NETLOG GLOBAL FORWARDİNG TAŞIMACILIK A.Ş.	0,992	0,992	0,937	0,941	0,985	0,992	0,963
93	NUMARİNE DENİZCİLİK SAN. VE TİC. A.Ş.	0,992	0,988	1,000	0,991	0,982	0,990	0,986
94	NUMNUM YİYECEK VE İÇECEK A.Ş.	1,014	0,988	0,934	0,934	0,983	1,001	0,958
95	NYSA AKARYAKIT İNŞAAT SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,992	0,991	0,934	0,931	0,990	0,991	0,960
96	OLMUKSAN İNTERNATİONAL PAPER AMBALAJ SAN VE TİC. A.Ş.	0,992	0,985	0,966	0,957	0,991	0,988	0,974
97	ONGRAM İNTERNET TEKNOLOJİLERİ ANONİM ŞİRKETİ	0,979	0,986	0,954	0,998	0,985	0,982	0,991
98	ONUR AIR TAŞIMACILIK A.Ş.	0,974	0,973	0,856	0,877	0,987	0,973	0,930
99	OPAK OPTİK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,988	0,986	0,940	0,941	0,993	0,987	0,967
100	ORAFOL TURKEY FOLYO TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	0,987	0,989	0,940	0,941	0,987	0,988	0,964
101	OR-NA TARIM ÜRÜNLERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	0,992	0,985	0,935	0,936	0,979	0,988	0,957
102	ORTOPRO TIBBİ ALETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,990	0,987	0,937	0,937	0,995	0,988	0,966
103	PAVO TASARIM ÜRETİM ELEKTRONİK TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,990	0,993	0,936	0,938	0,985	0,991	0,961
104	PENTİ ÇORAP SAN. VE TİC. A.Ş.	0,988	0,998	0,989	0,985	1,000	0,993	0,992
105	PLASTİKKART AKILLI KART İLETİŞİM SİSTEMLERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	0,988	0,993	0,938	0,938	0,986	0,990	0,962
106	POLİMER KAUCUK SANAYİ VE PAZ. A.Ş.	0,989	0,994	1,000	1,000	0,995	0,991	0,997
107	PRONET GÜVENLİK HİZMETLERİ A.Ş.	0,925	0,980	0,867	0,886	0,991	0,952	0,937
108	REMAR BİLGİ TEKNOLOJİLERİ TURİZM VE PAZARLAMA A.Ş.	0,979	0,985	0,929	0,940	0,984	0,982	0,962
109	RİTO TOHUMCULUK ANONİM ŞİRKETİ	0,991	0,992	0,950	0,938	0,989	0,991	0,963

Firma No	Firma Adı	Etkinlik 2010	Etkinlik 2011	Etkinlik 2012	Etkinlik 2013	Etkinlik 2014	Etkinlik Birleşme Öncesi	Etkinlik Birleşme Sonrası
110	ROTA LİMAN HİZMETLERİ SAN. A.Ş.	0,990	0,986	0,939	0,934	0,991	0,988	0,962
111	S.İ.S SAYILGAN DOKUMA BOYA İPLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,997	0,991	0,964	0,936	0,984	0,994	0,960
112	SEKOM İLETİŞİM SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,994	0,992	0,937	0,947	0,993	0,993	0,970
113	SEKOTEK ELEKTRONİK GÜVE. SİST. SAN. VE TİC. LTD. ŞTİ.	0,986	0,985	0,930	0,927	0,984	0,985	0,955
114	SEPKEN TARIM ÜRÜNLERİ GID. NAK. SAN. VE TİC A.Ş.	0,979	0,988	0,931	0,940	0,984	0,983	0,962
115	SİGMA DANIŞMANLIK VE UYGULAMA MERKEZİ A.Ş.	0,983	0,983	0,931	0,929	0,980	0,983	0,954
116	SİNTAN KİMYA SAN. VE TİC. A.Ş.	0,995	0,989	0,927	0,938	0,985	0,992	0,961
117	SİYAM PETROLÇÜLÜK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ	0,989	1,000	0,964	0,984	1,000	0,994	0,992
118	SOSYAL OYUNLAR YAZILIM VE PAZARLAMA ANONİM ŞİRKETİ	0,987	0,985	0,937	0,938	0,994	0,986	0,966
119	STELLİFERİ FINDIK VEGIDA SAN. A.Ş.	0,999	0,998	0,950	0,948	0,999	0,998	0,973
120	SYSTEMAİR HSK HAVALANDIRMA ENDÜSTRİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	0,979	0,993	0,939	0,942	0,991	0,986	0,966
121	TAM GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	0,987	0,986	0,962	0,941	0,980	0,986	0,960
122	TASF. HAL. GURME SERVİS TİC. VE SAN. A.Ş.	0,984	0,984	0,932	0,925	0,980	0,984	0,952
123	TAV HAVA LİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	0,995	1,000	1,000	1,000	1,000	0,997	1,000
124	TAV YATIRIM HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	0,997	0,983	0,933	0,914	1,000	0,990	0,956
125	TGS DIŞ TİCARET A.Ş.	1,029	1,000	0,917	0,927	1,000	1,014	0,963
126	TİRYAKİ AGRO GIDA SANAYİ VE TİC. A.Ş.	0,987	1,000	1,000	1,000	1,000	0,993	1,000
127	TRAKYA ELEKTRİK ÜRETİM VE TİCARET A.Ş.	0,980	0,975	0,896	0,905	0,990	0,977	0,947
128	TRENKVALDER VE GÜVENLİK VE KORUMA HİZMETLERİ A.Ş.	0,987	0,987	0,939	0,939	1,000	0,987	0,969
129	TURKUVAZ AKTİF TELEVİZYON PRODÜKSİYON A.Ş.	0,989	0,983	0,939	0,904	1,000	0,986	0,951
130	TÜYAP TÜM FUARCILIK YAPIM A.Ş.	0,978	0,987	0,945	0,932	0,980	0,982	0,956
131	TYCO YANGIN KORUNUM SİSTEMLERİ ANONİM ŞİRKETİ	0,987	0,989	0,934	0,936	0,987	0,988	0,961
132	ULTRA GÖRÜNTÜLEME MERKEZİ A.Ş.	0,992	0,996	0,939	0,944	0,992	0,994	0,968
133	UYUM GIDA VE İHTİYAÇ MADDELERİ SAN. VE TİCARET A.Ş.	0,989	0,987	0,912	0,927	0,990	0,988	0,958
134	VBG HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	0,992	0,988	0,929	0,937	0,987	0,990	0,962
135	VEPA DIŞ TİCARET LİMİTED ŞİRKETİ	0,990	1,000	0,943	0,944	0,991	0,995	0,967
136	VESTEL SAVUNMA SANAYİ A.Ş.	0,999	0,999	0,950	0,925	0,994	0,999	0,959
137	YEMEK SEPETİ ELEKTRONİK İLET. TAN. PAZ. GIDA SAN. VE TİC. A.Ş.	0,982	0,980	0,939	0,947	0,988	0,981	0,967