



T.C.

SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

**FİNANSAL VE MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN
BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNE ETKİSİ: G-20
ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA**

Esra AKSOY

1940246007

DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN

Doç. Dr. Özen AKÇAKANAT

ISPARTA-2023

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI





T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “**Finansal ve Makroekonomik Faktörlerin Birleşme ve Satın Alma İşlemlerine Etkisi: G-20 Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma**” adlı çalışmanın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadar ki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Bibliyografya’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla beyan ederim.

Esra AKSOY

(AKSOY, Esra, *Finansal ve Makroekonomik Faktörlerin Birleşme ve Satın Alma İşlemlerine Etkisi: G-20 Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma*, Doktora Tezi, Isparta, 2023)

ÖZET

Birleşme ve satın alma, şirketlerin büyüme ve farklı sektörlere girmek amacıyla sıklıkla başvurdukları bir stratejidir. Birleşme ve satın alma faaliyeti hem ulusal hem de uluslararası şirketler arasında gerçekleşebilmektedir. Ülkelerin makroekonomik ve finansal göstergelerinin birleşme ve satın alma kararlarında belirleyici unsur olabileceği düşünülmektedir.

Bu tezde, G-20 ülkelerinin makroekonomik ve finansal göstergelerinin birleşme ve satın alma işlem sayıları ile işlem değerleri üzerine etkisinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Makroekonomik gösterge olarak; kişi başına milli gelir, döviz kuru, faiz oranı, doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon oranı, istihdam, borsa endeksi, kredi temerrüt takası ve demografik bilgiler kullanılmıştır. Finansal gösterge olarak ise ticari banka şube sayısı, yasal haklar endeksinin gücü, kredi derinliği bilgi endeksi, takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranı ve banka sermayelerinin aktiflere oranı belirlenmiştir.

Makroekonomik ve finansal göstergelerin birleşme ve satın alma faaliyetlerine etkisini ölçmek için iki farklı regresyon modeli kurulmuştur. Model 1’de 2013-2020 yılları arasındaki finansal göstergeler, Model 2’de ise 1996-2020 yılları arasındaki makroekonomik göstergeler, bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Birleşme ve satın alma işlem hacminin, işlem sayısına oranı hem Model 1 hem de Model 2’de bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Model 1 ve Model 2 STATA programı kullanılarak analiz edilmiştir. Model 1’deki ticari banka şube sayısı ve yasal haklar endeksinin birleşme ve satın alma üzerinde anlamlı ve pozitif yönde; takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranının ise anlamlı ve negatif yönde etkisinin olduğu gözlemlenmiştir. Model 2’deki değişkenlerden döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımlar ve borsa endeksinin birleşme ve satın alma üzerinde anlamlı ve pozitif yönde; faiz oranının ise anlamlı ve negatif yönde etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar kelimeler: Birleşme ve Satın Alma, Finans, Panel Veri

(AKSOY, Esra, *The Effect of Financial and Macroeconomic Factors on Mergers and Acquisitions: A Study on G-20 Countries*, PhD Thesis, Isparta, 2023)

ABSTRACT

Mergers and acquisitions are frequently employed strategies by companies aiming to expand and enter into different sectors. Mergers and acquisitions can occur between both domestic and international companies. It is believed that the macroeconomic and financial indicators of countries can be determining factors in merger and acquisition decisions.

This thesis aims to determine the impact of macroeconomic and financial indicators of G-20 countries on the number and value of merger and acquisition transactions. As macroeconomic indicators, per capita income, exchange rate, interest rate, foreign direct investments, inflation rate, employment, stock index, credit default swap, and demographic information were utilized. As financial indicators, the number of commercial bank branches, strength of the legal rights index, credit depth information index, ratio of non-performing loans to total gross loans, and ratio of bank capital to assets were determined.

Two different regression models have been established to measure the impact of macroeconomic and financial indicators on mergers and acquisitions activities. In Model 1, financial indicators between 2013-2020 and in Model 2, macroeconomic indicators between 1996-2020 are used as independent variables. The ratio of the merger and acquisition transaction volume of the number of transactions is determined as the dependent variable in both Model 1 and Model 2. Model 1 and Model 2 are analyzed using the STATA program. It has been observed that the number of commercial bank branches and the legal rights index in Model 1 have a significant and positive effect on mergers and acquisitions. It also has been observed that the ratio of non-performing loans to total gross loans has a significant and negative effect on mergers and acquisitions. It has been determined that the exchange rate, foreign direct investments and stock market index, which are among the variables in Model 2, have a significant and positive effect on mergers and acquisitions. It also has been determined that the interest rate has a significant and negative effect on mergers and acquisitions.

Key words: Mergers and Acquisitions, Finance, Panel Data

ÖN SÖZ

Doktora çalışmam sürecinde tüm bilgi birikimini, tecrübesini ve güler yüzünü esirgemeyen, fikirleriyle yol gösteren, değerli danışman hocam Sayın Doç. Dr. Özen AKÇAKANAT'a,

Akademik anlamda yetişmemde büyük katkısı olan ve öğrencisi olmaktan gurur duyduğum değerli hocalarım, Sayın Prof. Dr. Nuri ÖMÜRBEK, Prof. Dr. Mustafa Zihni TUNCA ve Prof. Dr. Meltem KARAATLI'ya,

Doktora çalışmam süresince bilgi ve tecrübeleriyle bana yol gösteren ve aynı zamanda değerli vakitlerini ayıran değerli hocalarım, Sayın Doç. Dr. Turan KOCABIYIK, Dr. Öğretim Üyesi Fatih DEMİR', Doç. Dr. Ferhat BİTLİSLİ ve Doç.Dr. Hakkı KIYMIK'a,

Doktora çalışmam süresince, yardımlarını esirgemeyen değerli arkadaşım Arş. Gör. Dr. Gökhan YILMAZ ve katkısından dolayı değerli arkadaşım Arş. Gör. Mehmet MAZAK'a,

Tüm öğrenim hayatım boyunca benden gerek manevi gerekse maddi hiçbir desteğini esirgemeyen ve her zaman yanımda olan Sevgili Aileme

Sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Esra AKSOY

Isparta, 2023

İÇİNDEKİLER

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI	i
YEMİN METNİ	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖN SÖZ.....	v
TABLolar DİZİNİ	x
GRAFİKLER DİZİNİ	xi
KISALTMALAR DİZİNİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİ

1.1. Birleşme ve Satın Alma.....	4
1.2. Birleşme ve Satın Alma Türleri.....	6
1.2.1. Yatay Birleşmeler.....	6
1.2.2. Dikey Birleşmeler	7
1.2.3. Karma Birleşmeler	8
1.3. Hukuki Yapılarına Göre Birleşme ve Satın Almalar.....	9
1.3.1. Biçimsel Birleşmeler	9
1.3.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler	11
1.4. Birleşme ve Satın Alma Nedenleri	11
1.4.1. Büyüme	12
1.4.2. Çeşitlendirme	13
1.4.3. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma.....	14
1.4.4. Sinerji	14
1.4.5. Yetenekli Yönetime Sahip Olma	15
1.4.6. Birleşmenin İç Büyümeye Göre Avantajı	16

1.4.7.	Finansal Nedenler.....	17
1.4.8.	Vergi Avantajı.....	18
1.4.9.	Değerli Sınai Haklara Sahip Olma.....	19
1.4.10.	Psikolojik Nedenler.....	19
1.5.	Birleşme ve Satın Alma Süreci.....	20
1.5.1.	Birleşme ve Satın Almanın Planlanması.....	21
1.5.2.	Hedef Şirketlerin Araştırılması, İncelenmesi, Seçimi ve Teklif Verilmesi.....	22
1.5.3.	Birleşme ve Entegrasyon.....	24
1.6.	Birleşme ve Satın Almanın Avantajları ve Dezavantajları.....	26
1.7.	Şirketlerde Birleşme ve Satın Alma Taktikleri	28
1.7.1.	Anlaşma Yolu ile Birleşme ve Satın Alma	28
1.7.2.	Tek Taraflı Arzu ile Satın Alma.....	29
1.7.3.	Borçlanarak Satın Alma	30
1.7.4.	Şirket Ele Geçirmeleri.....	30
1.7.4.1.	Zehirli Haplar	30
1.7.4.2.	Altın Paraşüt	31
1.7.4.3.	Pac-Man Taktiği	31
1.7.4.4.	Durdurma Anlaşması.....	31
1.7.4.5.	Beyaz Şövalye	32
1.7.4.6.	Köpek Balığı Kovucu	32
1.7.4.7.	Yeşil Mektup	32
1.7.4.8.	En Değerli Taşı Bloke Etme.....	33
1.7.4.9.	Hisse Senetlerini Belirli Bir Prim ile Geri Alma.....	33

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA ve TÜRKİYE’DE ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

2.1.	Dünyada Birleşme ve Satın Almalar	34
2.2.	Amerika Birleşik Devletleri’nde Birleşme ve Satın Almalar.....	38
2.2.1.	Birinci Dalga (1897-1904)	43
2.2.2.	İkinci Dalga (1916-1929).....	43
2.2.3.	Üçüncü Dalga (1965-1969).....	44
2.2.4.	Dördüncü Dalga (1981-1989)	45
2.2.5.	Beşinci Dalga (1992-2000)	46
2.2.6.	Altıncı Dalga (2001-2008)	48
2.2.7.	Yedinci Dalga (2010-Günümüz).....	49
2.3.	Avrupa’da Birleşme ve Satın Almalar	50
2.4.	Asya’da Birleşme ve Satın Almalar	51
2.5.	Orta Doğu ve Kuzey Afrika’da Birleşme ve Satın Almalar.....	53
2.6.	Türkiye’de Birleşme ve Satın Almalar.....	55
2.7.	Sınır Ötesi (Cross Border) Birleşmeler	59
2.8.	G-20 Ülkelerinde Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Almalar	60

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL VE MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNE ETKİSİ: G-20 ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

3.1.	Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	63
3.2.	Araştırmanın Amacı ve Önemi.....	79
3.3.	Araştırmanın Yöntemi, Kapsamı ve Kısıtları.....	80
3.3.1.	Çalışmada Kullanılan Değişkenler.....	82
3.3.2.	Panel Veri Analizi	93
3.3.2.1.	Panel Veri Regresyon Modelleri	93

3.3.2.1.1. Klasik Model.....	96
3.3.2.1.2. Sabit Etkiler Modeli.....	96
3.3.2.1.3. Tesadüfi Etkiler Modeli	97
3.3.2.2. Model Seçimi İçin Kullanılan Testler	98
3.3.2.2.1. F Testi	98
3.3.2.2.2. Hausman Testi	98
3.3.2.3. Analizde Kullanılan Temel Varsayım Testleri.....	99
3.3.2.3.1. Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi	99
3.3.2.3.2. Pesaran'ın Testi.....	100
3.3.2.3.3. Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi	100
3.3.2.3.4. Çoklu Doğrusal Bağlantı Varyans Büyütme Faktörü	101
3.3.2.4. Driscoll-Kraay Tahmincisi: Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll- Kraay Standart Hatalar	101
3.4. Bulgular	102
3.4.1. Finansal Faktörlerin Birleşme ve Satın Alma Üzerine Etkisi (Model 1).....	103
3.4.2. Makroekonomik Değişkenlerin Birleşme ve Satın Alma Üzerine Etkisi (Model 2)	109
SONUÇ.....	115
KAYNAKÇA	120
EKLER.....	141
EK.1. Veriler (2013-2020)	141
EK.2. Veriler (1996-2020)	146
ÖZGEÇMİŞ.....	160

TABLÖLER DİZİNİ

Tablo 2.1.	Dünya Çapında En Büyük Birleşme ve Satın Alma İşlemleri	36
Tablo 2.2.	2020 Yılı Verilerine Göre G-20 Ülkelerinde İşlemler	62
Tablo 3.1.	Değişkenler ve Kodları	82
Tablo 3.2.	F Testi Tahmin Modeli Belirleme Analiz Sonuçları (Model 1).....	104
Tablo 3.3.	Hausman (1978) Test İstatistikleri (Model 1).....	105
Tablo 3.4.	Sabit Etkiler Tahmincisi Test Sonuçları (Model 1)	105
Tablo 3.5.	Sabit Etkiler Modelinde Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi İstatistikleri (Model 1).....	106
Tablo 3.6.	Pesaran CD (2004) Korelasyon Testi (Model 1).....	106
Tablo 3.7.	Sabit Etkiler Modelinde Otokorelasyonun Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ile Sınanması (Model 1).....	107
Tablo 3.8.	Çoklu Doğrusal Bağlantının VIF ile Sınanması (Model 1)	108
Tablo 3.9.	Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll-Kraay Standart Hatalar (Model 1).....	108
Tablo 3.10.	F Testi Tahmin Modeli Belirleme Analiz Sonuçları (Model 2).....	110
Tablo 3.11.	Hausman (1978) Test İstatistikleri (Model 2).....	110
Tablo 3.12.	Sabit Etkiler Tahmincisi Test Sonuçları (Model 2)	111
Tablo 3.13.	Sabit Etkiler Modelinde Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi İstatistikleri (Model 2).....	111
Tablo 3.14.	Pesaran CD (2004) Korelasyon Testi (Model 2).....	112
Tablo 3.15.	Sabit Etkiler Modelinde Otokorelasyonun Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ile Sınanması (Model 2).....	112
Tablo 3.16.	Çoklu Doğrusal Bağlantının VIF ile Sınanması (Model 2)	113
Tablo 3.17.	Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll-Kraay Standart Hatalar (Model 2).....	114

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 2.1. Dünyada Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların İşlem Sayısı ve Değerleri	35
Grafik 2.2. Güney Amerika’da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri.....	39
Grafik 2.3. Kuzey Amerika’da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri.....	40
Grafik 2.4. Birleşme ve Satın Alma Dalgasının Yaşam Döngüsü	42
Grafik 2.5. Avrupa’da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri	50
Grafik 2.6. Asya Pasifik Bölgesinde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri.....	52
Grafik 2.7. Orta Doğu ve Kuzey Afrika’da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri.....	54
Grafik 2.8. Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri	55
Grafik 2.9. Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri	59
Grafik 2.10. G-20 Ülkelerinde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri.....	61

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
GSYH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
CDS	: Kredi Temerrüt Takası
G-20	: Group of 20
UDY	: Uluslararası Doğrudan Yatırım



GİRİŞ

Küreselleşme ve teknolojik gelişmeler şirketler arası rekabeti ulusal pazarlardan uluslararası pazarlara taşımaktadır. Ülkeler nezdinde ekonomik sınırların kaldırılması, ticaretin serbestleşmesi şirketleri farklı sebeplerden etkilemektedir. Şirketler, değişime ayak uydurabilmek ve koşulların sağladığı faydalardan yararlanmak için rekabet etmektedirler. Şirketler, faaliyet gösterdikleri piyasalarda varlıklarını koruma ve büyüme amacı güderler. Şirketlerin küresel bağlamda sürdürülebilirliklerini korumak için tercih ettikleri stratejilerden biri de birleşme ve satın alma faaliyetleri olmuştur. Şirketler bu stratejiler ile küreselleşme olgusuna tepki vererek büyümenin ortaya çıkaracağı sinerjik kazanımlardan fayda sağlamaktadırlar. Birleşme ve satın alma faaliyetlerine ülkeler perspektifinden bakıldığında ise; bu faaliyetler, sermaye sıkıntısı yaşayan ülkelere yabancı sermayeyi çekici kılmaktadır. Bu durum bu ülkelere tasarruflardan daha fazla yatırım yapma imkânı sunmaktadır. Böylelikle doğrudan yabancı sermaye aktarımı gerçekleşmektedir. Gerçekleşecek bu faaliyetler beraberinde ülkede sermaye kapasitesinin artması, istihdamın artması, teknoloji ağlarının gelişmesi ile iletişimin kuvvetlenmesi ve benzeri birçok alanda olumlu katkılar sağlayacaktır. Ayrıca bu olumlu gelişmeler ülkelerin ve şirketlerin aralarındaki rekabetin de sağlıklı ve kurallı gerçekleşmesine imkân sağlayacaktır. Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin ülkeler ve şirketler için önemli bir olgu olduğu ve her geçen gün artan sayılarıyla daha da önem kazanacağı düşünülmektedir.

Bu araştırmada, seçilen ülkelerin makroekonomik verileri, finansal erişim, istikrar ve verimlilik göstergelerinin birleşme ve satın alma işlem sayıları ile işlem değerleri üzerine etkisinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Aynı zamanda bu çalışma ile birlikte, şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarını etkileyen faktörlerin neler olduğu ve bu faktörlerin birleşme ve satın almalarda ne yönde etkilediği belirlenebilecektir. Kapsam olarak G-20 ülkelerinde gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri incelenmiştir. Aynı zamanda birleşme ve satın alma faaliyetleri doğrudan yabancı yatırımlarının da (DYY) bir türüdür. DYY'ler bir ülkedeki şirketlerin veya yatırımcıların başka bir ülkede ticari amaçla yapmış oldukları yatırımlardır. Bu bağlamda DYY'lerin artması ve sürdürülebilir olması ülkeler açısından önemlidir. DYY'lerde bir düşüş yaşanması karşısında, ülkelerin belirleyecekleri strateji ve

çalışmalarda hangi faktörlerin önemli olduğunun belirlenmesi de çalışmanın amaçlarındandır. G-20 ülkeleri içerisinde yer alan Türkiye, stratejik konumundan dolayı DYY'ler için bir çekim alanı oluşturmaktadır. Bu çalışma ile Türkiye'nin stratejik anlamda rekabet ettiği ülkelere karşı daha istikrarlı karar almasına ve belirleyeceği politikalara yön vermesine katkı sağlayacağı düşünölmektedir.

İncelenen değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerindeki etkisinden yola çıkarak, bir ülke için DYY'leri arttırabilmenin yollarını bu değişkenler üzerinden planlamak önemli bir husustur. Buradan hareketle bu çalışmanın amaçlarından biri, hazırlanacak bu planlara yol gösterici olmaktır. Bir diğer amaç ise, yatırımcıların birleşme ve satın alma faaliyetlerinde doğru kararlar vermesine katkı sağlamaktır. Literatür taramasında birleşme ve satın almaların genel olarak şirket boyutunda değerlendirildiği görülmüştür. şirket bazında değerlendirilen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin; büyüme oranları, karlılık oranları, finansal performansları, kurumsal yönetim ve şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiştir. lke açısından ele alınan çalışmalarda ise çoğunlukla belli bir sektör ya da ülke/ülkeler dikkate alınarak, birleşme ve satın almanın hissedar koruması, kültürel yakınlık, coğrafi farklılık ve belirli makroekonomik değişkenlerle ilişkisi incelenmiştir. Ülkelerin birleşme ve satın alma faaliyetlerinde genel olarak sınırlı makroekonomik değişkenler üzerine incelemeler yapılmıştır. Resende 2008'de yaptığı araştırmasında bir ülkedeki birleşme ve satın almaya ilişkin anlaşma faaliyetlerinin güçlü bir şekilde ekonomik faktörler tarafından yönlendirilebileceğini ne sürmüştür. Bunun zerine Antenus 2017'de yaptığı çalışmasında, gelecek dönemlerde yapılacak araştırmaların kapsamını ve karmaşıklığını genişletmenin, mevcut birleşme ve satın alma kalıplarının arasındaki boşluğu kapatabileceğini vurgulamıştır. Bu öneriden de yola çıkarak, bu çalışmada birleşme ve satın alma faaliyetleri hem makroekonomik hem finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörleri ile çok yönlü incelenmiştir. lkeler kapsamında, finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörlerinin birleşme ve satın alma faaliyetleri üzerinde etkisinin araştırılması da bu bağlamda yeni bir fikir sunacağı düşünülmektedir. Analiz için belirlenen bu faktörlerle yapılacak olan çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte incelenen farklı çalışmalarda kullanılan makroekonomik değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerinde elde edilen farklı sonuçlarının da genel bir çıkarımı yapılacaktır. Çalışmada kullanılan panel veri analizi

ile G-20 ÷lkelerinde ilgili değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerindeki etkisi kapsamlı bir şekilde incelenecektir.

Üç bölümden oluşan tezin ilk bölümünde, birleşme ve satın alma işlemleri üzerine teorik bilgilere yer verilmiştir. İkinci bölümde, dünyada ve Türkiye’de gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri hakkında bilgilere değinilmiştir. Uygulamanın yapıldığı üçüncü bölümde ise, literatür taramasından, araştırmanın amacı ve öneminden, araştırmanın yöntemi ve kapasından, araştırmanın bulgularından bahsedilerek, analiz ile elde edilen sonuçların genel değerlendirmesi yapılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİ

Küreselleşmenin etkisiyle sermaye dolaşımında ve ticarete serbestleşme ortamı doğmuştur. Serbestleşme ortamı şirketlerin büyümelerini kaçınılmaz hale getirmiştir. Şirketlerin büyüme isteği tüm sektörlerdeki rekabeti daha da arttırmıştır. Bu durumda işletmelerin piyasa gücünün ve sürdürülebilirliğinin devam edebilmesi için kaynakların verimli kullanılması ve büyüme kararlarının titizlikle alınmasını gerektirmektedir (Rompotis, 2015, s. 34).

İşletmelerde yaygın olarak kullanılan kurumsal stratejilerden biri büyümedir. İşletmeler, satışlarını, varlıklarını, karlarını artırmak ve birim maliyetlerini azaltmak için büyümek istemektedirler. Böylelikle işletmeler karlarını artırmak için ölçek ekonomisinden yararlanma şansı yakalamaktadırlar (Gerald and Elisifa, 2013, s. 1).

İşletmeler büyüme hedeflerini gerçekleştirmek için farklı stratejiler geliştirmektedir. İşletmeler büyüme yoluna giderken işletmenin ortakları veya yöneticileri önemli kararlar almayı ve büyüme planlarını gerçekleştirmeyi hedeflerler (Gupta vd., 2013, s. 12). İşletmeler daha önce faaliyet göstermedikleri piyasalara girmek ve yatırım maliyetine katlanmamak için birleşme ve satın alma yolunu seçmektedirler (Öztürk ve Yeşilyurt, 2019, s. 2017).

Bu bölümde birleşme ve satın alma kavramı, türleri ve nedenleri açıklanmıştır. Aynı zamanda birleşme ve satın almanın avantajları, dezavantajları ve süreci hakkında bilgiler sunulmuştur.

1.1. Birleşme ve Satın Alma

Şirket birleşmelerinin temelleri 17. yüzyıla dayanmaktadır. Günümüz koşullarında, özellikle uluslararasılaşma kavramı ile şirketler yeniden yapılanma sürecine girmektedirler. Şirketler piyasadaki değişiklikleri takip ederek varlıklarını sürdürmeye çalışmaktadırlar (Genç, 2012, s. 1). Bu bağlamda işletmelerin varlıklarını sürdürebilmek için seçtiği yollardan biri de birleşme ve satın almadır.

Birleşme ve satın alma terimleri, farklı anlamlara sahip olsalar da genel olarak birbirinin yerine kullanılmaktadır. Bu alanda çalışan araştırmacılardan bazıları “birleşme ve satın alma” kavramını bazıları ise sadece “birleşme” kavramını kullanmaktadır. Bunun yanında İngilizce “merger and acquisitions” kavramının Türkçe karşılığı ise “birleşme ve satın almalar”dır. Ancak literatürdeki çalışmalarda “şirket birleşmeleri” ya da “şirket evlilikleri” kavramları da kullanılmaktadır. Öte yandan “acquisitions” kavramı şirket devralmaları için de kullanılmaktadır. Özellikle tasfiye ve iflas benzeri sebeplerden dolayı gerçekleşen devralmalar hukuki bakımdan satın alma işlemi olarak değerlendirilmemektedir. Ancak literatürde böyle bir ayrıma rastlanılmamıştır (Uşen, 2001, s. 5). Birçok birleşme ve satın alma çalışmalarında birleşme ve satın alma arasında açık bir ayrım yapılmadığı görülmektedir. Çoğu çalışmada terimler birbirinin yerine kullanılmaktadır. Çalışmalarda bir kavrama diğerinden daha fazla odaklanılsa da birleşme ve satın alma şeklinde genel bir tanım yapıldığı görülmektedir (Junni ve Teerikangas, 2019, s.11). Birleşme, iki ayrı şirketin yeni bir şirket bünyesinde faaliyetlerine devam etmeyi kabul etmesiyle gerçekleşir. Bu tür bir faaliyet, eşitlerin birleşmesi olarak ifade edilmektedir. İşletmeler genellikle aynı büyüklüktedir (Gerald ve Elisifa, 2013, s. 7). Şirket satın almaları ise, bir şirketin tamamının veya belirli bir bölümünün satın alınarak şirket yönetiminde hak sahibi olmak anlamına gelmektedir (Sarıkamış, 2003, s. 3-13’den alıntılایan Ayas, 2020, s. 493). Bir satın almada alıcı şirket, alınan şirketin hisselerinin %50’den fazlasını veya şirketin bir kısmını (bölüm, iş birimi) satın alabilir. Birleşmede ise, birleşme taraflarının eşit mülkiyeti paylaştığı yeni bir şirket kurulabilir (Junni ve Teerikangas, 2019, s.1). Satın almalarda, birleşme işleminde olduğu gibi alıcı şirketin ve satın alınan şirketin tüzel kişiliği sona ermemektedir. Yalnızca satın alınan şirketin hisselerinin tamamı veya belirli bir kısmı alıcı şirkete geçmektedir. Şirket yönetimi, satın alma oranına göre alıcı şirketin kontrolüne geçmektedir (Ayas, 2020, s. 493). Satın almalarda hâkim şirket genellikle satın alan olarak ifade edilirken, daha küçük şirket satın alınan şirket olarak bilinmektedir. Satın alınan şirket, elde edildiği noktaya kadar genellikle hedef şirket olarak anılmaktadır (Roberts vd., 2016, s. 1/3).

Genel bir ifadeyle birleşme ve satın alma, iki veya daha fazla şirketin yeni bir şirket bünyesinde birleşimi olarak tanımlanmaktadır (Roberts vd., 2016, s. 1/2). Bu tez

alışmasında hem birleşme hem de satın alma işlemleri için “birleşme ve satın alma” kavramı kullanılmıştır.

1.2. Birleşme ve Satın Alma Türleri

Şirketlerin faaliyet alanlarına, amaçlarına ve gelecek planlarına göre farklı birleşme türleri vardır. Ayrıca şirketlerin birleşmeleri tamamlamasının birkaç nedeni vardır. Bunlar genellikle bir şirketin erişimini genişletmek, yeni faaliyet alanlarına açılmak ya da pazar payını genişletmek için yapılmaktadır (Ishwarya, 2019, s. 22).

Birleşme ve satın alma türleri üç temel başlıkta toplanmaktadır. Bunlar; yatay birleşme, dikey birleşme ve karma birleşmelerdir (Gönüllü, 2018, s. 237, Walter ve Barney, 1990, s. 80).

Birleşme ve satın almanın farklı türleri bulunsa da birkaç uygulanabilir boyut veya kategorisi bulunmaktadır. Birleşmelerdeki genel ayırım, şirketlerin faaliyet alanlarıyla ilgilidir (Rompotis, 2015, s. 35). Capobianco’ya göre de birleşmeler yatay, dikey veya konglomera (çok pazarlı birleşmeler) olarak sınıflandırılmaktadır (Capobianco , 2020, s. 6). En çok bilinen birleşme türleri yatay, dikey ve karma (ürün genişletme, pazar genişletme ve saf karma) birleşmelerdir (Mehta ve Samanta, 1997, s. 31). Yapılan sınıflandırmalar, birleşen şirketler arasındaki uyum düzeyini ve birleşme ya da satın almanın stratejik amacını kısmi olarak belirlemektedir. Aynı zamanda şirketler arasındaki ilişkinin derecesini de göstermektedir (Napier, 1989, s. 273).

1.2.1. Yatay Birleşmeler

Benzer iş alanı ve coğrafi pazarda rekabet eden iki veya daha fazla şirket arasındaki birleşme yatay birleşme olarak tanımlanmaktadır (Mehta ve Samanta, 1997, s. 31). Yatay büyüme olarak da ifade edilen bu birleşme türü, aynı ürün pazarındaki genişleme, örneğin ürün hattının genişletilmesi olarak tanımlanmaktadır (Söllner, 2009, s. 12).

Yatay birleşmeler, bir ürün pazarında olağan veya gelecekteki rakip olan şirketleri bir araya getirmekle birlikte, çoğunlukla yakın ikameler üretmektedirler (Capobianco , 2020, s. 6). Bu birleşme türünde üretilen mal ve hizmetlerin çeşitliliği

önemli ölçüde değişmemektedir (Rompotis, 2015, s. 36). Aynı sektörde yer alan ve üretim aşamalarının benzerlik gösterdiği işletmeler genel olarak rakip firma olarak bilinmektedirler. Birleşmenin gerçekleşmesi piyasada en az bir işletmenin eksilmesine sebep olmaktadır (Sarica, 2012, s. 102). Böylelikle yatay birleşmeler ile rekabet ortamı azalmaktadır (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 526). Yatay birleşme sonrası ortaya çıkan yeni işletme, birleşme öncesi işletmelere göre piyasada daha büyük bir pay elde etmektedir (Sarica, 2012, s. 103). Bu durumda yatay birleşme sonrası üretim maliyetleri de azalış gösterebilmektedir (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 526).

Genel olarak şirketlerin yatay birleşmeye yönelmelerindeki amaç, piyasanın gücünü kontrol etmek, pazardaki payını artırmak ve ölçek ekonomisinden yararlanmaktır (Sarica, 2012, s. 102). Daha spesifik olarak, yatay birleşmede iki şirket aynı kümede faaliyet göstermektedir. Yani bir şirketin (bir satın alma durumunda) ya da iki şirketin (eşitlerin birleşmesi durumunda) kendi lokasyonlarında pazar paylarını artırmak ve yeni lokasyonlarda faaliyetlerini genişletme çabaları ile ilgilidir (Rompotis, 2015, s. 36). Yatay birleşmenin tercih edilme sebepleri; sinerji etkisinden yararlanmak, üretim alanında uzmanlaşmak ve eldeki kaynakları etkin şekilde kullanmaktır (Şahin ve Yılmaz, 2010, s. 67).

İşbirlikçi birleşmeleri olarak da değerlendirilebilen yatay birleşmelerde, birleşen şirketlerin çeşitli özellikleri devreye girebilmektedir. Bu özelliklerden biri yatay birleşmelerin ortak girişimler olarak planlanmasıdır. Burada birleşecek olan işletmelerin doğası, büyüklüğü, teknoloji türü veya kültürü gibi özellikleri muhtemelen birbirlerine benzer olacaktır. İşletmelerdeki bu benzerlik, yöneticilerini genişletme ya da yeniden tasarlama yerine bir sinerji birleşmesini sürdürmeye teşvik edebilmektedir (Napier, 1989, s. 279).

1.2.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşme, şirketlerin faaliyet aşamalarını gerçekleştirirken belirli bir sürecin başka bir şirket tarafından yapıldığı birleşme türüdür. Yani, üretim aşamasının gerçekleşebilmesi için farklı aşamalarda farklı şirketlerin rol aldığı durumdur. Alıcı şirketin hammadde kaynağı veya mamule doğru ilerlemesi aşamasında başka bir şirketi sürece dahil etmesidir (Gönüllü, 2018, s. 234). Dikey büyüme, ek üretim

aşamalarına genişleme şeklinde de ifade edilebilmektedir (Söllner, 2009, s. 12). Dikey birleşmeler, bir üretim şirketi ve tedarikçilerinden biri olan üretim zincirinin farklı aşamalarındaki şirketleri bir araya getirmektedir (Capobianco, 2020, s. 6). Dikey birleşme, bir tedarikçinin ve bir müşterinin operasyonlarını bütünleştirmektedir (Mehta ve Samanta, 1997, s. 31). Dikey bir birleşme, 'ileri' veya 'geriye doğru' dikey birleşmelere ayrılabilir (Rompotis, 2015, s. 36). Geriye doğru dikey birleşmede müşteri tedarikçiyi satın almaktadır (Mehta ve Samanta, 1997, s. 31). Yani geriye doğru dikey birleşmeler şirketin, üçüncü şahıslara ödeme yaptığı ön üretim faaliyetlerini üstlenmesine yardımcı olmaktadır (Rompotis, 2015, s. 36). İleriye doğru dikey birleşmede ise, tedarikçi müşteriyi satın almaktadır (Mehta ve Samanta, 1997, s. 31). İleriye doğru dikey birleşme şirket içinde ticari kârların korunmasına izin vermektedir (Rompotis, 2015, s. 36).

1.2.3. Karma Birleşmeler

Karma birleşmeler kendi arasında temel olarak üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar; ürün genişletme, pazar genişletme ve saf karma birleşmeler olarak bilinmektedir. Pazar genişletme birleşmesi benzer bir alanda faaliyette bulunan ve satışları örtüşmeyecek fakat satın alma sürecini genişletebilecek şirketler arasında gerçekleşmektedir (Mehta ve Samanta, 1997, s. 31).

Karma (konglomera) birleşmeler, faaliyet alanları farklı olarak tamamen ilgisiz iş yapan şirketler arasında gerçekleşmektedir (Mehta ve Samanta, 1997, s.31). Aynı zamanda birleşmede satın alan kuruluş ve hedef firma aynı sektöre ait olmadığında, birleşme veya satın alma dikey olarak kabul edilmektedir (Rompotis, 2015, s. 36). Ticari alanda faaliyet gösteren şirketlerin karı maksimize etmek için yönetim stratejilerinden biri de iş birimlerini birleştirmektir. Piyasada yetenekli olan organizasyonlar, küresel alanda rekabete girmek, pazar ortamlarındaki istikrarsızlıklarla baş edebilmek, büyümek, daha fazla pazar payına sahip olabilmek, yeni ve karlı faaliyetlerde bulunmak, değer yaratmak ve maliyetleri düşürmek için holdingler olarak işlev görmüşlerdir. Farklı ekonomik sektörlerdeki holding şirketlerinin etkinliği çok önemlidir ve birçok ülke holdinglerinin adları ile tanınabilmektedir. Bu nedenle yeni küresel ekonomide faaliyetlerin etkinliği holding şirketlerinin stratejilerinin etkinliğine bağlı olabilmektedir (Hosseini vd., 2013, s.

2928). Bu durum satın alan kuruluşun yeni iş sektörlerine girme stratejisini yansıtmaktadır (Rompotis, 2015, s. 36). Konglomera birleşmeleri, ürün pazarında rakip olmayan ve tedarik ilişkisi içinde olmayan şirketleri içermektedir (Capobianco, 2020, s. 6). Karma birleşmelere 1970’de Phillip Morris’in Miller Brewing Co.’yu satın alması örnek olarak verilebilir. Sigara markaları Marlboro ve Virginia Slims’in üreticisi olan tütün şirketi Phillip Morris, büyük bira şirketlerinden biri olan Miller’ı bünyesine dahil ederek farklı bir alanda faaliyete girmiştir (Aslan, 2018, s. 24).

1.3. Hukuki Yapılarına Göre Birleşme ve Satın Almalar

Birleşme ve satın almalar; en az iki ya da daha fazla hukuki açıdan bağımsız olan şirketlerin, ekonomik ve hukuksal açıdan birleşmeleri ve yeni bir şirket adı altında faaliyet gösterme şekli olarak tanımlanmaktadır (Yücebaş, 2005, s. 15). Şirket birleşme ve satın almalar hukuki yapılarına göre ele alındığında biçimsel birleşmeler ve biçimsel olmayan birleşmeler olarak iki grupta incelenmektedir.

1.3.1. Biçimsel Birleşmeler

Biçimsel birleşmeler kendi içerisinde iki çeşittir. İlk olarak; birbirinden farklı ve bağımsızlıklarını koruyarak oluşan işletmelerdir. Bunlar; tröst, holding ve konsorsiyumdur. İkincisi ise, birbirinden farklı bağımsız şirketlerin bağımsızlıkları ortadan kaldırılarak oluşturulan şirketler. Bunlar; satın alma, devralma, konsolidasyon, ortak girişim ve birleşmedir (Akay, 1997, s. 21’den alıntılan Ayan, 2015, s. 34).

Tröstler, bağımsız ekonomik durumlarını terk ederek, bir tröst halinde birleşen küçük şirketler olarak tanımlanmaktadır. Ana şirket ile bir birlik teşkil ederek, merkezi idareye, satışlar üzerinde bir monopol kurma imkânı yaratmaktadır (Graner, 1972, s. 387).

Holdingler, en genel tanımı ile bir ana şirket bünyesinde olan şirketler topluluğudur. Holding bünyesinde bulunan şirketler farklı alanlarda hizmet gösterebilmektedir (Şimşek ve Çelik, 2016, s. 48). Holdingler yeteri miktarda şirketlerin hisse senetlerini veya ana hisse senetlerini elinde bulundurlar. Bir anlamda o şirketlerin yönetim kurullarında en az bir temsilci üyesi bulunan ve oy

hakkına sahip olan ve bu sayede şirketleri kontrol eden denetleyen ve yönetebilen şirket konumundadırlar (Hosseini vd., 2013, s. 2929).

Konsorsiyum, en az iki şirketin belli bir proje üzerinde ortaklaşa çalışması ve bitirmesi şeklinde biçimsel birleşmedir (Ayan, 2015, s. 34). Bu tür birleşmeler oldukça büyük yatırım gerektiren liman, köprü ve demiryolu gibi projelerin gerçekleşmesi için yapılan iş birlikleridir. Aynı zamanda bu tip iş birliklerinin temel amacı büyük sermaye gerektiği için risklerin bölünmesi ve ortak menfaatlerdir. Bu tür iş birlikleri proje tamamlandıktan sonra sona ermektedir (Şimşek ve Çelik, 2016, s. 48).

Konsolidasyon, birleşen şirketlerin varlıklarına sahip olan ve yeni bir ekonomik birim oluşturan iki veya daha fazla şirketin birleşimidir (Hosseini vd., 2013, s. 2931). Şirketler kendi istekleri doğrultusunda birleşme kararı alarak hukuki varlıklarını sona erdirirler ve yeni bir isimle şirket oluştururlar.

Ortak Girişim (Joint Venture), genel olarak ortak girişim ulusal ve uluslararası pazarlara giriş şekli olarak tercih edilmektedir (Prat vd., 2020, s. 2). Şirketlerin büyümesinde ve uluslararasılaşmasında en yaygın iş stratejilerinden biri olarak bilinmektedir. Küresel pazara bu tür bir giriş şekli, daha sürdürülebilir bir uluslararası pazar oluşturmaya katkı sağladığı görülmüştür. Bu tür bir iş birliği ya aynı ülkede bulunan ya da farklı gelişmişlik seviyelerine sahip farklı ülkelerde bulunan şirketler arasında gerçekleşir (Prat vd., 2020, s. 1). Bir başka deyişle ortak girişimler, şirketler tarafından dış pazarlara giriş sağlayabilmek için yaygın olarak kullanılmaktadır. Yabancı şirketler, yabancı şirketlerin girmek istedikleri pazarlarda halihazırda mevcut olan yerli şirketlerle ortak girişimler kurmaktadır. Yabancı şirketler, ortak girişime çoğunlukla yeni teknolojiler ve iş uygulamaları getirirken, yerli şirketler, yerli sanayide yerleşik olmanın beraberinde, ülke içinde mevcut ilişkilere ve gerekli resmî belgelere sahip konumdadır (Nanu, 2010, s. 1).

Devralma, şirketin başka bir şirketi bütün aktifi ve pasifiyle devralmasına ve devir alınan şirketin tasfiye edilmesi ile hukuki varlığının sona ermesiyle oluşan birleşme türüdür.

Satın alma, bir şirketin var olan varlıklarının hepsinin veya belirli bir kısmının başka bir şirket tarafından satın alınmasıdır.

Birleşme, en az iki şirketin satın alma, devralma ya da konsolidasyon ile bir araya gelmesidir.

1.3.2. Biçimsel Olmayan Birleşmeler

Biçimsel olmayan birleşmeler; birçok şirketin aynı pazar ya da piyasada rekabet etmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda şirketler rekabeti sınırlandırmakta ya da ürün-fiyat dengesinde iş birliğine gitmektedirler. Şirketler bu koşullar sağlandığında da kendi hukuki varlıklarını korumaktadırlar (Akay, 1997, s. 24'den alıntılan Ayan, 2015, s. 35). Biçimsel olmayan birleşmeler; centilmenlik anlaşmaları, kartel ve çıkar grupları olarak bilinmektedir.

Centilmenlik anlaşmaları, şirketler piyasada rakiplerine karşı kuvvetli durabilmek ve rekabet edebilmek için anlaşma yoluna girebilmektedirler. Bu anlaşmaya taraf olan şirketler karşılıklı söz vermektedirler. Taraflardan birinin sözünden cayması halinde herhangi bir yaptırımın söz konusu olmadığı bu anlaşmalara centilmenlik anlaşmaları denilmektedir (Cin, 2007, s. 25). Bu bağlamda centilmenlik anlaşması, hukuki bir yaptırım olmamasına karşılık olarak şirket taraflarının anlaşma koşullarına uygun davranmasını ve güveni boşa çıkarmamasını beklemektedir (İkizler, 2017, s. 418).

Kartel, benzer ürünleri üreten sayıca az olan büyük şirketlerin bir araya gelerek oluşturdukları birleşmelerdir. Bu şirketler piyasada fiyatları belirleyerek üretim ya da ihracat hacmini sınırlandırma yaparak piyasaları bölüşmektedirler. Yani piyasada tekeli durumundadırlar. Bunun gerçekleşmesi için ise aralarında gizli ve açık anlaşma veya şirket birleşmeleri gerçekleştirmektedirler (Şimşek ve Çelik, 2016, s. 47).

Çıkar grupları, piyasada farklı şirketlerin hisse senetlerinin belirli bir grubun himayesinde toplanması şeklinde ifade edilebilir. Bu gruplara örnek vermek gerekirse birbirine yakın veya aynı aile üyelerinden oluşmaktadır. Bu gruplar bu farklı şirketleri tek bir amaç için yönetmektedir.

1.4. Birleşme ve Satın Alma Nedenleri

Birleşme ve satın alma, pek çok şirket yöneticisi tarafından yeni pazarlara girmenin ve yeni teknolojilere sahip olmanın hızlı ve verimli bir yolu olarak

görülmektedir (Schuler ve Jackson, 2001, s. 239). İşletmeler birleşme ve satın alma faaliyetleri sonucunda hem ulusal hem de uluslararası pazarlarda rekabet edebilme fırsatı yakalayabilmektedir (Erdil vd., 2018, s. 138). Bunun yanında şirketler kendi yönetim vizyonuna göre birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunmaktadır. Bundan dolayı her şirketin birleşme ve satın alma nedenleri farklılık göstermektedir (Kılıçaslan, 2010, s. 7). Birleşme ve satın alma nedenleri şirketlerin amaçlarına ve faaliyet gösterdikleri sektörlerle göre değişiklik göstermektedir (Kılıçaslan, 2010, s. 9). Şirketlerin başlıca birleşme ve satın alma nedenleri aşağıda ayrıntılı olarak anlatılmıştır.

1.4.1. Büyüme

Birleşme ve satın almalar, büyüme için önemli bir iş stratejisi olarak ifade edilir (Hwang, 2004, s. 61). Bunun yanında şirketler güçlenmek ve uluslararası alanlarda faaliyet gösterebilmek için de birleşme ve satın alma yoluna gitmektedirler (Erdil vd., 2018, s. 138). İçsel veya dışsal büyüme yolu ile modern şirket geliştirme stratejilerinin seçimi oldukça önemlidir. Sinerji etkisinin bir parçası olan işletmeler için doğal bir gelişme yolu olarak birleşme ve satın almalar tercih edilmektedir (Miskiewicz, 2014, s. 147).

Verimli bir büyüme için işletmelerin büyüme rotası ve amacının net olarak belirlenmesi gerekmektedir. Belirlenecek olan büyüme rotası ve amacı, işletmenin mevcut koşullarına ve gelecekteki hedeflerine uygun olarak seçilmelidir. Büyüme hedefinin gerçekleşebilmesi için pazar payı, satış, kâr ve hisse başına kazanç gibi faktörler ele alınmaktadır (Page ve Jones, 1990, s. 52). Ayrıca işletmeler büyüme kararı alırken faaliyet gösterdikleri coğrafyanın sosyo-ekonomik özelliklerinden de doğrudan etkilenmektedir. İşletmelerin verimli bir büyüme gerçekleştirebilmesi için bu özelliklerin doğru tespit edilmesi gerekmektedir (Gupta vd., 2013, s. 12). Bundan dolayı işletmelerin bilinçli bir yönetim kadrosuna sahip olması oldukça önem arz etmektedir (Akdoğan, 1994, s. 165).

Uzun yıllar boyunca yöneticiler ve girişimciler, gelirlerini artırmak ve pazar payından faydalanabilmek için verimli ve kârlı yollar aramaktadırlar (Duksaite ve Tamosiniene, 2009, s. 21). Bu arayış içerisindeki en büyük adımlardan birisi birleşme

ve satın alma işlemiyle büyümedir. Ürün yelpazesini genişletmek ya da pazar payını artırmak isteyen şirketler, zaman alan iç büyüme yerine; birleşerek büyümeyi tercih edebilmektedirler. Yani şirketler, başka bir şirket ile birleşerek aynı amaca kısa sürede ulaşabilmektedirler (Ishwarya, 2019, s. 23). Bununla birlikte, büyüme, başarılı bir şirket haline gelmenin ve bu statüyü korumanın en önemli faktörlerinden biridir. Aynı zamanda şirketin performansının göstergesi olabilmektedir. Büyüme şirket sermayesini arttırırken yönetim yeteneğini de geliştirebilen bir unsurdur. Büyüme aynı zamanda şirket çalışanları için fırsatları arttırmaktadır ve işletmelerin yeni ürün/hizmetlere ve daha iyi bir işgücü piyasasına erişmesine imkân sağlamaktadır (Hongjiu vd., 2006, s. 1035).

1.4.2. Çeşitlendirme

Çeşitlendirme, şirketlerin faaliyet göstermediği piyasalara girmesi olarak tanımlanmaktadır. Şirketler mevcut ürünlerine yeni ürün veya hizmetler ekleyerek farklı piyasalara girerler. Bu büyüme stratejisi ile üretim süreçlerine yenilerini eklemektedirler (Aslan, 2018, s. 15). Özellikle 1950'li ve 60'lı yıllar boyunca birçok şirket çok büyük çeşitlendirme programlarına girmiştir. Bu süreçte, 1960'lı yılların sonundaki birleşme dalgası ve bu birleşme dalgasına eşlik eden büyük holding şirketlerinin öne çıkmasıyla doruğa ulaşmıştır (Berger ve Ofek, 1995, s. 39).

Son yıllarda yapılan araştırmalarda, birleşme ve satın almalar, önemli bir stratejik büyüme ve çeşitlendirme kaynağı olarak incelenmiştir (Brueller vd., 2014, s. 43). Birleşme ve satın alma faaliyetleri, şirketler tarafından pazardaki konumlarını çeşitlendirerek güçlendirmek ve sürdürürebilmek için daha fazla tercih edilmektedir (Schuler ve Jackson, 2001, s. 239). Birleşme ve satın almalar, satın alan ve satın alınan firmalar arasındaki yeni kaynak kombinasyonları ile organizasyonel sistemlerini yeniden yapılandırmaktadırlar. Böylece şirketler çeşitlendirme yoluna giderken çevresel değişikliklere yanıt verebilmekte ve değişikliklere uyum sağlayabilmektedirler (Brueller vd., 2014, s. 43).

1.4.3. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleştirilmesi şirketlerin daha fazla ölçekte faaliyette bulunmasına, mevcut altyapı ve araçlarının daha verimli kullanılmasına ve üretim kaynaklarının tam kapasite çalışmasına olanak sağlamaktadır (Karataş Kul, 2006, s. 68). Şirket stratejilerden biri olarak da ifade edilen bu durum, hissedarlar için değer yaratmak ve serveti artırmak için benimsenen birleşme ve satın alma stratejisi olarak görülmektedir (Hosseini vd., 2013, s. 2931). Birleşmeyi gerçekleştiren şirketler, daha fazla kapasiteye sahip olmakla birlikte daha az üretim aracı kullanarak daha fazla ürün elde edecek ve birim maliyetlerini minimuma düşüreceklerdir. Bu durum şirketlerin ölçek ekonomisinden yararlanmasına olanak sağlayacaktır (Karataş Kul, 2006, s. 68). Bunun yanında, özellikle konglomera birleşmelerinin kalite ve çıktıyı artırdığını ve bu durumun fiyatlara artış olarak yansıya bile, birleşmenin ölçek ekonomilerinden faydalar elde ettiğini göstermektedir (Capobianco, 2020, s. 9). Öte yandan, ölçek ekonomisine bilgi yönetim sistemleri açısından bakıldığında da şirketler tarafından sunulan hizmetlerin veya ürünlerin kalitesini artıran yeni, daha derin bilginin yaratılması yolu ile talep yönlü ölçek ekonomileri yaratılabilmektedir. Bu fayda, iş ortamında müşteri deneyimlerinin analizi ile gerçekleştirilmektedir. Böylelikle bu durum da niteliksel olarak daha iyi iş çözümlerine ve şirketlerin müşterileri tarafından daha olumlu değerlendirilmelerini sağlamaktadır (Ofek ve Sarvary, 2001, s. 1443).

1.4.4. Sinerji

Şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunmasının nedenlerinden biri sinerji yaratarak şirket değerini artırmaktır. Şirketler sinerji yaratarak piyasa değerlerini yükseltmek için başka bir şirket ile birleşerek veya o şirketi satın alarak piyasa değerlerini yükseltmeyi hedeflerler (Kılıçaslan, 2010, s. 10).

Yaratılan sinerjinin faaliyetlerden ortaya çıkması durumu, yatay ve dikey birleşmelerle görülmektedir. Üretim kapasitenin yüksek olmasının üretilen ürünlerde birim başına maliyetleri azaltıcı etkisi bulunmaktadır. Bundan dolayı şirketler mevcut kaynaklarını birleştirerek büyük ölçekte üretim yapabilmekte ve maliyetleri azaltabilme imkânı sağlayabilmektedir. Aynı zamanda araştırma ve geliştirme (Ar-ge)

faaliyetleri, faaliyet riskleri ve likiditeleri birleşme sonrası şirketlerin menfaatleri yönünde gelişmesi yaratılan bu sinerjiyi ortaya koymaktadır (Kılıçaslan, 2010, s. 11).

Birleşme ve satın almalarda, satın alan şirketin ya da yeni kurulmuş olan şirketlerin birleşme veya satın alma sonucunda ortaya çıkan sermaye maliyeti üzerindeki etkisi finansal sinerji olarak ifade edilmektedir (Duksaite ve Tamosiuniene, 2009, s. 23). Yani teorik olarak, birleştirilmiş şirketler birbiriyle ilişkisiz nakit akışlarına sahipse ve dahili olarak oluşturulan fonlarla yatırım fırsatlarının daha iyi eşleşmesine neden oluyorsa sermaye maliyeti düşebilmektedir (Duksaite ve Tamosiuniene, 2009, s. 23). Bu durum sinerji etkisi yaratarak şirketlerin piyasa değerini yükseltmesine yardımcı olmaktadır.

1.4.5. Yetenekli Yönetime Sahip Olma

Şirketler birleşme yoluna giderken yetenekli yönetime sahip olma amacı da gütmektedirler (Sayarı, 2008, s. 15). Birleşme işletmede yönetimi iyileştirmenin tek yolu değildir, ancak çoğu zaman tek basit ve pratik yolu olarak tercih edilmektedir (Brealey ve Myers, 2003, s. 933). Alanında yetenekli bir yöneticiye sahip şirketlerle birleşen şirketler, başarılı yöneticinin tecrübelerinden faydalanabilmektedirler. Böylelikle şirketler birleşme sonucu işletmelerine yetenekli yönetimle birlikte değer katabilmektedirler ve etkinliklerini artırabilmektedirler (Sayarı, 2008, s. 15, Elmas, 2007, s. 13).

Özgün bir ürüne ya da hizmete sahip olan ve hızlı şekilde büyüme gösteren fakat piyasada rekabet edebilmek için yeteri kadar yönetsel deneyime ve bilgi birikimine sahip olmayan şirketler mevcut olabilmektedir. Böyle bir durumda yönetsel deneyime sahip olan bir başka daha büyük şirket tarafından satın alınma ya da birleşme gerçekleştirilebilmektedir (Aslan, 2018, s. 18). Şirket etkin ve yetenekli bir yönetime sahip değilse, iyi bir birleşme gerçekleştirerek yetenekli bir yönetime sahip olabilmektedir. Ya da şirketin yönetimi yeteri kadar verimli ve iyi değilse, başka bir şirket gelerek hisse senedinin değerini arttıracığı vaadi ile bu şirketle birleşme gerçekleştirmektedir. Böylelikle deneyimsiz ve etkin çalışmayan yöneticiler şirket yönetiminde etkisiz hale getirilmektedir (Elmas, 2007, s. 13).

İşletmelerin birleşme veya satın alma ile birlikte sektördeki üretim paylarının artması durumunda ise, o sektördeki ortalama ücretlerde yükselme eğilimi gerçekleşmektedir. Bu durum şirketin daha iyi ücret ödemesine imkân sağlayacak ve yetenekli yönetici çalıştırabilme şansını artıracaktır. Yetenekli yöneticiler ile çalışma sonucunda şirketin piyasa değerinin yükselmesi beklenmekte ve bu durum şirket için çok önemli bir unsur olarak kabul edilmektedir (Sakarya, 2002, s. 43).

1.4.6. Birleşmenin İç Büyümeye Göre Avantajı

Şirketler ölçek ekonomilerinden yararlanmak için, ya birleşme ve satın alma yoluna gitmekte ya da iç büyümeyi tercih etmektedirler. Fakat birleşme ve satın alma yolunu tercih etmenin iç büyümeye kıyasla bazı avantajları bulunmaktadır. Şirketler birleşme ve satın alma yolunu tercih ederek zamandan tasarruf kazanabilmektedirler. Bu durum şirketin daha hızlı büyümesini sağlamaktadır. Aynı zamanda yeni ürünleri, üretim teknolojisini, üretim araçlarını dengeli ve çalışır halde kısa sürede elde etme ve kullanabilme imkanları bulunmaktadır. Özellikle üretim işletmelerinde bazı dönemlerde artan taleplerin karşılanabilmesi ve pazardaki hakimiyetin kaybedilmemesi için hızın önemi büyüktür. Bu dönemlerde şirketler hızla yarışarak rakiplerini kontrol altına alabilmektedirler. Bu koşullar ve imkanlar iç büyüme ile de gerçekleştirilebilir ancak birleşme ve satın almalara kıyasla daha uzun zaman alabilmektedir (Bütüner, 2014).

Şirketler için, iç büyümenin genellikle daha riskli olduğu iddia edilmektedir, çünkü dışarıdan satın alma yolu ile büyüme yoluna gidildiğinde, zamandan tasarruf edilebilir ve ticarileştirme için yapılacak olan faaliyetlerde başarısız olma riski azaltılabilir (Söllner, 2009, s. 39). Birçok şirket büyüme isteğini hızlı bir biçimde gerçekleştirmek istediğinde birleşme ve satın alma yoluna gider. Burada amaç, birleşilen ya da satın alınan şirketin sahip olduğu yeni üretim araçlarını ve özellikle üretimde ileri teknoloji ürünlerini kullanıma hazır bir şekilde elde etmektir (Akalın, 2002, s. 8). Bununla birlikte piyasada iyi bir performansla sahip, aktif faaliyet gösteren bir şirketin satın alınması, ürünler ve hizmetler için mevcut olması muhtemel talebin varlığı ve seviyesi hakkındaki belirsizliği büyük ölçüde azaltabilmektedir (Söllner, 2009, s. 39). Bunun yanında benzer ve aynı endüstri alanında faaliyet gösteren işletmelerin birleşmeleri halinde aralarındaki rekabet durumu ortadan kalkacaktır. Bu

şirketlerin piyasada denetimleri de iç büyüme ile kıyaslandığında daha hızlı, fakat daha az riskli bir şekilde artabilecektir (Bütüner, 2014).

Birleşen şirketlerin, diğer şirketlere kıyasla sunulan hizmetlerin fiyatlarını ve miktarlarını dahili olarak koordine etme ve yönetme konusunda daha fazla esnekliğe sahip olduğu düşünülmektedir (Krishnan, vd., 2004, s. 590). Ancak göz ardı edilmemesi gereken konulardan birisi de birleşmelerin bazı durumlarda dezavantajlara sahip olabilmesidir. Dış büyümenin bir dezavantajı, satın almaların ölçeklenebilir olmaması ve bazı koşullarda büyük yatırımlar gerektirmesi ve yaşanabilecek olan belirsizliklerden dolayı yüksek riskler içerebilmesidir (Ebner, 2013, s.1). Bunun beraberinde belirsizliğin varlığı, talebi karşılamada yaşanan gecikme süreleri ve uyum maliyetleri nedeniyle, hem iç büyüme hem de dış büyüme için belirli riskler ortaya çıkmaktadır (Söllner, 2009, s. 39). Birleşmenin olası dezavantajları ile karşılaşmamak için iyi bir strateji belirleyerek planlı bir şekilde ilerlemek gerekmektedir. Satın alınan şirketler tüm özellikleri ve çalışanları ile devralınmalıdır, yani kapasite fazlası gösterebilir veya verimsiz fabrikalar çalıştırabilirler. Aksine, içsel büyüme, kademeli olarak genişlemeye, şirketleri sadece gerekli çalışanlar, modern teknoloji, verimli süreçler vb. ile büyötmeye izin verir (Ebner, 2013, s. 1).

1.4.7. Finansal Nedenler

Birleşmenin nedenleri içerisinde finansal amaç ile gerçekleşen faaliyetler, genel olarak şirketlerin dışsal büyüme isteğinden ortaya çıkmaktadır. Şirketler hisse senedi satarak elde edecekleri fonlar ile yeni bir kapasite kurmak yerine, hazır kapasiteye sahip hedef bir şirketin hisse senetlerini satmak daha cazip gelmektedir. Şirket yöneticileri için hazır kapasiteye sahip hedef şirket ile gerçekleştirebilecekleri bu faaliyet, finanslama kolaylığı ve şirketin menfaatleri açısından çoğu zaman daha akılcı gelmektedir (Karataş Kul, 2006, s. 72). Birleşme ve satın almalar doğrudan piyasa yapısının doğasını değiştirmektedir. Buna bağlı olarak da talep tarafını etkilemektedir. Tesis ve makineye yapılan yatırımlar ile araştırma ve geliştirme harcamaları da maliyet ve tedarik koşullarının gelişimini belirlemektedir (Söllner, 2009, s. 11). Şirketler maliyetlerini en aza indirmeye çalışarak talep tarafının ihtiyacını aksatmadan faaliyetlerine devam etmeye çalışmayı amaçlarlar. Bu yüzden bazı

şirketler için, finansal açıdan bakıldığında birleşme ve satın alma daha avantajlı olarak görülmektedir.

1.4.8. Vergi Avantajı

Şirketler birleşme ve satın alma yoluna giderken vergi stratejisinin belirlenmesi oldukça önemlidir. Vergi stratejisi, resmi teklifler ya da niyet mektupları gönderilmeden ve belirlenen hedef şirketin ayrıntılı bir analizine geçmeden önce oluşturulmalıdır. Belirlenecek olan strateji, vergi planlaması için potansiyel riskleri ve fırsatları açıkça tanımlamalıdır. Hedef şirketin ayrıntılı analizi yapılırken aynı zamanda bir vergi değerlendirmesini içermelidir. Yani; vergi pozisyonu, vergi uyumu, vergi konularına ihtiyatlı veya risk alanları gibi konuların iyi bir şekilde değerlendirilmelidir. Birleşme veya satın almanın gerçekleştirilmesi aşamasında veya karar aşamasında bu unsurlar göz önünde bulundurulmalıdır (Ianca, 2008, s. 70).

Birleşme ve satın alma yapılandırılmaları ve finansmanının önemli vergi yükümlülükleri bulunmaktadır. Hedef şirketin varlıklarını ya da hisselerini satın alma kararı verilirken, işlem anındaki sermaye kazançlarının vergilendirilmesi ve geleceğe yönelik vergi planlama fırsatlarının dikkate alınması önemlidir. Vergi yükü, satın alma aracının optimum seçimi ile de en aza indirilebilmektedir. Bir finansman alternatifinin seçimi yapılırken faizden düşülebilirliği ve özel vergi düzenlemelerini hesaba katmalıdır (Ianca, 2008, s. 69).

Yüksek kar ile çalışan şirketler ödeyeceği vergiyi azaltabilme adına, zararlı çalışan bir şirketi bünyesine dahil edebilir veya birleşebilirler. Birleşen şirketlerin karı-zararı finansal tablolarda yer alacağından vergi matrahının düşürülmesi ile birleşme sonrası şirket ödeyeceği vergiyi azaltma olanağı bulabilmektedir (Karataş Kul, 2006, s. 71). Şirketler, borçlandıkları harcamaların üzerinden ödedikleri faizleri kurum kazancından indirebilmektedirler. Birleşme ve satın almanın gerçekleşmesi ile birlikte bir kar durumu oluşur ise veya alıcı şirket devamlı olarak kâr eden bir şirket özelliğine sahip ise birleştiği ya da satın aldığı şirketin borçlarını kârından mahsup edebilmektedir. Böylelikle kullanmadığı tasarruflarını vergi şeklinde ödeme yerine birleşme yolu ile yatırıma yönlendirebilmektedir. Şirket bu sayede kendisine bir nevi vergi kredisi sağlayacaktır (Aslan, 2018, s. 10). Bazı durumlarda, gelir vergisi

değerlendirmesi, bir birleşmeyi ve satın almayı motive eden finansal sinerji sağlayabilmektedir. Örnek olarak, güçlü bir banka, defterlerinde birikmiş zararları ve talep edilmemiş amortisman faydaları olan sıkıntılı bankayı satın alması vergi imtiyazı sağlamasını mümkün kılar (Ishwarya, 2019, s. 24).

1.4.9. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma

20. yüzyılda şirketlerde görülen hızlı teknik büyüme, ekonomik faaliyetlerin artması ve ticari ilişkilerde uluslararasılaşma dönemi olarak kabul edilmiştir. Bir mülkiyet nesnesi ve ticarileştirme amacı olarak fikri ve sınai mülkiyet özellikle son dönemlerde oldukça önem kazanmıştır (Skultetyova, 2012, s. 5).

Şirketler, değerli sınai haklara sahip olabilmek için, onlara sahip diğer şirketlerle birleşme ve satın alma yoluna girebilirler. Birleşme ve satın almanın gerçekleşmesindeki en belirleyici faktörlerin başında, önemli bir ölçüde fikri ve sınai mülkiyet varlıklarının edinilmesi gelmektedir. Çoğu, hedef şirketlerin sahip olduğu patentler, telif hakkıyla korunan filmler, televizyon yayıncılığı ve saygın olan ticari markalardan; internet etki alanlarına kadar uzanan maddi olmayan varlıkları diğer şirketlerin dikkatini çekerek satın alma arzusunu teşvik etmektedir (Skultetyova, 2012, s. 6). Böylece şirketler birleşecekleri şirketlerin değerli sınai haklarından yararlanabilir. Yeni buluş kapasitelerini genişletebilirler ve patent bakımından ilerleyen dönemlerde sıkıntı ya da sorun yaratabilecek şirketleri satın alarak patent açısından şirketlerini güçlü bir konuma getirebilirler (Esen, 2007, s. 345). Aynı zamanda birleşme ve satın almanın tek amacının değerli sınai ve fikri mülkiyet haklarının olmaması gerektiği vurgulanırken, ticareti ve lisanslamayı da etkilemesi muhtemel olduğundan dikkat edilmesi gereken bir süreçtir (Campi vd., 2016, s. 23).

1.4.10. Psikolojik Nedenler

Birleşme ve satın alma faaliyetlerinde psikolojik nedenler genel olarak; şirketin sürekliliğini veya sürdürülebilirliğini tehlikeye düşürme kaygısı, büyüme hırsı ve iyi yönetememe korkusu olarak sayılmaktadır (Sayarı, 2008, s. 16). Yöneticilerin yönetim alanındaki yeteneklerini aktif hale getirme arzusu, daha büyük bir organizasyonu yönetme hırsı, şirketin tümünü emniyet altına alamama duygusu ve demode olma

korkusu gibi kişisel güdülenmeler de birleşme ve satın alma kararında etkili olan faktörlerdir (Esen, 2007, s. 345).

Psikolojik nedenler arasında alıcı şirket pozisyonunda yer alan yöneticilerin yönetim hırsı ve kişisel itibarlarını yükseltme çabaları da yer almaktadır. Bu bağlamda alıcı şirket yöneticilerinin hedef firma yönetimini geliştirme çabaları da önemli yer tutmaktadır. Alıcı şirket yöneticileri için asıl olan, piyasada çok etkin faaliyet gösteremeyen bir şirketin satın alınarak, o şirketin olası potansiyelinden kendi yönetim stratejilerini kullanarak faydalanabilmektir (Mühim, 2012, s. 52). Şirket birleşmelerinde ana nedenlerin dışında yer alan psikolojik nedenler birleşme sürecini hızlandırmaktadır. Şirketin piyasadaki varlığını başarılı bir şekilde sürdürebilme arzusu, piyasada rekabete girebilme isteği şirketleri birleşmeye zorlayan unsurlar arasında yer almaktadır. Bu isteklerini yerine getiremeyen şirketlerin piyasada rakipleri tarafından yok edileceği ve uyum sağlayamayacağı düşüncesi ise birleşmede psikolojik nedenler arasında yer almaktadır (Aşık, 2008).

1.5. Birleşme ve Satın Alma Süreci

Şirketler yatırım için aldıkları harcama kararları ile nakit akışın önemli bir kısmını tahsis etmektedirler. Bu durum şirketlerin yatırım harcamalarının hangi pazara aktarılacağını belirlemektedir. Yönetim bu aşamada, şirketi istenen büyüme hızına ulaştırmak için çaba sarf eder. Yönetim aynı zamanda ürünlere olan talep ile bunları zamanında tedarik etme kapasitesini dengeleyecek şekilde geliştirme planlarını uygulamaya çalışır (Söllner, 2009, s. 8). Şirketler kendi menfaatlerini göz önünde bulundurarak stratejilerini belirlerler. Alınan strateji kararlarında birleşme söz konusu ise planlarını gerçekleştirmek ve süreci eksiksiz ilerletmek için dikkatli yol almaları gerekmektedir.

Şirketler birleşme ve satın alma kararlarını verdikten sonra bu sürecin başarılı bir şekilde gerçekleşebilmesi için stratejik, mali, yönetsel ve hukuki bakımdan hazır olmaları gerekmektedir (“Şirket Birleşme ve Satın Alma”, 2019). Şirketin birleşme ve satın alma kararı doğrultusunda, hedef şirketin belirlenmesi, faaliyetin gerçekleşmesi durumunda ödenecek işlem fiyatı ve birleşme sonrası entegrasyon süreci büyük ölçüde şirketin kurumsal vizyonu tarafından şekillenmektedir (Marsh,

2005, s. 36). İyi bir araştırma ve plan çerçevesinde alınmayan birleşme kararları kritik öneme sahiptir. Kritik öneme sahip olması ile kastedilen nokta ise iyi bir planlama yapılmadan bu sürece girildiğinde geri dönüşü olmayan kayıplar ve başarısızlıkların yaşanma olasılığıdır. Ancak şirketler iyi bir plan ve analiz yaparak birleşme sürecine girerse ve bu süreci iyi yönetirse başarılı olabilmektedir (Aslan, 2018, s. 38).

Birleşme ve satın alma sürecinde asıl istenen bu sürecin başarılı bir şekilde yürütülmesidir (Uzun, 2010, s. 34). Başarılı bir süreç için gerekli aşamalar ise; rekabet ortamının çok iyi analiz edilmesi, süreç için uzman grubun oluşturulması, planlamanın yapılması, hedef şirketlerin araştırılması, belirlenmesi, ayrıntılı incelenmesi ve son olarak işlemin gerçekleştirilmesidir (Turan İçke, 2007, s.19'dan alıntılan Uzun, 2010, s. 34).

1.5.1. Birleşme ve Satın Almanın Planlanması

Dünya çapında birleşme ve satın alma faaliyetleri son yıllarda büyük bir artış yaşamaktadır. Şirketler birleşme ve satın alma işlemlerini, büyük başarı /kar elde etme, rekabet ortamında sağlam kalabilme ve buna benzer birçok nedenle gerçekleştirirken; planlamanın iyi yapılamaması ve birleşme ve satın alma sürecinin iyi yönetilememesi gibi durumlarda başarısızlıkla da sonuçlanabilmektedir (Weber ve Tarba, 2012, s. 288). Bu sebepten dolayı birleşme ve satın alma planlaması, birleşme ve satın alma faaliyetlerini gerçekleştirmek isteyen şirketler için hayati önem taşımaktadır. Olası başarısızlıkların önüne geçilebilmesi için kültürel farklılıklara, uygun hedeflerin seçimine, iki organizasyonun entegrasyonunun iyi şekilde planlanmasına ve işlem fiyatının belirlenmesine çok dikkat edilmelidir.

Şirketlerde büyük ölçekli bir değişim, deneme ve öğrenme sürecini içermektedir. Birleşme ve satın alma kararlarında bütün yönleri ele almak, gerçekleştirmek için tüm sorunları tahmin etmek ya da ayrıntılı planlar hazırlamak imkansızdır. Bundan dolayı olası aksiliklere veya öngörülemeyen zorlukların üstesinden gelebilmek için çaba gösterilmelidir. Üst yönetim kadrosu, stratejiyi onaylayan bir destekçi koalisyonu kurmaya çalışmalı, ardından bu stratejinin uygulanmasına rehberlik etmeli ve koordine etmelidir (Marsh, 2005, s. 15). Böylelikle

yönetim, planlı bir şekilde bütün olumsuzlukları ve olası riskleri göz önünde bulundurarak süreci yürütebilir.

1.5.2. Hedef Şirketlerin Araştırılması, İncelenmesi, Seçimi ve Teklif Verilmesi

Birleşme ve satın alma sürecinde hedef seçimi en önemli ve kritik adımlardan biridir (Liu ve Hu, 2009, s. 34). Şirketin birleşme ya da satın alma kararı aldıktan sonra, yapması gereken en öncelikli iş kendi şirket stratejisine benzer veya uygun hedef şirketleri araştırmasıdır. Herhangi bir birleşme ve satın alma da hedef şirket seçimi amaçsız değildir ve bu seçim, kurumsal stratejiye uygun gereksinimlere dayanmalıdır. Birleşme ve satın alma faaliyeti sürdürülürken belirli kriterler çerçevesinde gerçekleştirilmelidir (Hongjiu vd., 2006, s. 1035). İlerleyen süreçte satın alan şirketin başarısı ve sürdürülebilirliği hedef şirket seçimine bağlı olabilmektedir.

Birleşme ve satın almada yönetim kurulu önemli bir rol oynamaktadır. Hedef şirketin ve satın alan şirketin yönetim kurulu; seçim, teklif verme ve anlaşmanın tamamlanması aşamalarında belirleyici unsurdur. Bazı gerçekleşen anlaşmalara bakıldığında, yönetim kurulu üyelerinin aynı zamanda hedef şirket ve satın alan şirketin yönetim kurullarında yer almasıyla karşılaşmaktadır. Birbirine bağlı olan yönetim kurulu üyeleri veya yönetimde yetkili çalışanlar, satın alma sürecinde hedefin ve satın alan şirketin yönetim kurullarında yer aldığı görülmektedir. Böylelikle konumları gereği hedef ve satın alan şirket hakkında önemli bilgilere sahiptirler. Her iki tarafın bu bilgilere erişimi, diğer karar vericilerle doğrudan iletişimin mevcudiyeti söz konusu olmaktadır. Birbirine bağlı yöneticiler, birleşme ve satın almalara dahil olan taraflar arasında önemli bir bilgi aktarım kanalı olarak görev almaktadırlar (Çukurova, 2012, s. 2).

Sektörde iyi bir birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunan yöneticilerin ortak özelliklerine bakıldığında, amaçlarını net bir şekilde belirledikleri ve emin adımlarla hareket ettikleri görülmüştür. Yöneticiler, stratejik ve finansal faktörler doğrultusunda aday şirketleri ayrıntılı olarak araştırmaktadırlar. Araştırmayı çok yönlü ele alarak anlaşmayı olumsuz etkileyebilecek olası insani ve kültürel unsurları derinlemesine

inceleyerek değerlendirmektedirler. Değerlendirme sonucunda hedef şirket seçimine gitmektedirler (Marks ve Mirvis, 2001, s. 83).

Bunun yanında, Bettinazzi vd., (2020), satın alma ve hedef şirket arasındaki sahiplik benzerliklerinin, satın alma sürecindeki bütün aşamaları etkileyeceğini savunmaktadırlar. Bu süreçler; anlaşmadan önceki hedef şirket seçim süreci, değerlendirme ve birleşme süreçlerini içermektedir. Özellikle, sahiplik benzerliğinden kaynaklı olan kurumsal uyumun olumlu tarafı, satın alan şirketin arama odağını şekillendirmede etkili olacaktır. Böylece hedef seçimi benzer sahiplikteki şirketlerden yana kullanılacaktır. Aynı zamanda benzerliklerin, hedef seçimi aşamasında bilişsel yükü azaltacağını ve sinerji etkisinin daha fazla hissedilebileceği öngörülmektedir (Haspeslagh ve Jemison, 1991'den alıntılanan Bettinazi, 2020, s. 333).

Bununla birlikte satın alma ve birleşmenin belirlenmesinde birbiriyle bağlantılı iki önemli faktör bulunmaktadır: ürün yelpazesi ve coğrafi konum (Chakrabarti ve Mitchell, 2013, s. 1807). Ürün yelpazesi; şirketin gelecekteki pazar ve piyasa potansiyelini etkileyeceği düşünülmektedir. Coğrafi konum ise, şirketlerin hedef şirket belirlene tercihlerine yön verdiği görülürken, örgütsel arama süreçlerini de şekillendirdiği görülmüştür. Belirli bir zaman aralığında, bir şirket için tüm potansiyel hedeflerin yerleri belirlenmiş ve hangi hedef şirketlerin seçildiği incelenmiştir. Satın alan şirket, özellikle belirlenen bölgedeki hedefleri araştırırken, coğrafi olarak yakın hedefleri tercih etmiştir. Şirketler büyümeyi gerçekleştirdikçe, belirli bir tecrübe kazandıkça ve önceden tamamlanmış veya iptal edilen satın almaların sayısına bağlı olarak satın alma deneyimi kazandıkça coğrafi konumun hedef seçimini etkilemeye devam ettiği görülmüştür. Bu etkinin yapılan çalışma sonucunda, 1980'den 2003'e kadar gözlem süresi boyunca devam ettiği görülmüştür (Chakrabarti ve Mitchell, 2013, s. 1819).

Birleşme ve satın almanın potansiyel olarak diğer önemli boyutlarından biri ise, birleşmeye dahil olan şirketlerin mali yapısı üzerindeki etkisidir. Hedef şirketlerin satın alınması, satın alan şirketin sermaye yapısını değiştirmek için bir araç olarak görülmektedir. Satın alan şirket, satın alınan hedef şirketin öz sermayesini ve borcunu himaye altına almaktadır. Böylelikle şirketlerin satın alma hedeflerine uygun bir tercih yapması, şirketlerin finansal yapıları için oldukça önemli bir rol oynamaktadır (Gugler

ve Konrad, 2002, s. 2). Şirketlerin, hedef araştırması ve seçimini gerçekleştirdikten sonra kendi çıkarlarına uygun hedeflere teklif yapmaları şirketlerinin geleceği için önemli bir adımdır.

1.5.3. Birleşme ve Entegrasyon

Birleşmeler ve satın almalar, son yıllarda kurumsal strateji için önde gelen araçlar olarak bilinmektedir. Gün geçtikçe daha fazla şirket, entegre olmaya yani bir araya gelerek birleşmeye, bütünleşmeye ve beklenen faydalardan yararlanmaya çalışmaktadırlar. Şirketler birleşme aşamasında çok yönlü entegrasyon eylemi; süreçler, personel, kültürler, ürün çeşitliliği ve bilgi sistemleri dahil olmak üzere birçok olası zorlukların üstesinden gelmeye çalışmaktadırlar (Alaranta ve Henningsson, 2008, s. 307).

Birleşme ve satın almaların gerçekleşmesi sonrası olumsuz performansa ilişkin tutarlı kanıtlara rastlanılmasına rağmen, şirket satın alma ve birleşmeleri dünya genelinde birçok bölgede çok sayıda şirket tarafından tercih edilmektedir. Bu durum şirketler açısından giderek daha popüler bir strateji haline gelmiştir (Weber vd., 2011, s. 107). Bu stratejide birleşme ve satın almanın sağlıklı ve başarılı bir şekilde gerçekleşmesi için olağanüstü planlama ve uygulama önemlidir. Entegrasyona ancak birleştirilecek şirketlerin süreç ve sorunlarının haritası çıkarıldıktan sonra ulaşılabilir (‘‘A Practical Guide’’, 2009, s. 2). Şirketler çeşitli nedenlerle satın alınmaktadır. Birleşme ve satın alma, şirketlere stratejik hedeflerine kısa bir yol gibi sunulmuş olsa da sürecin maliyetleri birleşme aşamasından önce göz önünde bulundurulmalıdır (Moskovicz, 2018, s. 304). Bir birleşmenin gerçekleşmesinin ardındaki anahtar, iki şirket toplamının üzerinde hissedar değeri yaratabilmektir. Nihai amaç, satın alınan şirketi kısa bir süreden sonra parça parça satmak olsa dahi, satın alan şirkete fayda sağlamak veya ticari risklerini azaltmak için birleşme yoluna gidilebilmektedir (Moskovicz, 2018, s. 304).

Stratejik olarak gerçekleştirilen, rekabet üstünlüğünün ve hissedar kazançlarının artırılmasının amaçlandığı birleşmelerde, bütünleşme sürecinin iyi şekilde yönetilmesi önemlidir. Bununla birlikte bir araya gelen şirketlerin faaliyetlerinin ve yönetiminin tek bir elde toplanıp iyi yönetilebilmesi şirketin

performansını olumlu yönde etkileyecektir (Aslan, 2018, s. 50). Birleşme öncesi tasarlanan strateji, bir şirketin öncelikle kendi rakiplerini, pazarda var olan statüsünü, üst yönetimin hedefini ve şirketin vizyonunu, aynı şekilde güçlü ve zayıf yönlerini ayrıntılı bir şekilde incelemesi ile başlamaktadır. Bu inceleme sonucunda, mevcut şirketlerde artan büyüme, karlılık, pazara nüfuz etme, yeni alanlara çeşitlendirme ve benzeri istekler için bir yön tanımlamaktadır (Marks ve Mirvis, 2001, s. 82). Şirketler bu stratejilerini birleşme yoluna giderek gerçekleştirmek istediklerinde bu ön araştırma ve belirlenen strateji birleşme sürecinde şirketin faydasına olacaktır.

Aynı zamanda birleşme birbirinden farklı organizasyon yapılarına ve kurum kültürlerine sahip olan işletmeler arasında gerçekleşebilir. Bu durum entegrasyon ihtiyacının olduğunu göstermektedir. Bu ihtiyaç, her şirketin kendine özgü bir kişiliği veya tarzı olmasından kaynaklanmaktadır. Şirketlerin sahip olduğu ve faaliyetleri boyunca benimsediği kendine özgü karakteristik özellikleri, şirketin yapısını ortaya koymakla birlikte diğer şirketlerden ayırmaktadır. Şirketlerin bu kendilerine özgü tutumları kültürün bir parçası olarak benimsendiği için, doğrudan veya dolaylı olarak şirketin faaliyetlerini, verimliliğini, çalışanların moralini ve işe olan bakış açılarını etkilemektedir (Uçanok vd., 2008, s. 234). Birleşme sonrası iki farklı özelliğe sahip şirketleri tek bir çatı altında toplayabilmek profesyonel ve uzman kişilerce gerçekleştirilebilecek bir eylemdir.

Birleşmeler, finansal ve stratejik seçenekleri çok daha iyi olan yeni organizasyonlarla sonuçlanabilmektedir (“A Practical Guide”, 2009, s. 1). Her birleşmede, iki şirket birleştirilmesinin neden iyi bir iş kararı olduğuna dair kendine özgü sebepleri bulunmaktadır (Moskovicz, 2018, s. 300). Şirketler; küreselleşme, uzun vadeli bir pazarda bulunabilme ve büyüme gibi faktörler önündeki çeşitli engeller tarafından yönlendirilirler ve bu durumda şirket birleşme ve satın almaları şirketlerin gelirlerini hızla artırmaya yarayan değerli bir araç haline gelebilmektedir (“A Practical Guide”, 2009, s. 1).

Bir şirket diğer bir şirketle birleşmeye ya da başka bir şirketi satın almaya karar verdiğinde, bilgi teknolojileri ile organizasyonun ne ölçüde bütünleşeceği de bu bağlamda önemli bir sorudur. Birleşme hedeflerinin uygun bilgi teknolojileri entegrasyon stratejilerine göre yorumlanabilmesi, ilgili sorunların açık bir şekilde

netlik kazanamaması gibi olası durumlarda karmaşık ve zaman alıcı bir süreç olabilmektedir (Wijnhoven vd., 2006, s. 5). Bundan dolayı birleşmenin gerçekleşmesinden önce bu alanda da araştırma yapılması şirketin birleşme sonrası entegrasyon sürecini daha iyi yönetilebilmesini sağlayacaktır.

1.6. Birleşme ve Satın Alma'nın Avantajları ve Dezavantajları

Şirketler, stratejik olarak rekabet avantajı sağlayabilmek, alanında uzman yöneticiler ile çalışabilmek ve prestij kazanabilmek için de birleşme yolunu seçebilirler. Gerçekleştirilen birleşme ile şirketler, yeni pazar alanı bulabilme, ilgili alandaki piyasaya hâkim olabilme avantajı sağlayabilirken; beklenen değerlerin gerçekleşmemesi, çıkar çatışmalarının olması ve kültür çatışması gibi faktörlerde dezavantaj olarak karşılırlarına çıkabilmektedir. Şirketler bu ihtimalleri ve olası riskleri göz önünde bulundurarak birleşme yolunu tercih ederler (Karcıoğlu vd., 2019, s. 989). Birleşme ve satın alma yoluna giden şirketlerin bu süreçten sonra başarılı olmaları hiçbir şekilde garanti edilememektedir. Aksine, birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunan şirketlerin belirtilen amaç ve hedeflerinin gerisinde kaldığı da görülmektedir (Schuler ve Jackson, 2001, s. 239). Çok tercih edilmesine rağmen, çoğu birleşme ve satın almalar finansal başarısızlıkla sonuçlanabilmektedir ve bu durum şirket ilgilileri ve şirketler için istenmeyen sonuçlar doğurmaktadır (Marks ve Mirvis, 2011, s. 161). Bu bağlamda başarısızlıklar finansal ve piyasa faktörleri ile açıklanabilirken, diğer bir kısmı ihmal edilen insan kaynakları konularına ve faaliyetlerine bağlanmaktadır (Schuler ve Jackson, 2001, s. 239). Bundan dolayı şirketlerin birleşme ve satın alma yoluna giderken ön değerlendirmelerini ve olası risklerini iyice irdelemeleri ileriki süreçte avantajlarına olacaktır.

Geçmişte yapılan birleşme ve satın alma kararlarının, ilgili işletmelerin stratejik ve organizasyonel uyumuna dayandığı görülmüştür. Ancak son dönemlerde, entegrasyon stratejisi/bilişim teknolojisinin uyumunun da birleşme ve satın almaların başarısına ya da başarısızlığına katkıda bulunabileceği belirtilmektedir (Hwang, 2004, s. 62).

Gelişen bir dünyada, şirketler mümkün olan en iyi kullanımlara kanalize olmak için çabalamaktadırlar. Birleşme ve satın almalar, üst şirketlere yönelik kontrolü

yeniden tahsis ederek bu sürece yardımcı olmaktadır. Ancak, işlem maliyetleri, bilgi asimetrileri ve temsilcilik çatışmaları gibi sürtüşmeler, verimli kontrol transferlerini engelleyebilmektedir (Rossi ve Volpin, 2004, s. 278). Pek çok birleşmenin başarısını veya başarısızlığını ölçmek için kullanılan ölçütler birbirinden farklı olabilmektedir: örneğin bir şirketin hissedarları için iyi olan, başka bir şirketin çalışanları için kötü olabilmektedir. Ancak, son dönemlerde sayısı artış gösteren yeni birleşen işletmelerde, çalışan davranışında işlevsiz değişiklikler, üretkenlik kaybı, kilit pozisyonlardaki üst düzey yöneticiler arasında yaşanan gerginlikler, kalan yöneticiler arasında liderlik mücadeleleri, insan kaynakları becerilerinde ve işlerde uyumsuzlukların rapor edildiği vurgulanmaktadır (Manzini ve Gridley, 1986, s. 51).

Şirketler piyasada tekel olabilmek için finansal kaynaklara ihtiyaç duymaktadırlar. Büyüyen pazarda bu hedefe en kısa sürede ulaşabilmek her şirket için kolay değildir. Özellikle küçük şirketlerin bu doğrultudaki gereksinimleri karşılayacak finansman bulamaması büyük sorun yaratmaktadır. Küçük ve daha az kar odaklı şirketler, piyasadan çıkma ya da sağlam finansmana sahip şirketlerle birleşme veya o şirketler tarafından satın alınma dışında seçenekleri kalmamaktadır. Birleşme ve satın alma faaliyetleri bu doğrultuda küçük ve daha az kar yapan şirketlerin gelişmekte olan pazarda kalması için bir fırsat olabilmektedir. Birleşme ve satın almalar, şirketlerin yeni potansiyel pazarlara veya yeni bir iş alanına girmesini sağlayan küresel bir iş stratejisi olmaktadır (Malik vd., 2014, s. 521). Ayrıca, şirket birleşmelerinde başarılı ve yaratıcı olabilen şirketler, sadece değer yaratmakla kalmayıp, aynı zamanda birleştirme yönetiminde de temel bir yetkinlik geliştirebilirler. Bu durum ise, birleşmede başarılı olabilen şirketlerin, başarılı olmayan diğer şirketlere göre bir avantaj sağlayabileceğini göstermektedir (Schuler ve Jackson, 2001, s. 241).

Şirket birleşme ve satın almalarında bazı psikolojik nedenlerle ortaya çıkan olumsuzluklar birleşme ve satın almalarda dezavantaj oluşturabilir. Şirket birleşmesinden önce yeterince ön araştırmanın yapılmaması, yöntemin objektif değerlendirme yapamaması ve risk hesaplamalarında dikkatsizlikler olarak sıralanabilir. Birleşmelerde yaşanan bu olumsuz etkenler ve benzer aksaklıkların gerisinde stratejiden yoksun bir yönetimin olduğu görülmektedir. Bu gibi olumsuzlukların yaşamasında da yönetimin sahip olduğu veya maruz kaldığı birçok psikolojik etkenlerin varlığından kaynaklanmaktadır. Bu psikolojik etkenlerden

bazıları, sektörde benzer alanda faaliyet gösteren rakiplerinin birleşme kararı alması ile şirketin geride kalma korkusudur. Geride kalma korkusu ile şirketler plansız ve iyi bir inceleme yapmadan birleşme kararı alabilmektedir. Piyasada gerçekleşen birleşme modellerini kendi şirket profiline uyum sağlamamasına rağmen örnek almak, piyasada yaşanan durgunluğun vermiş olduğu yüksek stres ve sinerji beklentisinin gerçekleşmemesi de psikolojik etkenler arasında sıralanabilmektedir (Sayarı, 2008, s. 20). Bu nedenle birleşme ve satın alma kararı alınmadan önce, ön hazırlık yapılması şirketin geleceği için çok önemlidir. Özellikle bir birleşmenin gerçekleştirilmesi için psikolojik hazırlık, ortakların normal ve beklenen zihniyetleri hakkında farkındalık yaratmak anlamına gelebilir. Hazırlık, her iki taraf şirket yöneticilerinin; alıcı ve satıcının zihniyetleri konusunda uyarır ve ortaklık zihniyetine ulaşılması gereken standart dengeyi sağlamaya çalışır (Marks ve Mirvis, 2001, s. 88).

1.7. Şirketlerde Birleşme ve Satın Alma Taktikleri

Şirketler için belirlenen iş stratejisi sürekliliği olması gereken bir olgudur. Şirketlerin asıl amacı kar olsa da büyümede oldukça önemli bir husustur. Büyüme, stratejik bir seçim olarak içsel büyüme, stratejik ittifaklar ya da birleşme ve satın alma yolu ile gerçekleştirilmektedir (Ceaurescu, 2008, s. 59). Geçmişten bugüne kadar bakıldığında birleşme ve satın alma taktiklerinde; şirketleri düşmanca ele geçirme ve dış büyüme ve endüstri konsolidasyonu gibi birçok çeşitli roller yer almıştır (Ceaurescu, 2008, s. 60).

1.7.1. Anlaşma Yolu ile Birleşme ve Satın Alma

Birleşme ve satın alma kararında şirket üst düzey yönetimleri, birleşme veya satın almanın kendi menfaatlerine uygun olması durumunda ve karşılıklı olarak yarar getireceğine inandıkları durumda görüşmelere başlarlar (Dündar, 2006, s. 79). Şirketler arasında tam mutabakat sağlandığı zaman faaliyete geçilmektedir. Bu gibi durumların söz konusu olduğu zaman satın alınan veya birleşme yoluna giden şirketlerin üst düzey yönetimleri karşılıklı olarak bir beklenti içine girmektedirler. Bu tarz bir birleşme ya da satın alma faaliyetinin şirketlerin kendi lehine fayda getireceğine inandıkları ve bu konuda emin oldukları zaman ilgili şirket yöneticileri ya da temsilcileri görüşmeye başlamaktadırlar (Ayan, 2015, s. 37). Bütün tarafların

finansal ve hukuki danışmanları karşılıklı olarak anlaşarak, yasalara uygun şekilde birleşme veya satın almayı gerçekleştirirler. Bu tarz bir birleşme ve satın almadan daha olumlu ve başarılı sonuçların çıktığı görülmektedir (Dündar, 2006, s. 79).

1.7.2. Tek Taraflı Arzu ile Satın Alma

Tek taraflı arzu ile satın almada satın alan şirket kendi hedeflerini gerçekleştirebilmek için kendi stratejilerine uygun bir hedef şirket belirleyerek harekete geçmektedir. Böyle bir durumla karşılaşan hedef şirket ise, genel olarak bu düşmanca tutuma karşı kendini korumaya çalışmaktadır (Dündar, 2006, s. 80, Şahin, 2011, s. 60).

Satın alan şirket hedef şirketi belirlerken; hedefin hisse senetlerinin, sermaye piyasasında olduğundan düşük fiyatta işlem görmesi, nakit yaratan ve nakit yaratabilecek bir şirket potansiyelinde olması veya finansal durumunun kötü olmasına rağmen yetenekleri açısından gelecek vadede yeniden yapılandırılmaya müsait bir şirket olmasına dikkat etmektedir. Şirketin tek taraflı satın almayı gerçekleştirebilmesi için; hedefin sermaye piyasasında işlem gören hisselerini planlı bir şekilde, piyasa fiyatından satın alarak toplamaktadır veya hedefin bütün ya da belli bir miktar hisse senetlerini, satın almak için sermaye piyasası oyuncularına satın alma teklifinde bulunmaktadır. Verilen teklif fiyatı, çoğu zaman piyasada oluşmuş fiyattan daha yüksek bir fiyat olmaktadır. Bu durumda tehdit altında bulunan hedef şirket karşı atağa geçerek kendini korumaya çalışmaktadır (Dündar, 2006, s. 80).

Hedef şirketin, kendini koruma taktikleri ise; işletme ana sözleşmesine daha önceden ilave edilecek bir anlaşma maddesidir. Birleşme ya da satın almaların genel kurulda onaylanması durumunda, ortalamanın üstünde bir çoğunluk sağlanması gerektiğidir. Diğer bir koruma taktiği ise, yine ana sözleşmeye eklenecek bir madde ile şirketin sahip olduğu hisselerin %15'inden fazlası bir grup tarafından satın alınmasında yapılacak eylemdir. Bu durumda, %15'lik hisseyi alan grup dışında diğer pay sahiplerine uygun bir fiyattan ek hisse satın almasına hak tanınmasıdır. Böylelikle uygun fiyattan elde edilen ek hisseler ile sermaye arttırılabilmekte ve şirketin yönetimi satın almak isteyen şirketin ulaşamayacağı bir seviyeye taşınmaktadır (Dündar, 2006, s. 81).

1.7.3. Borçlanarak Satın Alma

Borçlanarak satın alma genel olarak büyük şirketlerin satın alma işlemlerinde ödenecek miktarların çok daha fazla olması durumunda, şirketlerin borçlanma yoluna gitmesidir. Ancak bu yöntem tercih edilirken satın alma işlemi bir yatırım projesi özelliğine dönüşebilmektedir. Çünkü satın almayı gerçekleştirmek için şirket fon sağlamaya çalışmaktadır. Satın alan işletme sağlamış olduğu borç sermayesi ile hedef şirketin hisse senetlerini satın alarak sahip olur ve genellikle satın aldığı hedef şirketi sermaye piyasasından çıkararak özelleştirir (Ülgen ve Mirze, 2004, s. 323'den alıntılanan Genç, 2012, s. 8).

1.7.4. Şirket Ele Geçirmeleri

Şirketler arası birleşmelerde tarafların karşılıklı anlaşması ve arzusu dışında da birleşme gerçekleşebilmektedir. Hedef şirket yönetimin ele geçirilmesine karşı çıkabilir. Ele geçirme, bir şirketin başka bir şirket yönetiminin veya hisse ortaklarının arzusu dışında, hisse senetlerini satın alınmasıdır. Böylece hedef şirketin isteği dışında şirket üzerinde denetim ve sahiplik elde edilmektedir (Dağlı ve Ayaydın, 2012, s. 1). Hedef şirket birleşme düşüncesinde değilken, şirketin kaybedilme korkusu ile karşı karşıya kalmaktadır. Karşı şirket ise ısrarcı konumdadır. Bu tür birleşme aynı zamanda düşmanca ele geçirme olarak da bilinmektedir. Şirketler ele geçirmek için birçok taktik uygulamaktadırlar. Şirketlerin düşmanca ele geçirme taktikleri ve bu taktikler için hedef şirketlerce alınan önlemler aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

1.7.4.1. Zehirli Haplar

Zehir haplar şirketin hisse sahiplerine, ek hisselerle sahip olma imkânı vermek için kullanılan yöntemdir. Hedef şirketin hisse sahiplerine, hedef şirketin veya alıcı şirketin hisselerini çok büyük indirimle alma imkânı tanımaktadır. Böylelikle hedef ve alıcı şirketin hisse senedi sayısı çoğaltılmaktadır. Hedef şirketin hisse sahipleri için bu durum maliyeti azaltıcı etki oluştururken, alıcı şirketler için bu faaliyet maliyeti arttırabilmektedir (Sudarsanam, 2000, s. 137). Düşman teklif sahibi bir şirketin hedef şirketin hisselerinin belirli bir yüzdesinden fazlasını satın alması durumunda, zehir hapi tetiklenmektedir (Valesco, 2002, s. 382).

1.7.4.2. Altın Paraşüt

Altın paraşüt, şirket bir 'kontrol değişikliği' ne uğradığı zaman yöneticiye özel ödeme sağlayan mevcut yönetici iş sözleşmelerine eklenen maddedir (Lambert ve Larcker, 1985, s. 179). Hedef şirketlerin kendilerini korumak için en çok tercih ettikleri yöntem altın paraşüt yöntemidir. Altın paraşüt yöntemi ile hedef şirket başka bir şirket tarafından düşmanca ele geçirilirse, hedef şirket çalışanlarının işsizlik sorunu yaşamaması ya da en az zararla bu süreci atlatması sağlanmaktadır. Bu madde içeriğinde satın alma işleminin gerçekleşmesi dahilinde işten çıkarılacak olan çalışanlara sözleşme kapsamında yer alan ödemenin yapılacağı taahhüt edilmektedir (Öztürk, 2008, s. 93). Ancak bu durum satın alacak olan şirket için hedef şirketin maliyetini arttırıcı bir unsur olarak görülmektedir. Şirket için maliyet artacağından ve doğal olarak faaliyetteki karı azaltacağından hedef şirketi ele geçirme fikri caydırıcı olabilecektir.

1.7.4.3. Pac-Man Taktiği

Pac-Man taktiği adını, 1980 yıllarında ABD’de popüler olan bir oyundan almaktadır. Oyun, yakalamaya çalışılan nesnenin bir süre sonra kendisini yemesi şeklinde gerçekleşmektedir (Aslan, 2018, s. 53). Pac-Man taktiği bir alıcı şirketin hedef şirketi ele geçirmeye çalışırken, hedef şirketinde kendisini savunmak için alıcı şirketi ele geçirmeye çalışmasıdır. Bu taktiğin nadir uygulandığı görülmektedir. Aynı zamanda, hedef şirketin başarılı olabilmesi için alıcı şirketten daha güçlü konumda olması gerekmektedir (Uzun, 2010, s. 52).

1.7.4.4. Durdurma Anlaşması

Hedef şirket ile alıcı şirket arasında imzalanan ve belirli bir zaman aralığını kapsayan anlaşmalara durdurma anlaşması denilmektedir. Anlaşma, alıcı şirketin hedef şirketteki varlığını arttırmaması için yapılmaktadır. Bu anlaşmanın söz konusu olması için alıcı şirketin elinde hedef şirketin hisselerinden tehdit unsuru olacak miktarda bulunuyor olması gerekmektedir. Durdurma anlaşması, alıcı şirketin elinde bulundurmuş olduğu hisseleri satmak istediğinde başka bir alıcı şirketin eline geçmemesi için hedef şirketle, hedef şirketin bu durumu reddetme hakkı tanıyan

anlaşma ile birlikte gerçekleştirilir. Bir başka yolla yapılan durdurma anlaşması ise alıcı şirketin hedef şirket hisselerini belirli bir oran üzerinde elde tutmayacağını içeren anlaşmalardır (Öztürk, 2008, s. 94).

1.7.4.5. Beyaz Şövalye

Beyaz şövalye yönteminde hedef şirket aktif rol oynamaktadır. Hedef şirket kendisini düşmanca ele geçirmek isteyen şirkete karşı kendi istediği başka bir aday şirket arasında rekabet zeminini oluşturmaktadır. Hedef şirket düşmanca ele geçirilmek istendiği anda başka bir şirketle birleşme için ortak arama yoluna gitmektedirler. Hedef şirketin birleşme için uygun gördüğü şirket, uygun şartlar önererek hedef şirketin ya tamamını ya da belirli bir kısmını satın almak ister. Ancak bu durumda hedef şirket birleşmeye engel olamayacağını anladığında kendisine daha uygun başka bir şirketle birleşme için davet gönderir. Her iki koşulda da birleşme gerçekleşeceği için bu yöntem hedef şirketin şansı kalmadığı zaman son çare yöntem olarak uygulanmaktadır (Arı, 2010, s. 59).

1.7.4.6. Köpek Balığı Kovucu

Köpek balığı kovucu taktiği, hedef şirketlerin düşmanca ele geçirilme durumlarına karşı aldıkları önlemlerdir. Bu önlemlere genel bir ifade ile köpek balığı kovucu denilmektedir. Bu önlemler hedef şirketlerin sözleşmelerinde yer verdikleri veya yapacakları değişiklik maddelerini içermektedir. Bu maddeler düşmanca ele geçirme karşısında aktif hale gelecektir. Aktif hale gelen sözleşme maddeleri ile amaçlanan ise, hedef şirketin artık alıcı şirketler tarafından eskisi kadar cazip gelmemesidir (Aslan, 2018, s. 56).

1.7.4.7. Yeşil Mektup

Yeşil mektup, bir şirketin belirli bir miktarda hissesini piyasadan toplayarak o şirkette sahiplik oranını arttıran hissedara, şirketin o hisseleri için daha yüksek fiyat teklifi vererek geri almasıdır. Burada şirketin amacı düşmanca ele geçirme tehdidine son vermek istemesidir (Weston vd., 2014, s. 491). Ancak hedef konumunda olan şirket sahiplik oranını arttıran hissedarlara ödemeyi gerçekleştirdiğinde şirketin hisse

senedi fiyatlarının düşmesi beklenmektedir. Bu durum alıcı şirket için caydırıcı bir yöntem olsa da hedef şirket için pahalı bir yöntemdir.

1.7.4.8. En Değerli Taşı Bloke Etme

Şirketler düşmanca ele geçirme ile karşı karşıya kaldıklarında ellerinde bulunan bazı değerli varlıklarını önceden anlaşılmış oldukları bir şirkete satabilmektedirler. Hedef şirket kendisini değerli kılan bu varlıklarını “değerli taş” olarak tanımlamaktadır. Şirket elinde bulunan bu değerli varlıkları gizlice elden çıkararak, alıcı şirket gözünde cazip görülmekten çıkabilir. Böylelikle şirketi düşmanca ele geçirmek isteyen alıcı şirket bu fikrinden vazgeçebilmektedir (Ross vd., 2005, Aslan, 2018, s. 55).

1.7.4.9. Hisse Senetlerini Belirli Bir Prim ile Geri Alma

Hedef şirket düşmanca ele geçirme tehdidi ile karşı karşıya kaldığında, başvurduğu yöntemlerden biri ise hisse senetlerini belirli bir prim karşılığında geri alma yöntemidir.

Bu yöntemde hedef şirket piyasada kendi şirketinin hisselerine sahip yatırımcılara teklif sunarak kendi şirketinin hisselerini geri almaktadır. Ancak hedef şirketin bu yaklaşımı alıcı şirket için maliyetleri artırmaktadır ve hedef şirketi ele geçirmek için daha yüksek miktarda teklif yapması gerekir. Aynı zamanda bu yöntem bazen hedef şirket için ekstra maliyet unsuru olmaktadır ve hedef şirket bu ödemeleri borçlanarak gerçekleştirebilmektedir. Borçlanarak gerçekleştirdiği için şirketin borç oranının yükselmesine sebep olur ve bu durum da alıcı şirket için caydırıcı bir unsurdur (Uzun, 2010, s. 519).

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA ve TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARI

1990'lı yılların sonunda birleşme ve satın alma faaliyetleri, dünyanın birçok bölgesinde oldukça popüler hale gelmiştir. Geçmişten bugüne bakıldığında dünyada birleşme ve satın almaların ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği görülmektedir. Bu bölümde dünyada birleşme ve satın alma dalgaları ve bunun beraberinde dünyanın farklı bölgelerinde gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri hakkında bilgiler verilmiştir.

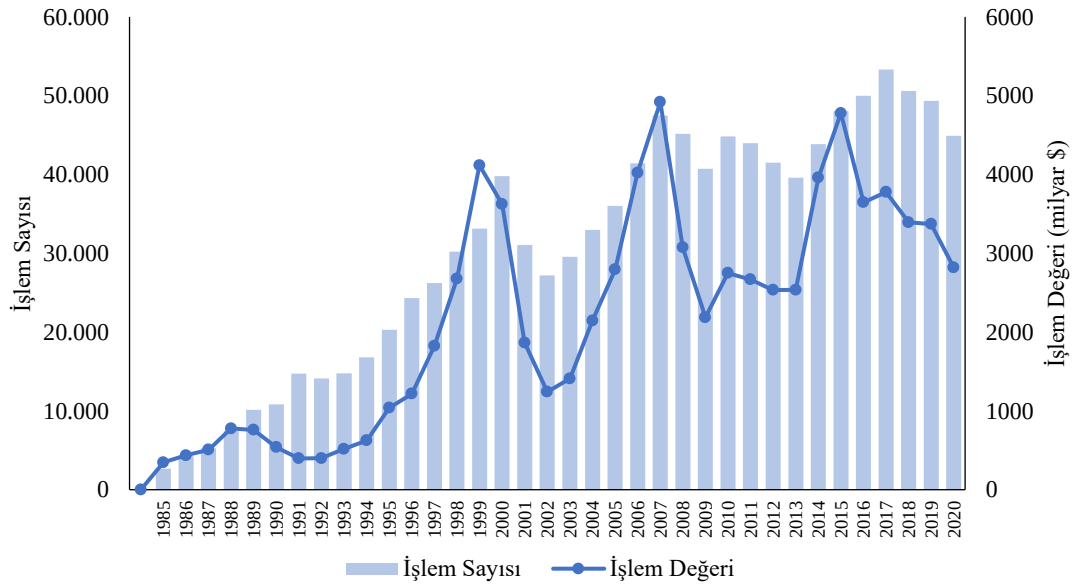
2.1. Dünyada Birleşme ve Satın Almalar

Dünya ekonomilerinde ortaya çıkan değişimlerin nedenleri arasında küreselleşme ve rekabet koşulları yer almaktadır (Orhan ve Ağırman, 2015, s. 294). Özellikle günümüzde teknolojik alandaki gelişmelerle birlikte şirketleri birleşmeye iten bazı unsurlar bulunmaktadır (Karcıoğlu vd., 2019, s. 989). Uluslararası ve ulusal pazarlarda rakipler arasında sürdürülebilir rekabeti sağlayabilmek, yeni teknoloji ve pazarlara erişebilmek ve aynı zamanda maliyetleri en aza indirerek karlılığı artırmak için birleşme ve satın alma faaliyetleri ön plana çıkmaktadır (Orhan ve Ağırman, 2015, s. 294). Aynı zamanda şirketler, uluslararası pazarlarda küresel ürünleri geliştirme, araştırma, üretme ve dağıtma kabiliyetleri sayesinde radikal maliyet tasarrufları sağlayarak ölçek ekonomilerine ulaşabilmektedirler. Üretilen ürünlerdeki birim başına azalan maliyetler bilgi ve ileri teknolojilerin akıllıca kullanılmasıyla tamamlanabilmektedir. Bu durum şirketler için artan karlılık ile sonuçlanmaktadır (Park ve Robert, 2010, s. 2). Şirketler çoğu zaman bu amaçlarını gerçekleştirebilmek için birleşme ve satın alma yoluna gitmektedirler. Amerika'da 1800'lerden itibaren birleşme faaliyetleri dikkat çekici şekilde ivme kazanırken; 1890'lı yılların sonundan 1900'ların ilk yıllarına kadar ilk birleşme dalgası yaşanmıştır. Birleşme ve satın alma olgusu, özellikle 1990'ların sonunda ABD'de ve dünyanın diğer bölgelerinde çok popüler hale gelmiştir (Zahid ve Shah, 2011, s. 44). Dünyada gerçekleşen birleşme ve satın almaların tarihsel gelişimine bakıldığında ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği

görülmektedir. Özellikle 1960'lı yıllardan itibaren Avrupa (İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda gibi), ABD, Kanada, Japonya ve Avusturya'da gerçekleşen birleşme ve satın almalar yaklaşık olarak aynı dönemlerde gerçekleşmekte ve bir dalga özelliği taşıdığı istatistiki verilerle doğrulanmaktadır (Uşen, 2001, s. 8).

Dünya ekonomisi 1997 yılında %3,4, 1998 yılında ise sadece %1,8 büyümüştür. Bu durum 1982 yılından 1998 yılına kadarki en düşük büyüme oranını temsil etmektedir. Japonya'daki durgunlukla birlikte yeni sanayileşen Asya'daki çeşitli ülkelerde ve Rusya'da yaşanan ekonomik ve mali kriz bunun temel nedenleri olmuştur. Güney Amerika'da ise, başta Brezilya olmak üzere, iş koşulları da gözle görülür bir biçimde istikrarsız hale gelmiştir. ABD ekonomisi, 1997'de yaşandığı gibi, tüketicilerin güçlü harcamaları ve yatırım faaliyetleri ile desteklenerek %3,9 büyümüştür. Batı Avrupa'da ise ekonomik performans %2,8 artış göstermiştir. ("Merger of Growth", 1998, s. 18). Bu gelişmeler birleşme ve satın alma faaliyetlerinde işlem değerine pozitif yansiyarak artış göstermesini sağlamıştır.

Dünyada 1800'lü yıllardan itibaren birleşme ve satın alma işlemlerinde artış görülmeye başlanmıştır. Grafik 2.1'de ise dünyada 1985 yılından itibaren gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem sayısı ve değerleri gösterilmektedir.



Grafik 2.1. Dünyada Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Grafik 2.1’de dünyada birleşme ve satın alma hareketliliğinin 1985 yılından itibaren son 35 yıllık verileri verilmiştir. Grafik 2.1’de verilen bilgilere göre işlem değeri ilk kez 1999 yılında en yüksek seviyesini görmüştür. 1999 yılında ise dünya çapında en büyük birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Vodafone AirTouch PLS şirketi Mannesmann AG şirketini 202.78513 milyar dolara satın almıştır. Bu satın alma işlemi, dünyada en büyük satın alma ve birleşme işlem değeri bakımından birinci sırada yer almaktadır (Tablo 2.1). Aynı zamanda dünya çapında en büyük 50 şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden gerçekleşen 6 işlem 1999 yılı içerisinde gerçekleşmiştir. 2007 yılında ise birleşme ve satın alma işlem sayısı ve değeri tekrar yükselişe geçmiştir. Dünyada 4., 6. ve 43. en büyük işlem değerine sahip satın almalar gerçekleşmiştir. Spin out şirketi Philip Morris Intl Inc’i 107 milyar dolara satın alırken; RFS Holding BV şirketi ABN- AMRO Holding NV’ yi yaklaşık 98 milyar dolara; Shareholders ise Kraft Foods Inc’i, yaklaşık 51 milyar dolara satın almıştır.

2007 yılının ardından birleşme ve satın alma işlem değeri ise 2015 yılında tekrar yükselişe geçmiştir. Yine bu dönemde en büyük işlem değerli 50 şirket arasında 5 şirket bulunmaktadır (Tablo 2.1).

Tablo 2.1. Dünya Çapında En Büyük Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Sıra	Yıl	Alıcı Adı	Hedef Adı	Değer (milyar \$)
1	1999	Vodafone AirTouch PLC	Mannesmann AG	202,7
2	2000	America Online Inc	Time Warner	164,7
3	2013	Verizon Communications Inc	Verizon Wireless Inc	130,2
4	2007	Spin out	Philip Morris Intl Inc	107,6
5	2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	101,4
6	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98,1
7	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,5
8	2017	Walt Disney Co	21st Century Fox Inc	84,1
9	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	79,4
10	2019	Bristol-Myers Squibb Co	Celgene Corp	79,3
11	1998	Exxon Corp	Mobil Corp	78,9
12	2000	Glaxo Wellcome PLC	SmithKline Beecham PLC	75,9
13	2004	Royal Dutch Petroleum Co	Shell Transport & Trading Co	74,5
14	2006	AT&T Inc	BellSouth Corp	72,6
15	1998	Travelers Group Inc	Citicorp	72,5
16	2001	Comcast Corp	AT&T Broadband & Internet Svcs	72,0
17	2018	Cigna Corp	Express Scripts Holding Co	69,7
18	2015	Royal Dutch Shell PLC	BG Group PLC	69,4
19	2014	Actavis PLC	Allergan Inc	68,4
20	2017	CVS Health Corp	Aetna Inc	67,8
21	2009	Pfizer Inc	Wyeth	67,2
22	2015	Dell Inc	EMC Corp	65,9
23	1998	SBC Communications Inc	Ameritech Corp	62,5
24	2015	The Dow Chemical Co	DuPont	62,1
25	1998	NationsBank Corp,Charlotte,NC	BankAmerica Corp	61,6

Tablo 2.1 Devamı. Dünya Çapında En Büyük Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

Sıra	Yıl	Alıcı Adı	Hedef Adı	Değer (milyar \$)
26	2006	Gaz de France SA	Suez SA	60,8
27	1999	Vodafone Group PLC	AirTouch Communications Inc	60,2
28	2004	Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	60,2
29	2018	Takeda Pharmaceutical Co Ltd	Shire PLC	60,1
30	2000	Shareholders	Nortel Networks Corp	59,9
31	2002	Pfizer Inc	Pharmacia Corp	59,5
32	2010	Preferred Shareholders	American International Group	58,9
33	2004	JPMorgan Chase & Co	Bank One Corp,Chicago,IL	58,6
34	2016	Bayer AG	Monsanto Co	56,5
35	1999	Qwest Commun Intl Inc	US WEST Inc	56,3
36	2015	Charter Communications Inc	Time Warner Cable Inc	55,6
37	2011	Shareholders	Abbott Laboratories-Research	55,5
38	2009	Vehicle Acq Holdings LLC	General Motors-Cert Assets	55,2
39	2005	Procter & Gamble Co	Gillette Co	54,9
40	1998	AT&T Corp	Tele-Communications Inc	53,5
41	1998	Bell Atlantic Corp	GTE Corp	53,4
42	2008	InBev NV	Anheuser-Busch Cos Inc	52,1
43	2007	Shareholders	Kraft Foods Inc	51,0
44	1999	Total Fina SA	Elf Aquitaine	50,0
45	1999	AT&T Corp	MediaOne Group Inc	49,2
46	2003	Bank of America Corp	FleetBoston Financial Corp,MA	49,2
47	2014	Shareholders	Paypal Holdings Inc	49,1
48	2016	British American Tobacco PLC	Reynolds American Inc	49,0
49	2008	Bank of America Corp	Merrill Lynch & Co Inc	48,7
50	1998	British Petroleum Co PLC	Amoco Corp	48,1

Kaynak: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (2021)

Tablo 2.1’de dünya çapında en büyük 50 birleşme ve satın alma işleminin bilgileri verilmiştir. Dünyanın en iyi 10 işlemi arasında Walt Disney Co’nun 21st Century Fox Inc’yi yaklaşık 84 milyar dolara satın alma işlemi bulunmaktadır. Bu işlem 2017 yılında gerçekleşerek en büyük birleşme ve satın alma işlemleri arasında 8. sırada yer almıştır (<https://imaa-institute.org>).

Son dönemlerde birleşme ve satın alma işlemlerine genel olarak bakıldığında COVID-19 pandemisi başta ekonomi olmak üzere dünyada etkisini yoğun olarak göstermiştir. 2020 yılının kış döneminde Çin’de ortaya çıkan COVID-19 salgını, 2020 bahar döneminde tüm dünyaya yayılarak küresel salgın ilan edilmiştir. COVID-19 salgını global ve ulusal boyutta ekonomi başta olmak üzere birçok alanı etkileyerek 2020 yılında dünyanın ana konusu olmuştur. Pandemi dönemindeki belirsizliklerle birlikte birçok sınırlamalar getirilmiştir. Bu belirsizliklerin beraberinde ABD başkanlık seçimleri, ABD ve Hong Kong önde olmak üzere farklı ülkelerde gerçekleşen birçok sivil protesto ve eylemler, Batı Asya bölgesinde yaşanan çatışmalar ve İngiltere’nin AB’den çıkma sürecine yönelik belirsizlikler 2020 yılındaki diğer ekonomik ve siyasi konular olmuştur. Dünyadaki birleşme ve satın alma işlemlerinin de genel görünümüne bakıldığında yaşanan bu olumsuz gelişmelerle birlikte düşüşler

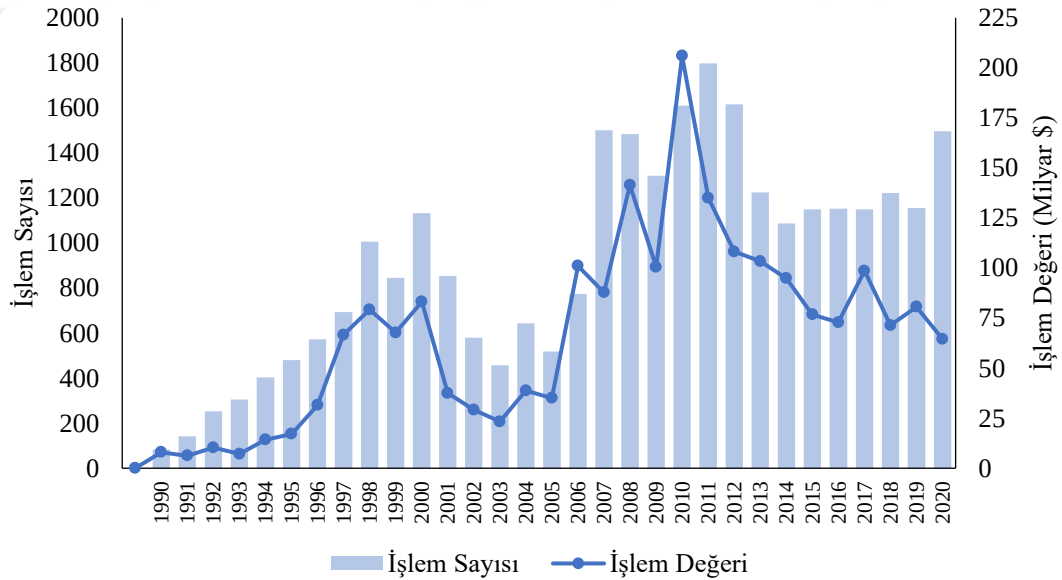
yaşanmıştır. Grafik 2.1’de de görüldüğü üzere 2020 yılında birleşme ve satın almalarda azalış yaşanmıştır. Pandemi sürecinin etkisi ile 2020 yılında küresel birleşme ve satın alma işlem değeri bir önceki yıla göre azalış göstererek 3,6 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir (KPMG, 2020, s. 6).

2.2. Amerika Birleşik Devletleri’nde Birleşme ve Satın Almalar

Birleşme ve satın alma faaliyetleri, gerçekleştikleri ülkelere özel bir dizi faktörden etkilenmektedirler. Birleşme ve satın alma üzerinde doğrudan etkisi olan tipik bölgesel faktörler şunları içermektedir; şirketler hukuku, iş hukuku, topluluk hukuku, düzenlemeler ve düzenleyici yetkiler, topluluk uygulama kuralları ve standartları, özel ve yerleşik uygulamalar; korumacılık ve benzeridir. Birçok Avrupa ülkesinde ve ABD’de, belirli bir pazardaki genel rekabet düzeyi üzerinde önemli etkiye sahip olabileceği düşünülen birleşme ve satın almalar üzerinde hükümet kontrolleri bulunmaktadır. Bu, özellikle birleşme veya satın almanın yeni şirkete belirli bir sektördeki fiyatları değiştirme veya sabitleme olanağı verdiği durumlarda geçerlidir (Roberts vd., 2016, s. 1/2).

ABD’de birleşme ve satın almalar alanında ilk düzenleme Clayton Yasası (1914)’dır. Bu yasa ile birlikte rekabet koşullarına zarar verir nitelikteki birleşme ve satın almalar Sherman Yasası (1890) dahilinde denetim altına alınmıştır. Sherman Yasasında geçen maddelerce ticareti sınırlayıcı her türlü eylem yasaklanmıştır. Böylece başta tekelleşme yoluna gidilmesinin önü kesilmiştir (Ruşçuk, 2002, s.129). Clayton Yasası ile bir şirketin varlıklarının satın alınması engellenmemiştir, yalnızca şirketlerden hisse senetleri satın alınması engellenmiştir. Bu da Clayton yasasında önemli bir boşluk olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelerin beraberinde, 1950 yılında ABD Kongresi, Clayton Yasası’nda yer alan boşluğu güçlendiren Celler-Kefauver Yasası’nı kabul etmiştir (Cordeiro, 2014, s. 4). Celler-Kefauver yasası ile malvarlığı satın almaları da yasaklanmıştır (Ruşçuk, 2002, s.129). Kabul edilen yeni yasa ile daha katı kurallar hâkim olmuştur. ABD hükümeti, daha güçlü bir antitröst duruşu benimsemiştir (Cordeiro, 2014, s. 4). ABD tarihinde yer alan bu düzenlemeler ve yasalar belli bir tarih aralığındaki birleşme ve satın alma akımlarına karşılık olmuştur. Uygulanan bu yasalar birleşme ve satın almalara bir önlem niteliğindedir (Ruşçuk, 2002, s.129).

Grafik 2.2'ye bakıldığında ise Güney Amerika'da 2020 yılına kadar gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem sayısı ve değerleri gösterilmektedir. Grafikte işlem değerinde gözle görülür artış ilk kez 1997 yılında gerçekleşmiştir. Dünya ekonomisi 1997'de %3,4 büyürken, 1998'de sadece %1,8 büyümüştür. Bu büyüme oranı, 1982'den bu yana en düşük büyüme oranını temsil etmektedir. O dönemlerde Japonya'da yaşanan durgunluk ve Asya'da ve Rusya'da yeni sanayileşen çeşitli ülkelerdeki ekonomik ve mali kriz bunun temel nedenlerinden biri olmuştur. Güney Amerika'da da özellikle Brezilya'da, iş koşulları da gözle görülür şekilde istikrarsız hale gelmiştir (www.daimler.com, s.18). Yaşanan bu gelişmeler, bölgedeki birleşme ve satın alma sayı ve işlem değerlerini etkilemiştir.

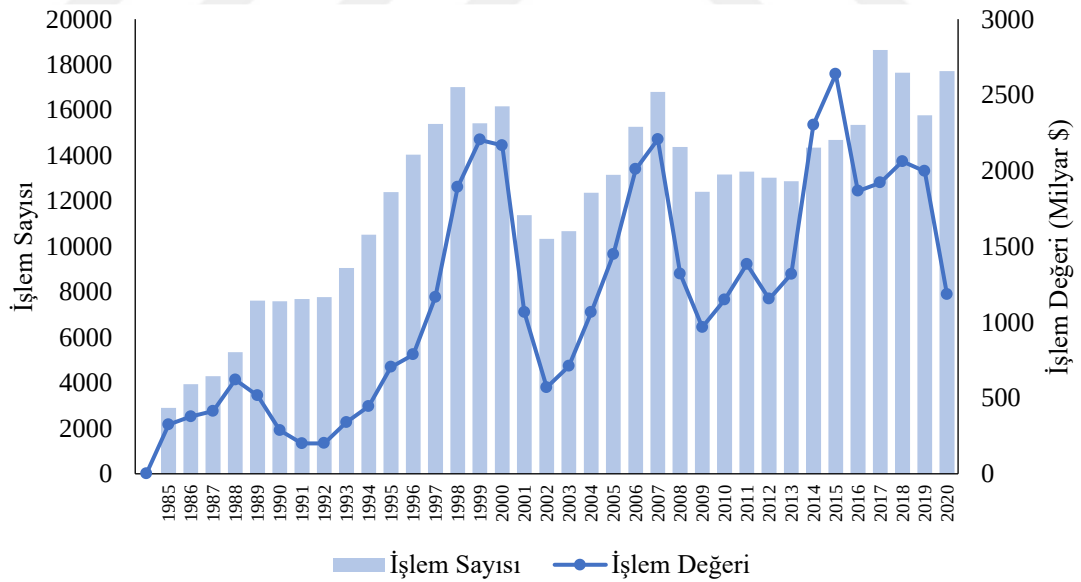


Grafik 2.2. Güney Amerika'da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Güney Amerika bölgesinde birleşme ve satın alma faaliyetleri özellikle 2007 yılından sonra hızlı bir ivme kazanmıştır. Yoğun olarak Küresel Kriz Dönemi 2007-2012'yi kapsayan bir hareketlilik gözlemlenmektedir. Bunun nedenine genel bir yorum yapılacak olursa; ekonomik krizler boyunca gözlemlenen olgu, ekonomik ve finansal krizlerin şirket birleşme ve satın almaları üzerinde arttırıcı bir etki bırakmasıdır. Ekonominin sallantılı bir döneme girmesi ile sermaye birikimi düşük olan ülkeler ya da mikro düzeyde ele alınacak olursa şirketlerin finansal alanlarında problemler yaratacaktır. Böylece zor duruma düşen şirketlerin büyüme stratejisi takip eden geniş hacimli şirketlerle birleşme yoluna gitmeleri beklenmektedir (Özdemir ve

Keten, 2010, s. 119). Bundan dolayı kriz dönemi sonrası, şirket birleşmelerinde bir artış yaşanması söz konusu olabilmektedir. Kriz dönemlerinde gerçekleşen birleşme ve satın alma sayılarında azalmalar görülmektedir. Ancak bu azalışlar uzun vadeli olmayıp ve genel olarak 2-3 yıllık düşüşler şeklinde görülmektedir. Ardından çabuk toparlanarak tekrar artış gösterebilmektedir. Hatta bu artışlar ani ve ciddi boyutlarda da gerçekleşebilmektedir (Şahin, 2016, s. 252).

Güney Amerika'da 2013 yılında keskin bir düşüş yaşanmasıyla birlikte 2016 yılına kadar işlem değerlerinde azalmalar yaşanmıştır. Bunun başlıca sebeplerinden biri olarak 2013 yılında yavaşlayan Brezilya ekonomisi gösterilmektedir. Özellikle 2014 yılında Brezilya ekonomisi büyük çöküş yaşamış ve Reel GSYH 2014'ün ilk çeyreğinden 2016 yılı ikinci çeyrek döneme kadar %7,2 düşüş yaşamıştır (Akrur, 2016). Bu durumun gelecek dönemlerde bölgedeki birleşme ve satın almaları olumsuz etkileyebileceği öngörülmüştür. Ancak Brezilya'daki güçlü toparlanma, bölgenin toparlanmasındaki ana itici güç olmuştur. Ortalama olarak, Güney Amerika'daki toplam anlaşmaların yaklaşık %50'den fazlası Brezilya'da gerçekleşmiştir (www.ydd.org.tr, 2015, s. 72).



Grafik 2.3. Kuzey Amerika'da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Grafik 2.3'e bakıldığında Kuzey Amerika'da gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem sayıları ve değerleri görülmektedir. Birleşme ve satın almalar, dünya

genelinde her yerde tercih edilen popüler bir strateji haline gelmiştir. Bu popüler strateji özellikle Kuzey Amerika'da yaygın olarak faaliyet göstermektedir. Kuzey Amerika'nın yanında, dünyanın diğer bölgelerinde bu işlemlerin hem sayısı hem de değeri bakımından çarpıcı bir biçimde artan büyüme oranları görülmektedir (Hitt ve Pisano, 2004, s. 45).

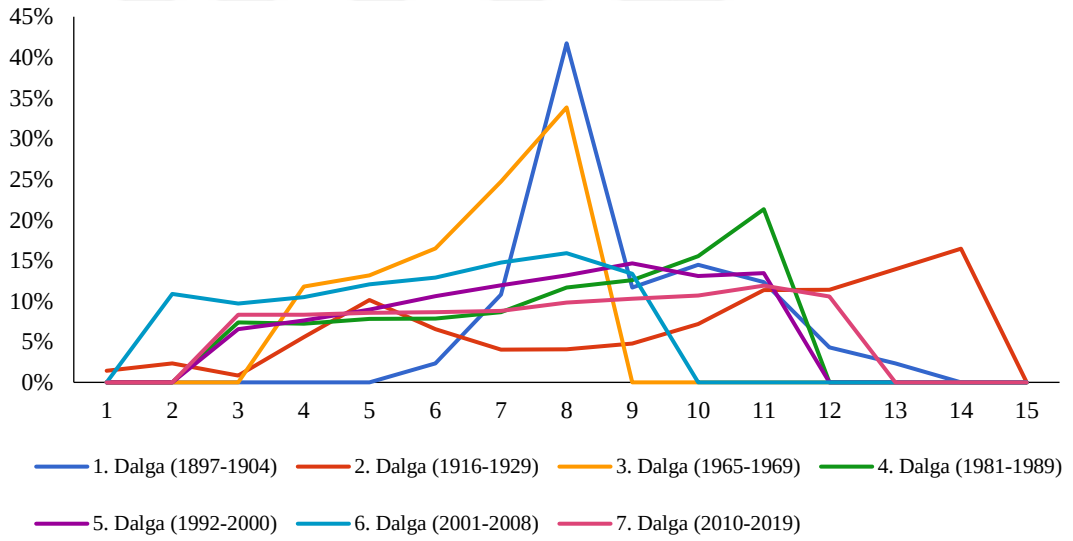
Kuzey Amerika servetindeki en yüksek artış, yaklaşık 692 milyar dolar büyüyerek 1999 yılında gerçekleşmiştir. En yüksek düşüş ise 2009'da 514 milyar dolar ile yaşanmıştır ("GDP of North America", 2021). Gerçekleşen bu durumla birlikte Grafik 2.3'te görüldüğü üzere aynı dönemlerde; 1999 yılında birleşme ve satın alma işlem değeri en yüksek seviyelerinden biri görülürken; 2009 yılında en düşük işlem değeri seviyelerinden birini görmüştür.

Amerika birleşme ve satın alma faaliyeti hem şirketlerden hem de özel sermaye şirketlerinden gelen anlaşmalara yönelik bastırılmış talebi yansıtarak 2013'ten itibaren toparlanmaya başlamıştır. Birleşme ve satın alma faaliyeti, 2012'de Avrupa pazarlarındaki ve gelişmekte olan kilit pazarlardaki ekonomik sıkıntıların beraberinde ABD'deki sağlık hizmetleri ve diğer düzenleyici ve yasal konulardaki belirsizlik nedeniyle durgun bir döneme girmiştir. Ancak, 2014'ün ilk çeyreğinde ABD birleşme ve satın alma faaliyetleri tekrar artış göstermeye başlamıştır ("Deloitte M&A Trends", 2014, s. 4). Yavaşlayan 2010-2013 döneminden sonra ABD ekonomisi 2014 yılında ivme kazanarak güçlü bir ekonomik büyüme göstermiştir. İyi performans gösteren hisse senedi ve kredi piyasaları, artan tüketici güveni, düşük borçlanma maliyetleri ve şirketlerin yüksek nakit rezervleri, ABD'deki birleşme ve satın alma faaliyetlerini olumlu etkilemiştir (www.ydd.org.tr, 2015, s. 64). Özellikle Kuzey Amerika'da bu gelişmelere paralel olarak Grafik 2.3.'te görüleceği üzere 2014 ve 2015 yıllarında birleşme ve satın alma işlem sayısı ve işlem değerlerinde artış yaşanmıştır.

Tarihsel olarak belirli itici güçler veya güdüler farklı dönem birleşme ve satın alma dalgalarında baskın olma eğiliminde olmuştur ve benzersiz dinamiklere ve sonuçlara yol açmıştır (Junni ve Teerikangas, 2019, s. 4). Birleşme ve satın almalarda meydana gelen dalga olgusu kurumsal finansmanın ana konularından biridir. Bir dalga, belirli bir zaman dilimi içinde yoğunlaşan operasyon sayısındaki ani ve hızlı bir artıştan oluşmaktadır. Ekonomik tarih, küresel boyutta makro satın alma dalgaları ile

belirlenmiştir (İbrahimi, 2018, s. 44). Birleşme ve satın almaların tarihsel gelişimine bakıldığında oldukça uzun bir süreci kapsamaktadır. Aynı zamanda şirketler arası ilk birleşme veya satın alma işleminin gerçekleştiği tarihi belirlemek zordur. Bununla birlikte, on dokuzuncu yüzyılın sonlarından beri meydana gelen birkaç birleşme ve satın alma "dalgası" bulunmaktadır (Cordeiro, 2014, s. 1). Belirli zaman aralıklarında gerçekleşen toplu birleşme dalgaları, pazar zamanlaması veya birleşmelerin yeni ortama geçişini kolaylaştırdığı endüstri şoklarının kümelenmesinden kaynaklanabileceği vurgulanmaktadır (Harford, 2005, s.529).

ABD birleşme ve satın alma sayıları başlangıçtan günümüze kadar farklı dönemlerde yüksek seviyelere ulaşmıştır. Birleşmeler dalgalar halinde görülmüştür ve yüksek birleşme faaliyetleri 1897'den günümüze kadar dönemsel olarak 7'ye ayrılmıştır (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 522, Cinganotto, 2014, s.12-17, Ching, 2019, s. 30-31, Cordeiro, 2014).



Grafik 2.4. Birleşme ve Satın Alma Dalgasının Yaşam Döngüsü (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Grafik.2.4'e bakıldığında ABD'de yaşanan birleşme ve satın alma dalgalarının yaşam döngüsünün 1897 yılından 2019 yılına kadar zaman aralığındaki faaliyet düzeyi verilmiştir. Her bir dönem için değerler şu şekilde hesaplanmıştır; ilgili yedi dönem için gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem sayılarının toplamı, ait oldukları dönemlerdeki ilgili yıldaki işlem sayılarına bölünerek hesaplanmıştır. Oransal olarak en yüksek seviyelere 1. Dalgada ulaşılmıştır. 1. Dalga dönemi yaklaşık %40 oranla en yüksek seviyeyi görmüştür.

İşletmelerde büyüme birçok araştırmacı için bir çalışma alanı oluşturmaktadır. Dönemsel birleşmelerin yanında işletme bazlı birleşmelere bakıldığında da küçük ve orta ölçekli işletmelerin, yaşam döngüleri olarak da ifade edilen farklı büyüme aşamalarından geçtiği görülmektedir (Gupta vd., (2013, s. 1).

Aşağıda birleşme ve satın alma dalgaları ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

2.2.1. Birinci Dalga (1897-1904)

Birleşme ve satın almada ilk dalga 19. yüzyılın sonunda ortaya çıkmıştır. Bu dönemde gerçekleşen birleşmeler genel olarak aynı sektördeki birkaç şirketi içermektedir. Bu birleşmeler sonucunda piyasada daha baskın şirketler ortaya çıkmıştır (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 523). Yaşanan bu birleşmeler bütün madencilik ve imalat endüstrisini etkilemiştir. Bunun beraberinde belirli endüstriler oldukça yüksek bir birleşme faaliyeti oranı göstermiştir. Nelson 1959 tarafından yapılan çalışmalara göre, sekiz endüstri; birincil metaller, gıda ürünleri, petrol ürünleri, kimyasallar, ulaşım ekipmanları, fabrikasyon metal ürünleri, makineler ve ziftli kömür en büyük birleşme faaliyetini yaşamışlardır. Bu sektörler, bu dönem içindeki bütün birleşmelerin yaklaşık olarak üçte ikisini oluşturmuştur (Gaughan, 2002, s. 23).

2.2.2. İkinci Dalga (1916-1929)

1897 ile 1904 yılları arasında gerçekleşen ilk dalga yatay birleşmeleri içermiştir ve sanayi devrimi nedeni ile bu dönemde şirketler çok yoğunlaşmıştır. ABD tarafından çıkarılmış olan antitröst yasaları ile yatay birleşmeler yerini dikey birleşmelere bırakmıştır. Bu durum ise 1929 yılına kadar süren ikinci dalgayı ortaya çıkarmıştır (Martinson ve Edgren, 2012, s.7).

İkinci dalga 1920'lerde meydana gelmiştir. Bu dönemlerde özellikle akaryakıt, pamuk gibi ürünlerde tekelleşmeye gidilmiştir. Demiryolu taşımacılığında ise bu alanda hizmet veren şirketler imtiyazlarla güçlü konumlar elde etmiştir. Şirketlerin elde etmiş olduğu güçlü konumlarla hakimiyet alanları oldukça kuvvetlenmiştir. Şirketlerin hakimiyetleri bu süreçte yapmış oldukları gizli anlaşmalarla daha da kuvvetlenmiştir. Bu durum küçük ölçekli işletmeleri harekete geçirmiştir. Bundan

dolayı küçük işletme sahipleri demiryolu ulaşımı alanı başta olmak üzere tekellerin denetlenmesi ve kontrol altına alınması için baskı grupları oluşturmuştur (DTP, 2000, s. 6).

Tekelleşmeye karşı oluşturulan baskı gruplarının etkisi ile, 1890'da rekabet hukuku alanında ilk yasal düzenleme yürürlüğe girmiştir. Bu yasal düzenleme Sherman Antitröst Yasası olarak bilinmektedir (DTP, 2000, s. 7). Bu gelişmelerle birlikte antitröst yasası yirminci yüzyılın ilk dönemlerinde katı bir şekilde uygulanmıştır. Birleşme yolu ile baskın bir şirket oluşturmak imkânsız hale gelmiştir. Bu sebepten dolayı, şirket birleşmelerinin çoğu yatay olmasına rağmen, genel olarak küçük işletmeleri kapsamıştır. Yatay birleşmelerle birlikte dikey ve ürün genişletme birleşmelerinin ikinci dalga sırasında daha yaygın hale geldiği görülmüştür (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 523). Uygun ekonomik koşullarla birlikte sermayenin var olması da çok sayıda birleşme ve satın alma sürecini bu dönemde motive etmiştir. Ancak 1929'da Büyük Buhran'ın ortaya çıkması ABD borsasının çöküşünün yolunu açmıştır ve bu da dalgayı sona erdirmiştir (Cordeiro, 2014, s. 3). Böylelikle bu dönemde Antitröst yasasının etkileri oldukça hissedilse de yasasının ilk ortaya çıkma amacı tröstlerin faaliyetlerine son vermektir. Ancak ilerleyen dönemlerde bu yasa etkin rekabet koşullarının sağlanması ve rekabetin korunması olarak daha geniş bir amaca hizmet etmiştir (DTP, 2000, s. 7).

2.2.3. Üçüncü Dalga (1965-1969)

Üçüncü birleşme ve satın alma dalgası, II. Dünya Savaşı'nın ardından bir ekonomik toparlanma ile başlamıştır. Birinci ve ikinci dalga esas olarak Amerika Birleşik Devletleri ile sınırlıyken, üçüncü dalganın etkileri Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere Birleşik Krallık ve Avrupa'da da görülmüştür (Junni ve Teerikangas, 2019, s. 5).

Üçüncü dalga holding birleşmeleri çağı olarak bilinmektedir (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 523). 1950 tarihli Celler-Kefauver Yasası'nın kabulü ile şirketlerin yatay birleşmelere yönelmesi oldukça zor hale getirmiştir. Bu durum, şirketlerin birleşmelerini holding şeklinde gerçekleştirmeye yönlendirmiştir. Sonuç olarak, 1963

ve 1972 yıllarına kadar devam eden birleşmelerin büyük çoğunluğu, doğası gereği konglomera niteliğinde gerçekleşmiştir (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 523).

Üçüncü dalga etkileri 1969 yılında sona ermiştir. ABD hükümetinin holdingleri parçalama ve rekabete zararlı olduğu düşünülen başka birleşme ve satın almaların önüne geçme çabaları üçüncü dalganın bitişine en büyük neden olmuştur. Ayrıca, o dönemde oluşan holdingler finansal açıdan zayıf performans göstermişlerdir (Cordeiro, 2014, s. 4).

ABD’de artış gösteren üçüncü dalganın en büyük kaynağı 1960 ve 1970’li yıllarda dünya ekonomisinde baş gösteren ekonomik patlama olmuştur. Bu gelişmelerin sonucu olarak hisse senedi fiyatları hızlı bir şekilde büyümüştür. Böylece hisse senedi piyasalarında hisse senedi fiyatları bir araç olarak kullanılmaya başlanmıştır. Özellikle birleşme ve satın alma sözleşmeleri imzalanırken hisse senetlerinin ödeme aracı olarak kullanılması artış göstermiştir. Aynı zamanda, eş zamanlı olarak ilk dönüştürülebilir menkul kıymetlerin piyasaya sürülmesi sebebi ile hisselerle ödeme süreci basitleştirilmiştir. Federal Ticaret Komisyonu tahminlerine göre ise, 1965 yılından 1975 yılına kadar, birleşme ve satın alma anlaşmalarının %80’i holdinglerin oluşumunu gerektirirken, "saf konglomera" birleşme ve satın alma anlaşmalarının sayısı %10,1’den (1948-1955 yılları arasında) %45,5’e (1972- 1979 yılları arasında) yükselmiştir. Bununla beraber, yatay birleşmelerin sayısı %39’dan (1948-1955 yılları arasında) %12’ye (1964-1971 yılları arasında) önemli ölçüde azalış göstermiştir (Sidenko ve Kiriakov, 2012, s. 59).

2.2.4. Dördüncü Dalga (1981-1989)

1980’lerin başında yaşanan birleşme ve satın alma anlaşmalarının sayısı ve değerindeki önemli artış, bu dönemin özelliği olan ekonomik ve finansal iklimdeki derin değişiklikleri yansıtmaktadır (Sidenko ve Kiriakov, 2012, s. 59). Birleşme ve satın alma faaliyetlerinde 1970 yılından 1980 yılına kadar düşüş yaşanmıştır. Ancak 1981 yılında keskin bir şekilde artış görülmeye başlanmıştır. Birleşme faaliyetlerinin hızı 1982 yılında ekonominin kötüye gitmesi ile tekrar yavaşlama göstermesine rağmen 1984 yılında güçlü bir birleşme dalgası yaşanmıştır (Gaughan, 2002, s. 23).

Dördüncü dalga dönemi, birleşme ve satın alma hedeflerinin büyüklüğü ve önemi ile de ilk üç dalgadan ayırt edilebilmektedir. ABD'nin en büyük şirketlerinden bazıları, 1980'lerde satın alma hedefi haline gelmiştir. Böylelikle dördüncü dalga, megabirleşme dalgası olmuştur. Satın almalarda ödenen toplam dolar miktarı ise bu on yılda keskin bir şekilde artmıştır (Gaughan, 2002, s. 47).

Dördüncü dalganın ikinci yarısına gelindiğinde en yaygın birleşme faaliyetini ilaç ve tıbbi ekipman endüstrileri göstermiştir. Bazı endüstriler ise orantısız sayıda birleşme ve satın alma faaliyeti göstermiştir. Bu durumun yaşanmasının sebebi olarak deregülasyon gösterilmektedir (Gaughan, 2002, s. 47).

Özellikle o dönemlerde, havayolu endüstrisinde yaşanan deregülasyonda, uçak ücretleri daha fazla rekabet konusu haline gelmiştir. Bazı havayolu şirketleri ise, etkin bir şekilde rekabet edemedikleri için rekabetçi konumlarında performans düşüklüğü yaşamıştır. Sonuç olarak, çok sayıda satın alma bu endüstrinin konsolidasyonu olmuştur. Bunun beraberinde bankacılık ve petrol endüstrileri de rekabetten ilham alan benzer bir birleşme ve satın alma modeli yaşamışlardır (Gaughan, 2002, s. 47).

Dördüncü birleşme ve satın alma dalgasının sonu 1989'da gerçekleşmiştir. 1980'li yılların büyük ekonomik patlamasının sona ermesi ve 1990'da tamamlanan birçok birleşmenin çökmesine sebep olan kısa bir durgunluğun başlaması ile dördüncü dalga sona ermiştir. Dalgasının sona ermesine neden olan bir diğer faktör ise, satın almanın önemli bir kısmını finanse eden spekülasyon piyasasının çöküşü olmuştur (Cordeiro, 2014, s. 5).

2.2.5. Beşinci Dalga (1992-2000)

Küreselleşme, yüksek borsa hareketliliği ve yüksek düzeyde piyasa deregülasyonunun yönlendirdiği beşinci birleşme ve satın alma dalgası 1992'de başlamıştır (Cordeiro, 2014, s. 6). Birleşme ve satın alma faaliyetleri 1990'lı yılların başında kısa süreli bir düşüş yaşarken tekrar artış göstererek 1990'lı yılların sonunda rekor seviyeye ulaşmıştır. Bu hızlı artış birleşme ve satın alma faaliyetlerinde beşinci dalgayı başlatmıştır. 1980'lerdeki birleşme dalgalarındaki faaliyetlerinin aksine, beşinci dalgada gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerinde düşmanlık ve kaldıraç yaygın olmamıştır. Bunun yerine, birleşme ve satın alma faaliyetine sınır ötesi

birleşmeler ve hizmet sektörlerindeki birleşmeler, telekomünikasyon, yayıncılık, sağlık ve bankacılıktaki birleşmeler hâkim olmuştur (Neuhauser, 2007, s. 2).

1992 yılından itibaren birleşme ve satın almaların artan sayısı ile beraber bazı anlaşmalar dördüncü birleşme dalgasında meydana gelenlere benzer büyüklükteki büyük anlaşmalar olmuştur. Beşinci birleşme ve satın alma dalgasında birçok büyük mega birleşme gerçekleştirilmiştir. Bu anlaşmalar daha çok stratejik amaçlı birleşmelerdir. Bunun nedenlerinin başında ise, ekonomi 1990-1991 durgunluğundan toparlandıkça, şirketler genişleme arayışına girmeleri gelmiştir. Birleşmeler ve satın alma faaliyetleri bir kez daha şirketlerinin genişleme amaçlarına ulaşmaları için hızlı ve verimli bir yol olarak görülmüştür. 1990'larda yapılan işlemler, hızlı finansal kazançlardan çok stratejiye odaklanmıştır. Yani beşinci birleşme dalgasında gerçekleştirilen anlaşmalar, dördüncü birleşme dalgasının borçla finanse edilen iflas işlemleri gibi olmamıştır. Bunun yerine, gerçekleştirilen birleşme ve satın alma faaliyetleri sermayenin artan kullanımı yolu ile finanse edilmiştir. Bu durumda, daha az kaldırıcı kombinasyonlarla sonuçlanmıştır. Aynı zamanda 1990'lı yılların başlarındaki anlaşmalar çok fazla borca dayanmadığı için, borcu ödemek ve borç servisinin baskısını azaltmak gibi varlıkları hızla satmak için çok fazla baskı oluşmamıştır (Gaughan, 2002, s. 51).

Genel sonuç itibari ile dördüncü birleşme dalgasının son dönemleri ve beşinci birleşme dalgasının yaşandığı dönemde çoğunlukla faaliyet gösteren endüstriler ve deregülasyon yılı şu şekilde özetlenebilmektedir: Havayolları (1978), yayıncılık (1984 ve 1996), kamu hizmetleri (1992), bankacılık (1994) ve telekomünikasyon (1996) endüstrileri ön planda olmuştur. Bu endüstrilerde önemli birleşme faaliyetleri yaşanmıştır (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 523).

Beşinci birleşme ve satın alma dalgası ilk uluslararası dalga olarak nitelendirilmektedir. Avrupa'da (esas olarak 1998'den itibaren), Asya'da ve daha az ölçüde etkilenen Güney Amerika'da büyük iş hacmi oluşmuştur. Öne çıkan ve daha ağırlıkta olan sektörlerin başında ise bankacılık ve telekomünikasyon sektörleri gelmiştir. Beşinci birleşme dalgası, 2000 yılında borsada hisse senetlerinin büyük değer kaybetmesi (Dot-com) sonucu sona ermiştir (Cordeiro, 2014, s. 6). Birleşme

faaliyeti, 11 Eylül 2001 terör saldırılarından sonra azalış göstermesine rağmen, daha sonra yeniden toparlanmıştır (Tremblay ve Tremblay, 2012, s. 523).

2.2.6. Altıncı Dalga (2001-2008)

Altıncı birleşme ve satın alma dalgası 2001 krizinden sonra görülmeye başlanmıştır. O dönemlerde ekonomik büyüme yeniden önem kazanmış ve ekonomiyi canlandırmak için faiz oranları düşük tutulmuştur. Ekonomiyi canlandırmak için faiz oranlarını düşük tutan Federal Rezerv'in teşviki sebebi ile de piyasadaki likiditede artış yaşanmıştır. Düşük faiz oranları ile kaldıraçlı satın alma işlemleri daha uygun hale gelmiştir. Bunun beraberinde hisse senedi piyasası hızla büyüyerek özel sermaye fonlarının yükselmesine katkıda bulunmuştur. Yaşanan bu gelişmeler büyük miktarlarda kullanılabilir sermaye imkanları sağlamıştır. Birleşme ve satın almalar için son derece uygun ve elverişli bir ortam oluşmuştur (Cordeiro, 2014, s. 6).

Altıncı birleşme dalgasının yaşandığı dönem içinde, 2007'de gerçekleşen 4.960 milyar dolarlık işlem değeri ve 2.283 milyar dolarlık sınır ötesi işlem değeri ile gerçekleşen birleşme ve satın almalarla döneminin en yüksek seviyesine ulaştığı görülmüştür (Jong, 2018, s. 5). Bu durum ile dünya çapındaki birleşme ve satın alma işlem değeri en yüksek seviyesine ulaşmıştır ve 2000 yılında yaşanan birleşme ve satın alma işlem değeri rekorunu geride bırakmıştır. ABD ve Avrupa şirketleri gerçekleşen bu anlaşmaların yaklaşık yüzde 80'ini oluşturmuştur (Neuhauser, 2007, s. 3). Bu dönemde yüksek likidite ve düşük faize sahip olduğu için birleşme ve satın almalarda ödeme yöntemi olarak çoğunlukla nakit kullanılmıştır (Jong, 2018, s. 14). Anlaşmaların yaklaşık yüzde 75'i nakit olarak ödenmiştir. Bu dönemde gerçekleşen büyük anlaşmaların çoğu, aynı iş kolundaki gereksiz maliyetleri azaltarak karlılığı artırmak için yapılan anlaşmalar olmuştur (Neuhauser, 2007, s. 3). Bununla birlikte yüksek likidite ve düşük faiz, özel sermaye destekli işlemleri de teşvik etmiştir (Jong, 2018, s. 14).

Altıncı dalga ile sınır ötesi birleşme ve satın alma anlaşmaları daha da önem kazanmıştır. Malların ve sermaye piyasalarının küreselleşmesi ile şirketler menşee ülkesinin dışında rekabet avantajlarını aramışlardır (Jong, 2018, s. 14). Sınır ötesi birleşmeler, 1990'lı yılların ortalarından altıncı dalganın son dönemlerine kadar

doğrudan yabancı yatırımdaki artışın arkasındaki itici güç olmuştur. Şirketler, sınır ötesi birleşmelerle birlikte dünya çapında hızla operasyonlar elde etme imkânı yakalamaktadır. Altıncı dalganın son döneminde özellikle Avrupalı şirketler arasındaki sınır ötesi birleşmeler oldukça artış göstermiştir ve toplam işlem hacminin yaklaşık yüzde 40'ını oluşturmuşlardır (Neuhauser, 2007, s. 3).

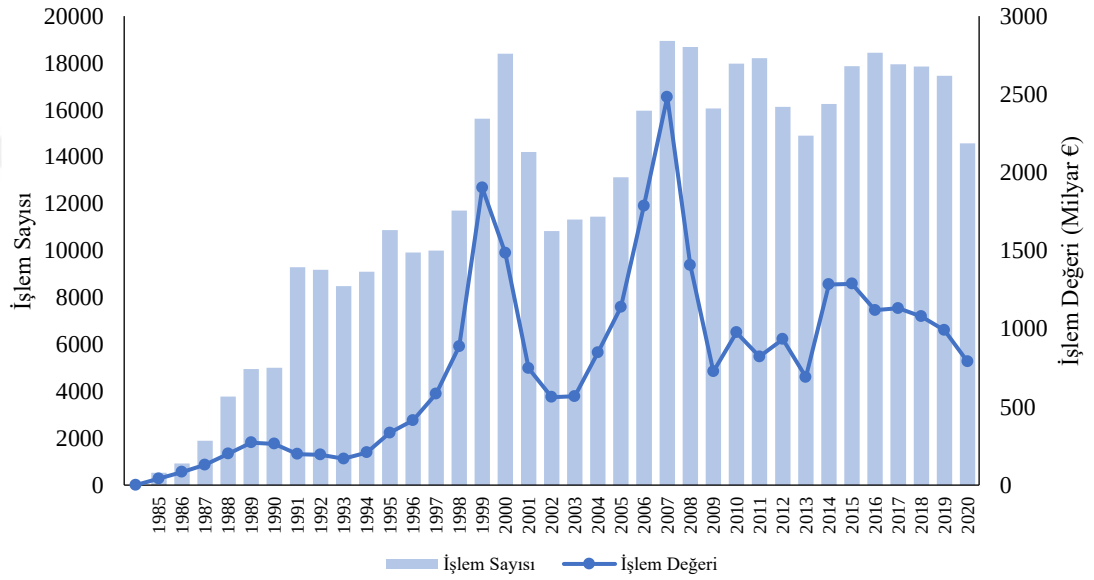
Altıncı birleşme dalgasının son dönemi 2008'den 2009'un sonlarına kadar ise, en son birleşme faaliyeti dalgası, dünya genelindeki zayıf ekonomik koşullardan kaynaklanmıştır. Güçlü, nakit imkânı bulunan şirketler, yalnızca 12 ila 18 ay önceki beklentilere kıyasla, sıkıntılı rakiplerini piyasa değerlerinin çok altında bir fiyata alarak pazarlıklı anlaşma yoluna gitmişlerdir (Sherman, 2010, s. xii).

2.2.7. Yedinci Dalga (2010-Günümüz)

Yedinci birleşme ve satın alma dalgası 2010 yılından günümüze kadar uzanmaktadır. Yedinci dalga içerisinde yer alan 2014 yılında iyimserlik piyasalarda tekrar yer bulmuştur. 2014 yılının ilk yarısında küresel birleşme ve satın alma işlem hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %75'lik bir artış göstermiştir. Yaşanan bu artışla birlikte 2007 yılından beri yaşanan en büyük işlem hacmi olduğu görülmüştür. Şirketler tarafından riskten kaçınma ve organik büyümeye odaklanma ile kriz etkisinin azaldığı görülmüştür (Cordeiro, 2014, s. 7). Bunun beraberinde ise, 2015 birleşme ve satın alma hacmi bir önceki yılın işlem hacmine göre %42'lik bir artış göstermiştir. Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin değeri, 4.271 milyar Euro'ya ulaşarak en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Yaşanan gelişmelerin beraberinde, bu durum Asya piyasaları tarafından da desteklenmiştir (İbrahimi, 2018, s. 44). Son dönemlerde ise, pazar büyümesi açısından daha değişken ve teknoloji ağırlıklı bir çağda yaşanıldığı görülmektedir. Şirketler bu değişken ve sürekli kendini yenileyen dünyanın yeni standart olduğunu anlamaya çalışarak bu düzene ayak uydurmaya çalışmaktadırlar (Cordeiro, 2014, s. 7). Şirketler sürdürülebilir bir gelecek için piyasaları iyi şekilde analiz ederek gelecek planlarını piyasalara ve yeni düzene göre şekillendireceklerdir.

2.3. Avrupa’da Birleşme ve Satın Almalar

Avrupa’da yer alan şirketlerin birleşme ve satın alma nedenleri genel olarak değişen rekabet ortamına ayak uydurabilmek, rakipleri ile daha iyi rekabet koşulları sağlamak ve maliyetlerini düşürebilmektir (Sarıkamış, 2003, s. 94’den alıntılan Şahin, 2011, s. 24). Avrupa ülkelerinde birleşme faaliyetleri 1950’li yıllardan sonra görülmeye başlamıştır. 1980 yıllarında ise birleşme ve satın alma faaliyetleri büyük bir ivme kazanmıştır (Şahin, 2011, s. 24).



Grafik 2.5. Avrupa’da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Grafik 2.5’te görüldüğü üzere, Avrupa’da 1999 yılına kadar birleşme ve satın alma işlem değeri büyük bir artış göstererek 1999 yılında son on yılın en üst seviyesine ulaşmıştır. Avrupa içinde gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin toplam işlem değeri yüksek bir seviyeye ulaşarak o dönemde ilk kez kurumsal kontrol için ABD pazarı kadar büyümüştür (Martynova, 2006, s. 2). Avrupa’da 2007 yılına kadar birleşme ve satın alma işlem değerleri artış göstermiştir. 2008 yılında ise finansal krizin etkisi ile ekonomik durgunluk dönemine geçilmiştir. Bu dönemde birleşme ve satın alma işlem değerlerinde azalma görülmüştür. 2008 yılında birleşme işlemleri 2007 yılına göre %35’lik bir azalma yaşamıştır (Serçe, 2009, s. 142). 2009 yılında da finansal krizin etkileri devam ederken birleşme ve satın alma faaliyetlerinde oldukça yüksek bir azalış yaşanmıştır.

Avrupa birleşme ve satın alma işlem değerleri, 2009 yılından 2013 yılına kadar genel düşüş seviyesinde ilerlerken 2014 yılında işlem değerinde artış yaşanmıştır. Aynı dönemlerde Rusya'nın Ukrayna'ya gerçekleştirmiş olduğu askeri müdahale, Avrupa'nın Rusya'ya yönelik yaptırımları ve batı ülkelerinde artan deflasyon tehditleri, Avrupa'nın büyümesine dair iyimserliğe meydan okumuştur. 2014'te gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri, Avrupa'nın en büyük üç birleşme ve satın alma pazarı tarafından yönlendirilmiştir. Bunlar; Birleşik Krallık (%43), Fransa (%14) ve Almanya (%11) olmuştur. Birleşik Krallık'taki hâkim olan güçlü ekonomik performans, işlem faaliyetlerinde 2013 yılıyla kıyaslandığında %8,9'luk bir artış ile gerçekleşmiştir. Birleşme ve satın alma işlemlerinde en fazla yüzdelik artışı, 2013 yılına oranla %47,4'lük bir artış yaşayan Fransa'da görülmüştür. Almanya'daki işlem sayısı ise 2013 yılında 66 iken 2014 yılında 83 yükselmiştir. Bu yükseliş yüzdelik olarak %25,7 artışa denk gelmektedir (www.ydd.org.tr, 2015, s. 66).

2019 yılında ise 2018 yılına kıyasla birleşme ve satın alma işlemlerinde azalma görülmektedir. Aynı zamanda dünya genelinde de görülen bu düşüşün genel bir sebebi olarak ticaret savaşları ve buna bağlı sebepler olduğu vurgulanmaktadır. Avrupa'da 2019 yılında bir önceki yıla göre işlem değerinde %19,5'lik bir düşüş yaşanmıştır (KPMG, 2019, s. 10).

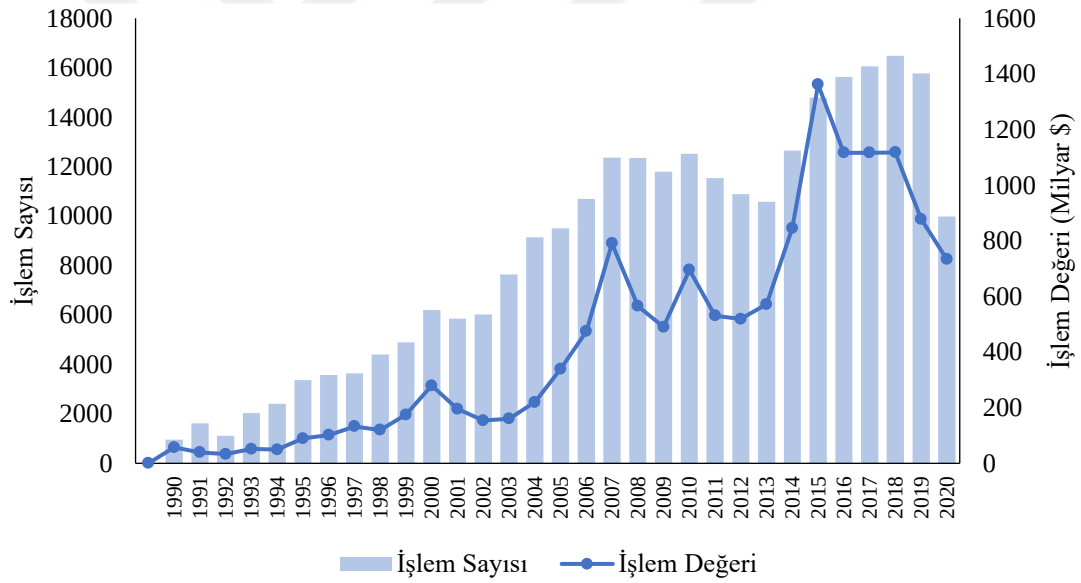
2.4. Asya'da Birleşme ve Satın Almalar

Asya Pasifik bölgesi büyüme potansiyeline sahip çok sayıda küçük işletmeler barındırmaktadır. Bu bölgede yer alan küçük işletmeler faaliyet operasyonlarını büyütebilmek için birleşme ve satın alma yolunu iyi bir alternatif olarak görmektedirler. Bundan dolayı, bu şirketler daha rekabetçi bir birleşme ve satın alma pazarına yol açmaktadır (Chuang, 2017, s. 678).

1994 yılında Meksika'da baş gösteren finansal kriz ve beraberinde yaşanan bunalımın etkileri kısa süre içinde diğer ülkelerde hissedilmiştir (Akyol, 2009, s. 66). 1997 ile 1998 yıllarında Asya Mali Krizi ortaya çıkmıştır (Wang, vd., 2014, s. 358). 1997'de Tayland'da başlayan finansal kriz kısa zaman içerisinde Güney Asya bölgelerinde etkisini göstermiştir. Güney Asya bölgesinde hissedilen krizin etkisi özellikle bankacılık sektörünü krizlere karşı daha duyarlı bir hale getirmiştir. Bununla

birlikte ekonomik büyüme, sanayileşme ve ihracat rakamlarının yüksek olmasının gelişmiş ülke olabilmek için yeterli bir kriter olmadığını yönünde düşünceler ağır basmıştır (Akyol, 2009, s. 66-67). Grafik 2.6’da da görüldüğü üzere, 1999 yıllarına kadar ki süreçte Asya Pasifik bölgesinde birleşme ve satın alma işlemleri faaliyetleri de oldukça düşük seviyelerde kendini göstermiştir.

Asya Pasifik bölgesinde 2010 yılına bakıldığında önceki yıllara kıyasla şirket birleşme ve satın alma sayılarında büyük bir artış yaşanmıştır. Büyük artışın en önemli kaynaklarından biri Çin’de yaşanan birleşme ve satın alma faaliyetleri olmuştur. Çin toplam 110 milyar dolar hacim ve 2500 birleşme ve satın alma işlemleri ile diğer ülkelere göre birinci sırada yer almıştır. Bu veriler 2009 yılının verileri ile kıyaslandığında, işlem değeri bakımından %15, birleşme ve satın alma işlem sayısına göre ise %29’luk bir artış anlamına gelmektedir (Ağaoğlu, 2012, s. 222).



Grafik 2.6. Asya Pasifik Bölgesinde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Asya Pasifik bölgesinde yer alan ve en büyük iki birleşme ve satın alma pazarından olan Avustralya ve Çin, 2014 yılında sırasıyla %9 ve %5 büyüme göstermiştir. Bu dönemlerde Avustralya’da anlaşma faaliyeti güçlenmiş, güçlü bir talep ve güven ortamı oluşmuştur. Çin’de ise artan rekabet ile iç ekonomide konsolidasyon daha da güçlenmiştir. Japonya ve Hindistan’da 2014 yılında yavaşlama görülmüştür. Japonya’da durgun ekonomik büyüme, birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bir önceki yıla göre %13’lük bir düşüşe sebep olmuştur. Hindistan’da

ise Rupî'nin değeri kaybetmesi ile birleşme ve satın alma faaliyetlerinde %4'lük bir azalışa neden olmuştur (www.ydd.org.tr, 2015, s. 68).

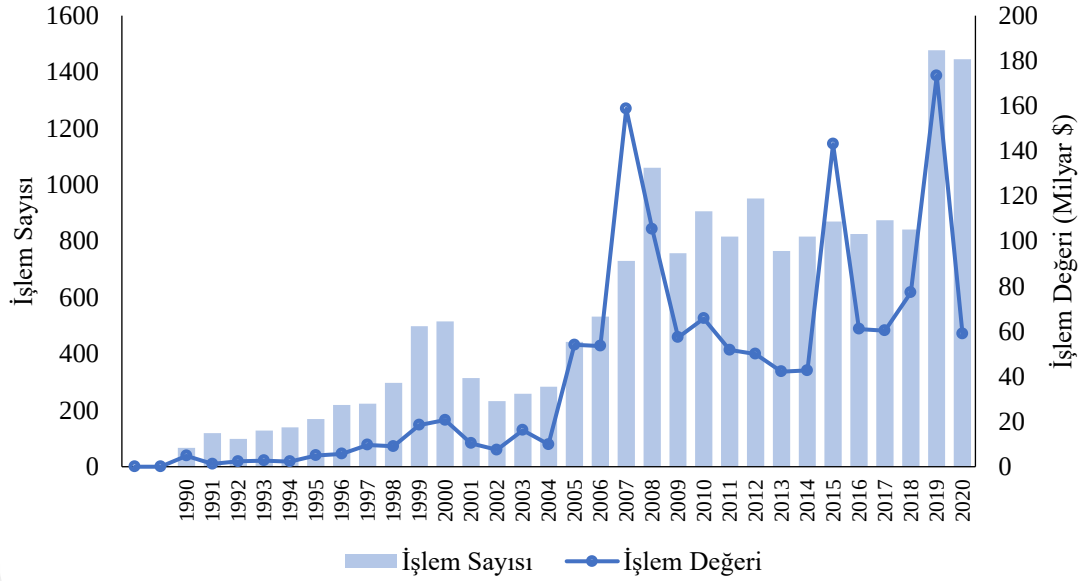
2008 yılında dünya genelinde birleşme ve satın alma işlem değerleri, 1991-1996 yılları arasındaki işlem değerlerine göre yaklaşık 10 kat daha artmıştır. Ancak küresel krizin etkisi ile birlikte 2009 yılında büyük bir gerileme yaşanmıştır. Birleşme ve satın almaların büyük bir çoğunluğu gelişmiş ülkelerden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında yapılan birleşme ve satın almaların belirgin artışı 2008 yılına kadarki sürecin son on yılında görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki birleşme ve satın almaların büyük bir çoğunluğu Asya ülkelerinden kaynaklanmıştır (Brooks and Jongwanich, 2011, s. 1).

Asya-Pasifik bölgesinde 2019 yılında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında bir önceki yıla göre azalma yaşanarak işlem hacminde %12,2 oranında düşüş görülmüştür. Dünya genelinde de yaşanan bu düşüşün genel sebebinin ticaret savaşları ve buna bağlı sebeplerden kaynaklandığı düşünülmektedir (KPMG, 2019, s. 10).

2.5. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da Birleşme ve Satın Almalar

Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinde birleşme ve satın alma faaliyetleri özellikle işlem değeri açısından 2000 yılına kadar genel bir düzeyde ilerleme kaydetmiştir. Ancak 2007 yılından itibaren önceki dönemlere göre büyük artış gösterse de bazı dönemlerde ani düşüşler yaşayarak yine tekrardan artışlar göstermektedir.

Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem değerleri, 2015 yılında 2009'daki birleşme ve satın alma işlem değerine kıyasla büyük artış göstermiştir. Bu büyük artış 2007 yılındaki birleşme ve satın alma işlem değeri ile karşılaştırıldığında çok az bir oranla düşüktür. Bununla birlikte Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinde en yüksek birleşme ve satın alma işlem sayısı ve değeri 2019 yılında görülmektedir.



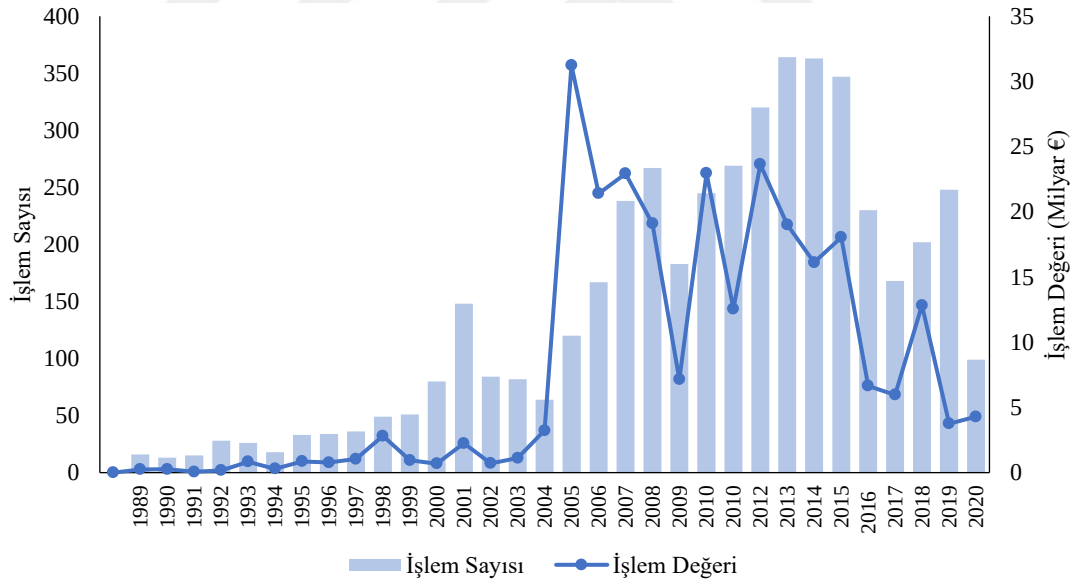
Grafik 2.7. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinde hâkim olan ekonomik belirsizlik, şirket işlem sayısı ve değerlerinde görülen yukarı yönlü eğilimlerin devamlılığının sağlanması konusunda belirsizlik yarattığı bilinmektedir. 2015 yılı raporlarına göre Orta Doğu ve Afrika bölgesi dünyadaki toplam birleşme ve satın alma pazarının ortalama %2,3'ü ile küçük bir bölümünü oluşturmaktadır. Yatırımcılar ise, bu bölgenin büyüme beklentileri içinde olduğunu düşünerek faaliyette bulunmaktadır. Yapılan bu birleşme ve satın alma faaliyetleri ile işlem sayısı 2013'ten 2014'e %36 oranında artmıştır. Bu artan faaliyetler Afrika'da istikrarlı bir kişi başına düşen GSYH büyüme ile de desteklenmiştir. Orta Doğu ve Afrika bölgesinde, toplam anlaşmaların %45'i Güney Afrika tarafından gerçekleştirilmektedir. Gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri bölge için olumlu bir gelişme olarak görünmesine rağmen, yüksek seviyede yolsuzluk, medyaya yönelik yapılan saldırılar, fakir ve zengin arasındaki büyük eşitsizlik, artan işsizlik ve hükümetlerin uzun vadeli kurumlar inşa edememesi gibi ilerlemeyi yavaşlatabilecek sorunların hala devam ettiği vurgulanmaktadır (www.ydd.org.tr, 2015, s. 68).

2.6. Türkiye’de Birleşme ve Satın Almalar

Birleşme ve satın alma faaliyetleri, ulusal ve uluslararası piyasalarda en hızlı gelişen pazarlardan biridir. Türkiye birleşme ve satın alma piyasasında oldukça önemli bir büyüme oranına sahiptir (Ayas, 2020, s. 495).

Türkiye’de ilk birleşme faaliyeti, 1874’de Avusturya sermayeli Avusturya Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Banka-i Osman-i Şahane'nin birleşmesi olarak bilinmektedir (Türk, 1986, s.96’den alıntılan, Şahin, 2016, s. 240). İlerleyen dönemlerde özellikle 1950'lerden sonra kamu ve bankacılık sektöründe birleşme ve satın alma faaliyetleri görülmüştür. 1959 yılında Tumsu Bank, Türkiye Eski Muharipler Bankası’yla birleşmiştir. Daha sonra bu banka Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası olarak adlandırılmıştır. 1962 yılında ise zor bir süreçte olan İstanbul Bankası, Emlak Kredi Bankası ile birleşmiştir. 1988 yılında yabancı sermaye grupları ile birleşme faaliyetleri yoğun olarak görülmüştür (Akay, 1997, s. 31-32’ den alıntılan, Şahin, 2016, s. 240).



Grafik 2.8. Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Grafik 2.8’de görüldüğü gibi, Türkiye’de gerçekleşen şirket birleşme ve satın almaları 1988’den itibaren başlayarak 2000 yılına kadar kademeli bir şekilde artış göstermiştir. 2000 yılından sonra ise birleşme ve satın alma faaliyetlerinde ciddi artışlar görülmüştür. Bu artışlar bazı dönemlerde ani düşüşe geçse de tekrar ve ciddi boyutlarda artmaya devam etmiştir (Şahin, 2016, s. 252).

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllarda liberalleştirmeye başlamıştır. 2001-2002 yılı krizinden sonra, doğrudan yabancı yatırım ve sermaye akışları ülke içinden ve dışından çekilmeye başlamıştır (Ayas, 2020, s. 495). Türkiye'de 2001 yılına kadar yapılan birleşme ve satın almalara bankalar nezdinde bakıldığında genel olarak nedenleri arasında mali yapıdaki bozukluklar olduğu görülmüştür. Bu birleşmeler Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) aracılığı ile gerçekleşmiştir. Birleşmelere bakıldığında özellikle yaşanan krizlerden sonra mali yapısı bozulmuş bankaların kurtarılması için devlet tarafından yasal zorunluluk çerçevesinde yapılan birleşmeler olduğu görülmektedir. Devlet sermaye yeterliliği zayıf olan bankaların tasfiyesinin önüne geçebilmek için bu dönemde banka birleşmelerini teşvik etmiştir. 2001 yılından itibaren ise genel olarak gerçekleşen banka birleşme ve satın alma faaliyetleri devlet müdahalesi olmadan yapılmıştır. Bu birleşmelerin genel amacı sektördeki rekabet gücünün artırılması, verimlilik ve kârlılık artışının sağlanması ve vergi avantajından yararlanılması gibi benzer sebeplerden yapılmıştır (Şahin ve Doğukanlı, 2015, s. 10).

Türkiye'de 2004'e kadar politik istikrar ve ekonomik liberalleşme reformlarının yarattığı çekici ortam hâkim olmuştur. Ardından Avrupa Birliği ile yürütülen müzakerelerle yabancı yatırımcıların Türkiye piyasasına ilgileri artmaya başlamıştır. Bu gelişmelerin beraberinde 2005- 2008 yıllarında, Türk şirketleri, küresel likitide bolluğunun etkisi ile birlikte, yüksek getiri piyasası arayışında olan yabancı şirketlerin hedefi haline gelmiştir (Akdoğan, 2011, s. 143). Türkiye'nin ekonomik büyümede göstermiş olduğu başarıya paralel olarak 2003-2008 yılları içinde birleşme ve satın alma faaliyetleri hızla gelişerek artış göstermiştir. Ancak 2016 yılına gelindiğinde ise, 2016 yılının öncesi dönemlerde görülen politik ve ekonomik gelişmelerden olumsuz etkilenmiştir. 2017 yılında ise, birleşme ve satın alma faaliyetleri en düşük seviyesini görmüştür. Piyasada görülen daralmanın temel nedenlerinden biri yabancı yatırımcının Türkiye'ye yatırım yapma ilgisinin azalması olarak gösterilmektedir. Aynı zamanda, Türk alıcı şirketlerin şirket satın alma isteklerinin de azaldığı yönünde ifadeler piyasa oyuncuları tarafından dile getirilmiştir (Şimşir, 2017, s. 1). Türkiye, Asya ve Avrupa kıtasını birbirine bağlayan önemli bir konumda olmasının avantajını da kullanarak teknolojik altyapısını geliştirmiştir. Bunun beraberinde Türkiye kurumsal politika önlemlerini de tekrardan düzenlemiştir. Türkiye, Ar-Ge ve inovasyon faaliyetleri için 2016'da kapsamlı destek paketi

başlatmıştır. Bu durum, Türkiye’yi diğer gelişmekte olan pazarlar içinde önemli bir birleşme ve satın alma oyuncusu haline getirmiştir. Böylelikle Türkiye ilerleyen süreçte, işlem sayıları ve işlem değerleri bakımından satın alma faaliyetlerinde önemli bir büyüme sergilemiştir (Ayas, 2020, s. 495).

Türk yatırımcılarının sınır ötesi yatırım fırsatlarına olan ilgileri özellikle 2016 yılına kadar olan kısa bir süreçte artış göstermiştir. Sınır ötesi fırsatlardan yararlanabilmek için şirketler bu süreçte daha cesur adımlar atmaya başlamıştır. Türkiye’den giden birleşme satın alma faaliyetlerine neden olan temel itici güçler ise; gelir artışı, yeni satış kanalları, yeni tesislerin satın alınması, maliyet düşüklüğünün alternatif olarak görülmesi ve coğrafi çeşitliliktir (Deloitte 2016, s. 3).

2019 yılında ekonomik ve politik belirsizliklerin varolması birleşme ve satın almalar üzerinde olumsuz bir etki bırakarak, faaliyet açısından en durgun dönemi yaşamıştır. Yıl boyunca durgunluk, stratejik ve finansal yatırımcıların işlem hacimlerinin en düşük seviyeye inmesine neden olmuştur (“Türkiye’de 233 Adet Şirket”, 2020). Bununla birlikte 2019’da yabancı yatırımcılar toplam birleşme ve satın alma işlem hacminden %76 paya sahip olmuştur. Aynı zamanda yılın en büyük ilk 10 işleminden 8’i yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir (KPMG, “KPMG Perspektifinden Birleşme”, 2020).

2019 yılında, birleşme ve satın alma işlemlerinde Avrupalı yatırımcılar, yabancı yatırımcıların toplam işlem hacminin %40’ını oluşturmuştur. Diğer yandan, Asya Pasifik ve Körfez bölgesi yatırımcıları ise birlikte yabancı yatırımcıların toplam işlem hacminin %50’sini oluşturmuştur. ABD ve İngiltere menşeli yatırımcılar ise işlem sayısı sıralamasında ilk sırada yer almıştır. Ardından, Fransız, Alman ve Japon yatırımcılar takip etmiştir (KPMG, “KPMG Perspektifinden Birleşme”, 2020). Yılın en büyük işlemi ise China Merchants Group’un Üçüncü Köprü ve Kuzey Marmara Otoyolu’nun (%51 hisse) satın alınması işlemi olmuştur (KPMG, “KPMG Perspektifinden Birleşme”, 2020).

Covid-19 pandemisinin damgasını vurduğu 2020 yılı biterken, birleşme ve satın alma işlemlerinde kayda değer bir toparlanma görülmüştür. 2020 yılında 304 adet işlem sayısı ile yaklaşık olarak 9 milyar dolar işlem hacmi gerçekleşmiştir. İşlem hacminde gerçekleşen artışın bir önceki yıla göre %70’lik bir büyüme kaydettiği

görülmüştür. 2020’de yabancı yatırımcıların işlem hacmi ise %35 oranında artış göstererek toplam yıllık birleşme ve satın alma işlem hacminin %52’sini oluşturmaktadır (Deloitte, “2020 Yılı Birleşme”, 2020).

2021’de Dünya’da likiditenin düşük faiz oranları ve pandeminin etkisi ile harcama oranlarının düştüğü görülmüştür. Bu durum şirket birleşmeleri ve satın alma faaliyetlerini rekor seviyelere taşımıştır. Amerikan borsaları %30’a yakın getiri göstermiştir. Buna paralel olarak diğer gelişmiş ülke piyasalarında da benzer yükselişler yaşanmıştır. Ancak, bunun beraberinde küresel boyutta bir enflasyon dalgası meydana gelmiştir. Pandeminin getirmiş olduğu olumsuzlukların şirket operasyonları üzerindeki etkisi bir sene gecikmeli şekilde 2021 yılında görülmüştür. Doğu Asya’dan sağlanan tedarik zincirinde çıkan kriz ve Amerika-AB-Rusya-Çin arasında oluşan gerginlik piyasalara yüksek enflasyon olarak yansımıştır. Türkiye’de ise Merkez Bankası’nın politikasında uygulanan değişiklikler ile Türk Lirası’nın diğer yabancı kurlar karşısında volatil bir yıl geçirmesine sebep olmuştur. ABD Doları/Türk Lirası paritesi 2021 yılının son döneminde 18 seviyesine ulaşmış olsa da, hükümetin hızlı politika değişiklik kararları sebebiyle tekrar düşüşe geçmiştir. Bu dalgalı piyasa, şirket birleşmeleri ve satın alma süreçlerine olumsuz etki etmiştir. (EY, “Birleşme ve Satın Alma”, s.4).

2021 yılının en büyük birleşme ve satın alma işlemi ise Antalya Havalimanı’nın 25 yıllık işletme hakkının TAV Havalimanı ve Fraport arasında kurulan ortaklığa yaklaşık 8 milyar ABD Doları değerindeki devri ile olmuştur. Ardından Trendyol ve Getir’in aldığı yatırımlar bu işlemi takip etmiştir. Daha sonra, Elif Holding’in Finlandiyalı Huhtamaki’ye 422 milyon ABD Doları değerindeki satışı gerçekleşmiştir. Bu birleşmeleri UniCredit’in Yapı Kredi Bankası’nda bulunan hisselerinin Koç Holding’e 360 milyon ABD Doları karşılığında satışı takip etmiştir (EY, “Birleşme ve Satın Alma”, s.6). Aynı yıl içerisinde yabancı sermayeli işlemlerin işlem büyüklüğü içindeki payı ise %31 olmuştur (EY, “Birleşme ve Satın Alma”, s.8).

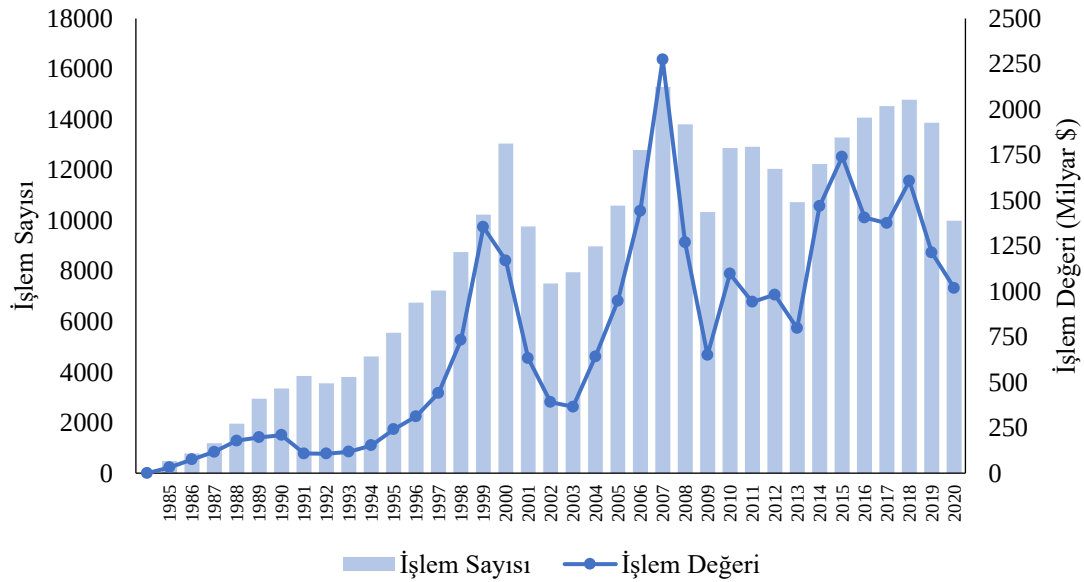
2003-2021 yılları arasında Türkiye’deki Uluslararası Doğrudan Yatırım (UDY) girişinin büyük bir bölümü Kuzey Amerika, Avrupa ve Körfez ülkelerinden gerçekleşmiştir. Asya ülkelerinin yatırım içindeki payı ise belirgin bir biçimde artış göstermektedir. Türkiye, 2021’de 264 proje ile Avrupa genelinde iki basamak

yükselmiştir. Böylelikle en çok rağbet edilen beşinci UDY destinasyonu konumuna gelmiştir. Aynı zamanda Türkiye'deki toplam UDY girişi 2002 yılına kadar yalnızca 15 milyar ABD doları seviyesinde iken, 2003-2021 dönemi içinde 240 milyar ABD doları seviyelerine ulaşmıştır. En fazla UYD girişi çeken sektörler bakıldığında ise 2003-2021 yılı arasında finans ve imalat sektörleri başta gelmektedir (T.C. Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi, 2023).

2.7. Sınır Ötesi (Cross Border) Birleşmeler

Birleşmeler ulusal veya sınır ötesi olabilmektedir. Yurt içi birleşme ve satın almalarda, şirketler aynı ülkede iken, sınır ötesi birleşme ve satın almalarda ise şirketler farklı ülkelerde bulunmaktadır (Ebner, 2013, s. 8).

Sınır ötesi birleşmelerle şirketler farklı ülkelerde uygun maliyetli işgücü, teknoloji ve mamul gibi kaynaklara ulaşabilme imkânı yakalamaktadırlar (Coşkun ve Kargın, 2016, s. 42). Sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetleri, kısmen finansal liberalizasyon politikaları, bölgesel anlaşmalar ve hükümet politikalarının bir sonucu olarak 1990'lı yıllardan itibaren keskin bir şekilde artış göstermiştir (Coeurdacier vd., 2009, s. 56).



Grafik 2.9. Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri (Kaynak: <https://imaa-institute.org/>)

Grafik 2.9'a bakıldığında, dünya genelinde sınır ötesi birleşme ve satın alma işlem sayıları 1999 yılına kadar genel olarak artan bir eğilim göstermiştir. 1999 yılında

ise önceki yıllara kıyasla işlem hacmi olarak ilk kez en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 2007 yılına gelindiğinde ise, sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemleri en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Ardından işlem değerlerinde 2009 yılına kadar hızlı bir düşüş yaşanmış ancak ilerleyen dönemlerde artışlar ve azalışlar görülmeye devam etmiştir.

Dünyada gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde yaşanan krizler ve durgunluk dönemleri, ilgili ülkelerin borsalarında gerilemelere sebep olmuştur. Aynı dönemlerde yaşanan bu olumsuz durumlar sınır ötesi birleşme ve satın almalarda da kendini olumsuz olarak göstermiştir (Yörük, s.1991).

Teknolojik gelişmeler ve uluslararasılaşmanın etkisi ile birleşme ve satın almalar sınır-ötesi gerçekleşmeye başlamıştır. Birleşme ve satın almalar yalnızca ulusal olarak değil uluslararası bağlamda da ülkeler için önemli bir olgudur (Ayas, 2020, s. 492). Aynı zamanda DYY girişleri ülkelere genel olarak sınır ötesi şirket birleşme ve satın alma şeklinde gerçekleşmektedir (Yörük, s.1991).

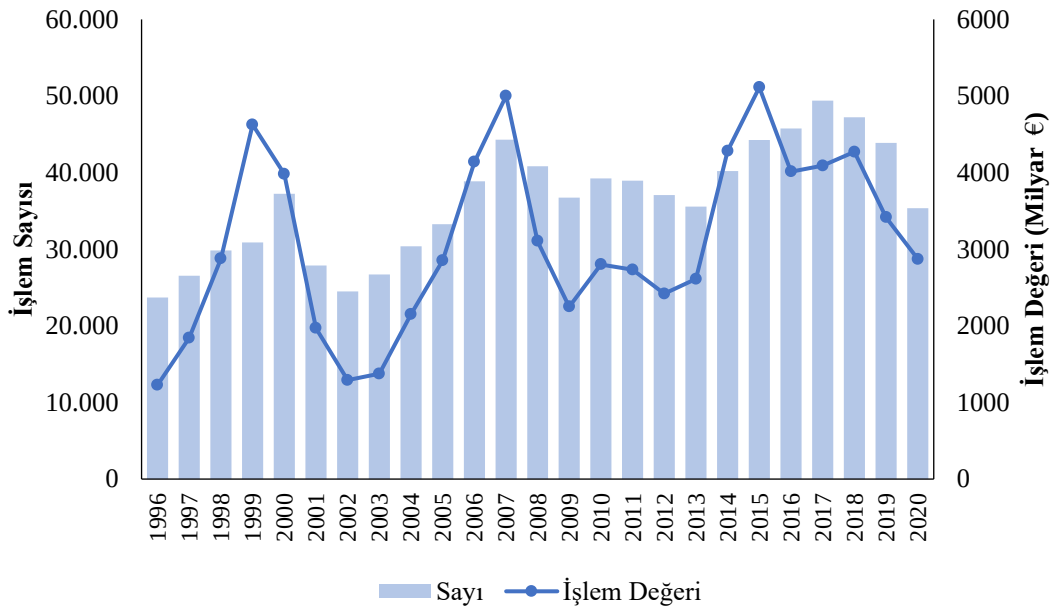
Birleşme ve satın alma işlemlerinde; yasal yükümlülükler, satın alma prosedürleri ve vergi yükümlülükleri açısından farklı sonuçlar görülmektedir (Marren, 1993'ten alıntılan Findlay ve Chen, 2003, s. 23). Sınır ötesi bir birleşmede, iki farklı ekonomiye ait iki şirketin varlıkları ve operasyonları, yeni bir tüzel kişilik oluşturmak için birleştirmektedir. Hedef şirket, ayrı bir varlık olarak devamlılığını sürdürmez. İşlem, bir hisse senedi veya varlık değişimi yolu ile gerçekleştirilebilir. Sınır ötesi birleşmeler genellikle hem satın alan hem de hedef şirket hissedarlarının onayını gerektirir ve satın alan şirket, hedefin tüm varlık ve yükümlülüklerini üstlenmektedir (Findlay ve Chen, 2003, s. 23).

2.8. G-20 Ülkelerinde Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Almalar

1990 yıllarının son dönemlerinde finansal krizlerin ve küresel ekonomi yönetimine yeteri kadar dahil edilemeyen yükselen ekonomilerin önemini vurgulamak ve bu ekonomilerin de karara dahil edilmesi gerekliliğinden G-20 ülke grubunun kurulması kararı alınmıştır. Bu bağlamda G-20 ülke grubunun kurulma amacı olarak, finansal sistemin güçlenmesine katkı sağlamak ve uluslararası iş birliği ve finansal kurumlar içerisinde yer alarak dünya genelinde büyümeyi ve ekonomik kalkınmayı desteklenmesi beklenmektedir (Apak ve Yılmaz, 2010, s. 14).

G-20 grubunda on dokuz ülke ve Avrupa Birliği üye olarak yer almaktadır. G-20 ülkeleri, Almanya, ABD, Arjantin, Avustralya, Brezilya, Çin, Endonezya, Fransa, Güney Afrika Cumhuriyeti, Güney Kore, Hindistan, İngiltere, İtalya, Japonya, Kanada, Meksika, Rusya, Suudi Arabistan, Türkiye ve Avrupa Birliği'nden oluşmaktadır. G-20 ülkelerinin ilk toplantısı 1999 yılında yapılmıştır. Halen aynı üye ülkeler G-20 ülke grubu olarak devam etmektedir. Avrupa Birliği ise 28 üyesi ile G-20 grubunu tek bir ülke olarak temsil etmektedir (Uğur, 2021, s. 201).

G-20 ülkeleri birleşme ve satın alma işlem değeri bakımından her yıl dünyada gerçekleştirilen toplam işlem değerleri bakımından oldukça önemli bir yer taşımaktadır.



Grafik 2.10. G-20 Ülkelerinde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı ve Değerleri

Birleşme ve satın alma faaliyetleri, kapitalist ekonomilerde olduğu gibi, son zamanlarda gelişmekte olan ekonomilerde ön plana çıkmaktadır (Pandya, 2018, s. 44). KPMG 2019 raporuna göre gelişmekte olan ülkeler grubu G-20 ülkelerinin birleşme ve satın alma işlem değerleri 2019 yılı sonu itibari ile 3,3 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Toplam gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlem değerinde %86,2 oranında bir pay elde etmiştir. Türkiye ise, G-20 ülkelerinin içerisinde ülkelerin ortalaması olan %4,9 oranını geçememiştir. Böylelikle, Türkiye, 2019 yılı itibari ile G-20 ülkeleri arasında potansiyelinin oldukça altında bir performans göstermiştir. (KPMG, 2019, s. 13).

Tablo 2.2. 2020 Yılı Verilerine Göre G-20 Ülkelerinde İşlemler

Ülke	Nüfus ('000)	2019 GSYH (Milyar \$)	2020 İşlem hacmi (Milyar \$)	İşlem hacmi/GSYH (2020)
ABD	328,240	21,433	1,428.0	%6.7
Çin	1,395.380	14,343	492.0	%3.4
Japonya	126,167	5,080	166.0	%3.3
Almanya	83,019	3,861	97.4	%2.5
Birleşik Krallık	66,647	2,829	352.1	%12.4
Fransa	64,822	2,715	49.5	%1.8
Hindistan	1,326,619	2,888	100.4	%3.5
İtalya	60,360	2,004	39.9	%2.0
Brezilya	211,070	1,840	30.3	%1.6
Güney Kore	51,709	1,647	70.6	%4.3
Kanada	37,589	1,736	86.0	%5.0
Rusya	144,426	1,702	46.7	%2.7
Avustralya	25,358	1,386	66.5	%4.8
Meksika	125,929	1,259	11.7	%0.9
Endonezya	270,626	1,119	10.6	%0.9
Suudi Arabistan	34,003	793	20.5	%2.6
Türkiye	83,155	761	0.0	%0.0
Arjantin	44,563	444	1.3	%0.3
Güney Afrika	58,558	351	14.8	%4.2

Kaynak: KPMG, Zoom: Mergers and Acquisitions Trends 2020, s.13

KPMG 2020 raporuna göre, küresel işlem değerinin küresel gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYH) oranı 2020 yılında %4,1 oranında gerçekleşirken bu oran G-20 ülkeleri için %4,5 gerçekleşmiştir. 2020’de G-20 ülkelerindeki toplam birleşme ve satın alma işlem değeri 3,1 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle gerçekleşen bu işlem değeri ile dünya genelindeki toplam işlem değerinin %85,4’ünü karşılamaktadır. G-20 ülkelerinin 2020 yılı birleşme ve satın alma işlem değerinin GSYH’ye oranı %4,5 olarak gerçekleşmiştir. Tablo. 2.2’de de görüldüğü üzere Türkiye bu oranın altında kalarak düşük bir performans sergilemiştir (KPMG, 2020, s. 13).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FINANSAL VE MAKROEKONOMİK FAKTÖRLERİN BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNE ETKİSİ: G-20 ÜLKELERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Şirketlerde birleşme ve satın alma faaliyetleri birçok ülkede araştırma konusu olmuştur. Bu bölümde birleşme ve satın alma alanında yapılan çalışmaların literatür taramasına yer verilmiştir. Ardından analiz için veri seti ve yöntem bilgilerine yer verilerek analizler gerçekleştirilmiş ve sonuçları yorumlanmıştır.

3.1. Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Üzerine Yapılan Çalışmalar

Birleşme ve satın alma faaliyetlerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Şirketleri birleşme ve satın almaya iten faktörler ve nedenler araştırmacılar için uzun yıllar boyunca ilgi konusu olmuştur ve olmaya da devam etmektedir. Tezin araştırma konusunu oluşturmak ve analize yön verebilmek için yapılan literatür taraması ile birleşme ve satın alma faaliyetleri detaylı olarak incelenmiştir. Yerli ve yabancı literatür incelendiğinde, birleşme ve satın alma faaliyetleri çok yönlü araştırılmıştır. Literatürde birleşme ve satın almaların sektör bazında finansal performansları, yönetim performansları, sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetleri, ülkelerdeki makroekonomik değişkenlerle arasındaki ilişki ve benzeri alanlarda uygulamalarına ilişkin çalışmalar yer almaktadır. İncelenen yerli ve yabancı literatür aşağıda kronolojik sıraya göre verilmiştir.

Yabancı Literatür

Lewellen vd., (1985), yönetsel refahın birleşme kararlarını etkilediğini belirtmişlerdir. Bu doğrultuda yapılan araştırma ile, teklif veren şirketlerin, birleşme teklifinin açıklandığı andan hissedar onay tarihine kadar yaşadıkları anormal hisse senedi getirilerinin, şirketin üst yönetiminin sahip olduğu şirket hisselerinin yüzdesi ile olumlu yönde ilişkili olduğu bildirilmiştir. Sonuçlar, önemli miktarlarda şirket hisse sahipliğinin, hissedarların ve yönetimin çıkarlarını uyumlu hale getirmeye yardımcı olduğunu göstermektedir. Genel bir çıkarım ile yöneticilerin kişisel refahının, aldıkları

birleşme kararlarını etkilediği hipotezini desteklemektedir. Tamamlanan birleşmelerde teklif veren şirketlerin yaşanan anormal hisse senedi getirileri ile üst yönetimin elinde bulunan ödenmemiş şirket hisselerinin yüzdesi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Benzing (1993), ABD ekonomisini incelemiştir. Birleşme faaliyetlerinde cari ekonomik koşulların en önemli belirleyici olduğunu, faiz oranları ve rekabet politikaları gibi etkenlerin belirleyiciliğinin olmadığını tespit edilmiştir. Çalışmada birleşme sayısı bağımlı değişken olarak alınmış, hisse senedi fiyatları, işsizlik oranı ve faiz oranları kullanılmıştır. Veriler 1963-1986 arasında 24 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Çalışma sonuçları, sermaye piyasası teorisinden daha çok birleşme faaliyeti beklentisi teorisini desteklemiştir. Mevcut ekonomik faaliyetlerin yüksek oranda birleşmeleri teşvik ettiği görülmüştür. Mevcut ekonomik faaliyetin göstergesi olan işsizlik oranı, birleşme faaliyeti ile negatif ilişkiliyken, faiz oranlarının birleşme üzerinde etkisinin olmadığı görülmüştür. Hisse senedi fiyatları ile ilgili sonucun ise yetersiz olduğu ve daha fazla analiz gerektirdiğini vurgulamışlardır.

Vasconcellos ve Kish (1996), 1982-1990 yılları arasındaki dönemde Kanada ve ABD şirketleri arasında gerçekleşen sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemlerini incelemişlerdir. İncelemiş oldukları dönem ABD dolarının (1982-1985) güçlü olduğu bir zaman dilimini ve ardından önemli ölçüde değer kaybettiği bir dönemi göstermektedir. Gerçekleştirilen ampirik araştırma makroekonomik değişkenler düzeyinde yapılmıştır; ancak sektöre ve şirkete özgü değişkenlerin sınır ötesi satın almalarda önemli bir rol oynaması gerektiğini de belirtmişlerdir. Bu varsayım, 1980'li yıllarda Kanada-ABD ve ABD-Kanada satın alımları ile ilgili verilerle de doğrulanmıştır. Makro değişkenler bağımlı değişken davranışının yalnızca sınırlı bir oranını açıkladığı görülmüştür. Yine de bazı makro değişkenlerin önemli roller oynadığı vurgulanmıştır. Çalışma sonuçları, satın alanın uyuşuğu ne olursa olsun, Amerikan borç ve hisse senedi piyasalarının, satın almaların finansmanı için temel olduğuna işaret ettiğini göstermiştir. Döviz kurunun ise nispeten küçük bir rol oynadığı görülmüştür.

Vanconcellos ve Kish (1998), çalışmalarında tahvil getirileri, döviz kurları ve hisse senedi fiyatları arasındaki hareketlerin, sınır ötesi satın alma sayısını nasıl

etkilediğini incelemişlerdir. Bu makroekonomik değişkenlerin ABD ile Almanya, İtalya, İngiltere ve Fransa arasındaki sınır ötesi satın alma eğilimleri üzerindeki etkisini analiz etmek için logit ve OLS regresyon modellerini kullanmışlardır. Çalışmada şirkete ve sektöre özgü değişkenlerin aksine, makroekonomik değişkenlerin sınır ötesi birleşme ve satın almalar üzerindeki ortak etkisi üzerinde durmayı amaçlamışlardır. Logit model sonuçları tahvil getirilerinin sınır ötesi satın alımlardaki eğilimleri açıkladığını gösterirken, regresyon sonuçları ABD hisse senedi fiyatlarının iyi bir açıklayıcı değişken olduğunu göstermiştir. Genel olarak sonuçlar, satın alan ülkenin tahvil getirileri, satın alınan şirketin ülkesinden daha yüksek olduğunda, yabancı satın almaların daha sık gerçekleştiğini göstermiştir. Buna ek olarak, dış borsalara göre kötü seviyede olan ABD borsaları ABD şirketlerinin dış alımlarını teşvik ettiği sonucuna varılmıştır.

Andrade vd., (2001), 1990'lardaki birleşme faaliyetlerinin, 1980'li yıllarda olduğu gibi endüstri bazında güçlü bir şekilde kümeleştiğine dair kanıtlar sunmuştur. Bunun beraberinde, deregülasyonun, önceki dönemlerde önemli olduğunu vurgulayarak, 1980'lerin sonundan sonra birleşme ve satın alma faaliyetlerinde baskın bir faktör haline geldiğini belirtmiştir. Birleşme faaliyetinin büyük bir çoğunluğunun temel tetikleyicisinin deregülasyon olduğunu da gözlemlemiştir.

Reed ve Babool (2003), bir ülkenin dışa ve içe birleşme ve satın alma faaliyetini açıklayan faktörleri incelemişlerdir. Birleşme ve satın alma faaliyetini açıklamak için kullanılan değişkenler ise döviz kuru, faiz oranı ve borsa fiyatlarıdır. Analiz için panel veri ve regresyon modeli kullanılmıştır. Değişkenlerin, ABD, Avustralya, Kanada, Fransa, Almanya, Japonya ve İngiltere'nin yiyecek, içecek ve tütün endüstrisindeki birleşme ve satın alma faaliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analiz, üç değişkenin (döviz kuru, faiz oranı ve hisse senedi fiyatları) ülkeye göre birleşme ve satın alma faaliyetlerindeki farklılıkları açıklamada oldukça önemli olduğunu göstermiştir. Özellikle döviz kuru değişikliğinin dışa satın alma faaliyeti üzerinde çok esnek bir etkisi olduğu belirlenmiştir. Aynı zamanda fiyat etkilerinin dışa dönük yatırım akışlarını belirlemede önemli olduğu vurgulanmıştır. Borsa endeksi iç ve dış birleşme ve satın alma faaliyetini olumlu etkilemiştir. Faiz oranının cari dönemde birleşme ve satın alma üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu belirtilmiştir.

Rossi ve Volpin (2004), ülkeler arasındaki yasa ve düzenlemelerdeki farklılıklara odaklanarak dünya çapındaki birleşme ve satın almaların belirleyicilerini incelemişlerdir. Daha iyi muhasebe standartları ve daha güçlü hissedar korumasına sahip ülkelerde birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hacminin önemli ölçüde daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Nakit teklif verme olasılığının, satın alan şirketin ülkesindeki hissedar koruma düzeyinin artmasıyla birlikte azaldığı vurgulanmıştır. Sınır ötesi anlaşmalarda, hedefler tipik olarak, alıcıların ülkelerinden daha zayıf yatırımcı korumasına sahip ülkelerdendir ve bu durum sınır ötesi işlemlerin hedef şirketlerdeki yatırımcı koruma derecesini artırarak bir yönetim rolü oynadığını göstermektedir. Bu sonuçlara 49 ülkede 1990'larda ilan edilen ve 2002'nin sonunda tamamlanan birleşme ve satın alma verileri kullanılarak ulaşılmıştır. Ayrıca, daha iyi yatırımcı korumasının, bir ödeme yöntemi olarak hisse senedinin daha fazla kullanılması ve daha yüksek satın alma primleri ile ilişkili olduğu bulunmuştur. Sınır ötesi anlaşmalarda, satın alanların ortalama olarak hedeflerden daha yüksek yatırımcı korumasına sahip olduklarını, yani hedef şirketlerin sınır ötesi anlaşmalar yoluyla zayıf bir yönetim modelinden vazgeçtiği gözlemlenmiştir.

Hijzen vd., (2006), ticaret maliyetlerinin, sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerinde hem sayı hem de değer artışındaki rolünü analiz etmişlerdir. Özellikle, yatay ve yatay olmayan birleşme ve satın almaları ayrı ayrı ele alarak mesafe ve ticaret politikası engellerinin bu iki tür birleşmeyi farklı şekilde etkileyip etkilemediğini araştırmışlardır. 1990-2001 dönemi için 23 OECD ülkesinin endüstri verileri kullanılmıştır. Bulgularda, toplam ticaret maliyetlerinin sınır ötesi birleşme faaliyetini olumsuz etkilemesine karşın, etkisinin yatay ve yatay olmayan birleşmelerde önemli ölçüde farklılık gösterdiği görülmüştür. Yatay birleşmeler üzerindeki olumsuz etkinin daha az olduğu gözlemlenmiştir.

Bris ve Cabolis (2008), sınır ötesi birleşmelerle, kurumsal yönetimdeki değişikliklerin şirket değeri üzerindeki etkilerini analiz etmeye çalışmışlardır. 39 ülkeden 506 satın alma örneği ele alınarak yatırımcı korumasındaki değişim ölçüleri incelenmiştir. Çalışma sonuçlarına göre, satın alanın ülkesindeki hissedar koruma ve muhasebe standartları ne kadar iyi olursa, yurt içi satın almalara göre sınır ötesi birleşmelerde birleşme priminin o kadar yüksek olduğu gözlemlenmiştir.

Coeurdacier vd. (2009), dünyanın belli başlı ekonomilerinden on imalat ve on hizmet sektöründe sınır ötesi birleşme ve satın almaların belirleyicilerini incelemişlerdir. Çalışma dönemi 1985-2004 yıllarını içermektedir. Ampirik sonuçlar, Avrupa entegrasyonunun ve hedef ülkedeki kurumsal yapının iyileştirilmesinin sınır ötesi birleşme ve satın almaların dünyadaki gelişmelerini olumlu yönde etkilediğini göstermiştir. Aynı zamanda, analizde coğrafyanın sınır ötesi birleşme ve satın almadaki rolünü araştırarak; ortak sınır ve ortak dil için coğrafi mesafenin önemini vurgulamışlardır. Birleşme ve satın alma faaliyetlerinde coğrafi yakınlığın önemli olduğunu gözlemlemişler ve üst yönetim kararlarının ulusal kültürden etkilendiğini gösteren önemli anekdotal kanıtların varlığına değinmişlerdir. Kültürel farklılıklar, satın alanların hedef şirketlere ilişkin algılarını etkilemede önemli bir rol oynadığını ve bu durumun sınır ötesi birleşme ve satın alma müzakereleri için önemli sonuçlar doğurabileceği belirtilmiştir. Bununla birlikte, coğrafyanın etkisinin, gelişmekte olan ülkeler için gelişmiş pazarlardan çok daha önemli olduğu görülmektedir. Devlet politikaları için bilgilendirici olan kurumlar vergisinin rolünün ise önemli bir etken olduğu gözlemlenmiştir. Bununla beraber hedeflenen ve satın alan ülkeler arasındaki efektif ortalama kurumlar vergisi farkındaki yüzde 10 puanlık bir azalma, aynı sektördeki imalat öz sermaye yatırım çıkışlarını %68 artıracak görülmüştür. Bu büyük etki, kurumlar vergilerindeki değişikliklerin yabancı sermayeyi çekmek için etkili bir araç olduğunu ve Avrupa'da maliye politikalarının koordinasyonu sorununu gündeme getirdiğini göstermiştir.

Ferreira vd., (2010), kurumsal yatırımcıların sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerindeki rolünü incelemişlerdir. Yabancı kurumsal sahipliğin, dünya çapında sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerinin yoğunluğu ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğu görülmüştür. Yabancı kurumsal sahipliğin, sınır ötesi birleşme anlaşmasının, başarılı olma olasılığını arttırdığı ve teklif veren hedef şirketin tam kontrolünü ele geçirdiği vurgulanmıştır. Sonuçlar, yabancı kurumsal yatırımcıların uluslararası pazarda kurumsal kontrol için kolaylaştırıcı olarak hareket ettikleri hipoteziyle tutarlı olduğu; şirketler arasında köprü kurdukları ve işlem maliyetlerini ve teklif veren ile hedef arasındaki bilgi asimetrisini azalttıkları belirlenmiştir. Sonuç olarak, kurumsal para yöneticilerinin ve sınır ötesi birleşme ve satın almaların sınır

ötesi portföy yatırımlarının, dünya çapında finansal entegrasyonu teşvik etmede tamamlayıcı olduğu belirlenmiştir.

Choi vd. (2010), sınır ötesi banka birleşme ve satın alma faaliyetlerinde, satın alanların getiri spreadlerindeki değişikliklerini incelemişlerdir. Bu değişikliklerin, banka satın alma faaliyetlerinde riski artırıp artırmadığını deneysel olarak araştırmışlardır. Ayrıca, teklif veren ile hedef ülkeler arasındaki kurumsal ortamlardaki farklılıkların, birleşme ve satın alma duyurularının ardından getiri spreadlerindeki değişiklikleri nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Çalışma, tahvil sahiplerinin genel olarak, sınır ötesi banka birleşme ve satın almalarını yerel banka birleşmelerinden farklı olarak risk artırıcı faaliyetler olarak algıladıklarını ortaya koymuştur. Özellikle sınır ötesi birleşme ve birleşmelerin açıklanmasının ardından getiri farkları ortalama 4,13 baz puan artmıştır. Aynı zamanda bu getiri spreadlerinin, işlem yapan ülkeler arasındaki yatırımcı koruma ve mevduat sigortası ortamlarındaki farklılıklardan önemli ölçüde etkilendiği ortaya konmuştur. Ancak çalışma, işlem yapan tarafların ana vatanlarındaki düzenleyici ve denetleyici ortamın getiri spreadlerindeki değişiklikleri önemli ölçüde etkilemediğini göstermiştir.

Uddin ve Boateng (2011), Birleşik Krallık'ta 1987-2006 döneminde gerçekleşen sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerini incelemişlerdir. Makroekonomik faktörlerin birleşme ve satın alma üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analiz için eşbütünleşme testi ve hata düzeltme modeli kullanılmıştır. Analiz sonuçları, GSYH, döviz kuru, faiz oranı ve hisse fiyatlarının, Birleşik Krallık'taki sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyeti üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermiştir. Öte yandan, GSYH, para arzı ve hisse fiyatlarının, Birleşik Krallık'taki sınır ötesi birleşme ve satın alma girişleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğu görülmüştür.

Hiruta (2012), 2000-2005 döneminde Japon şirketleri arasında kamuya açıklanmış 77 birleşme ve satın almayı incelemiştir. Ele alınan örnek kütleden, holdingler ile alt şirketler arasındaki satın almalar, azınlık pay katılımı ile yapılan satın almalar ve sübvansiyon şeklindeki birleşmeler çıkartılmıştır. Örnekleme yer alan hem satın alan hem de hedef şirket paydaşlarının, duyuru sonrasında olumlu anormal getiriler elde ettikleri ve sağlanan servet artışının önemli olduğu gözlemlenmiştir.

Bae vd., (2013), ABD şirketleri tarafından özel ve kamusal hedeflerin sınır ötesi satın alımlarını incelemişlerdir. Sınır ötesi satın almalarda ülke düzeyinde likidite ve şeffaflığın rolleriyle özellikle ilgilenmişlerdir. Çalışma sonuçlarında, özel şirket hedefin tipik bir satın alma anlaşmasından boyut olarak daha küçük olduğunu ve ödeme için nakidin çok tercih edilmediği belirlenmiştir. Hedef şirketlerin % 60'ından fazlası, satın alan şirketlerle aynı sektörde olduğu ve özel şirket hedeflerin büyük bir kısmı yüksek teknoloji endüstrisinden olduğu görülmüştür. En önemlisi, satın alan şirketlerin düşük şeffaflığa sahip ülkelerde özel şirket hedefleri satın alma olasılığının daha yüksek olduğunu, ancak hedef şirket ülkelerindeki piyasa likidite seviyesinin hedef seçimi üzerinde çok az etkisi olduğu görülmüştür. Ayrıca, hedef seçimiyle ilişkili içsellik önyargısını hesaba kattıktan sonra, ülke likiditesi artık sınır ötesi satın almalarda satın alanların getirilerinin temel belirleyicisi olmadığı vurgulanmıştır.

Bena ve Li (2014), 1984-2006 döneminde patent sahibi olan birleşme verilerini kullanmışlardır. Büyük patent portföylerine ve düşük ar-ge harcamalarına sahip şirketlerin satın alan; yüksek ar-ge harcamaları ve patent çıktılarında yavaş büyüme gösteren şirketlerin hedef şirket konumunda olduğunu gözlemlemişlerdir. Ayrıca, birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleştiren şirketler arasındaki teknolojik örtüşme, işlem hızı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu vurgulanmıştır. Hedef şirketlerin daha önce teknolojik bağlantıları olan satın alan şirketlerin, ilerleyen süreçte daha fazla patent ürettiğini de göstermiştir. Çalışmada, inovasyon yeteneklerinin birleştirilmesinden elde edilen sinerjilerin, satın almaların önemli itici gücü olduğu sonucuna varılmıştır.

Andriosopoulos ve Yang (2015), kurumsal sahipliğin İngiltere'deki birleşme ve satın almalar üzerindeki etkisini araştırmışlardır. İngiltere'de 2000 ile 2010 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma örneği kullanılmıştır. Çalışma bulgularına göre, kurumsal sahiplik yoğunluğu ve yabancı kurumsal sahiplik, sınır ötesi birleşme ve satın alma olasılığını artırmaktadır. Ek olarak, kurumsal hissedarların yatırım ufkı etkisi değerlendirilerek, yatırım ufkunun sınır ötesi birleşme ve satın almaları teşvik etmede olumsuz bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Son olarak, 2007-2008 mali krizini kontrol ettikten sonra piyasa, sınır ötesi birleşme ve satın almaların ilanına olumsuz tepki vermiştir. Bu çalışmanın bir sınırlaması ise, kurumsal sahiplik etkisinin hedef şirketler açısından doğrudan test edilmesine izin vermemesidir. Bunun

nedeninin ise, verilere sınırlı ulaşılabilmesi ve bundan dolayı hedef şirketlerin sahiplik yapısının değerlendirilememesidir.

Lebedev vd., (2015), gelişmekte olan ekonomilerin birleşme ve satın alma öncüllerini ve performans sonuçlarını incelemişlerdir. İnceleme sonucunda hangi yeni iç görüler elde edilebileceğine ve hangi yeni araştırma yönlerinin ortaya çıkarıldığına odaklanılmıştır. Elde edilen bulgular, birleşme ve satın alma öncüllerinin ve sonuçlarının gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasında farklılık gösterebileceği yönündedir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ekonomilerin küresel ekonomideki ağırlıkları daha fazla arttıkça, bu ekonomilerin birleşme ve satın almalarla ilişkin araştırmaları, dünya çapındaki tüm birleşme ve satın almalarla ilgili araştırmalar arasında daha fazla ölçek, kapsam ve gelişmişlik kazanmasının zorunlu olabileceği vurgulanmıştır.

Sachdeva vd., (2015), 1991-2010 yılları arasında gerçekteşen birleşme ve satın alma duyurularının, satın alan şirket olarak yer alan Hintli şirketlerin paydaşlarının servetleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada 85 birleşme ve satın alma işleminin incelenmiştir. Çalışma sonucunda, satın alan şirketin paydaşlarının, birleşme ve satın alma ilanı sonrası kısa dönemde negatif ancak önemsiz getiri elde ettiği gözlemlenirken, duyuru gününde önemli ve olumlu bir ortalama anormal getiri elde ettiği görülmüştür.

Li vd., (2016), 2000 ve 2011 yılları arasında, satın alan şirketler olarak borsaya kayıtlı Çinli şirketleri içeren 367 sınır ötesi birleşme ve satın almadan oluşan bir örnek ele almışlardır. Kültürel mesafe ile satın alanların pazar değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Ortalama olarak, bu tür sınır ötesi işlemler, satın alan şirketlerin hissedarları için değeri yarattığı, ancak kültürel mesafenin, bu tür değeri yaratımının kapsamıyla olumsuz bir şekilde ilişkili olduğu saptanmıştır. Daha büyük, deneyimli ve aynı sektördeki şirketlerin satın alma işlemleri kültürel mesafeden daha az etkilendiği görülmüştür. Genel çıkarım olarak, daha büyük kapasiteye sahip şirketlerin, kültürel farklılıkların neden olduğu zorlukların üstesinden daha iyi gelebildikleri görülmüştür.

Sovbetov (2016), dünya genelinde 5512 birleşme ve satın alma işlemini incelemiştir. 1990-2015 yılları arasında gerçekteşen sınır ötesi birleşme ve satın almaları etkileyen makroekonomik faktörleri ele almıştır. Bu makroekonomik

faktörler; kişi başına GSYH, ulusal para, enflasyon oranları, ekonomik özgürlük endeksi puanı ve ulusal borsa kapitalizasyonudur. Analiz sonuçlarında satın alan şirketlerin hedef şirketlere göre; kişi başına GSYH'nin daha yüksek; ulusal para miktarlarının daha zayıf; enflasyon oranlarının daha düşük; ekonomik özgürlük endeksi puanının daha yüksek olduğu görülmüştür. Aynı zamanda ulusal borsa kapitalizasyonunun hedef şirket ülkesine göre nispeten daha küçük olduğu görülmüştür.

Antunes (2017), Birleşik Krallık merkezli satın alan şirketleri dikkate alarak 1985-2015 yıllarını içeren birleşme ve satın alma işlemlerini incelemiştir. Çalışmada makroekonomik ortam ile birleşme ve satın alma faaliyeti arasındaki çok değişkenli ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Makroekonomik faktörler olarak; GSYH, FTSE100 Endeksi ve 3 aylık LIBOR verileri ele alınmıştır. Analiz için zaman serisi ekonometrisi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarından elde edilen bulgular; GSYH'nin kısa ve uzun vadede birleşme ve satın alma faaliyetlerinin ana itici gücü olduğu gözlemlenmiştir. Borsanın, uzun vadede Birleşik Krallık'taki anlaşma faaliyetlerini etkileyebileceği öngörüldürken kısa vadede etkilemediği saptanmıştır.

Bonaime vd., (2018), siyasi ve düzenleyici belirsizliklerin, makro ve şirket düzeylerindeki birleşme ve satın alma faaliyetleriyle olumsuz yönde ilişkili olduğunu vurgulamışlardır. En güçlü etkiler ise vergiler, hükümet harcamaları, para ve maliye politikaları ve düzenlemelerle ilgili belirsizlik olduğu tespit edilmiştir. Yapılan incelemede politika belirsizliğinin birleşme ve satın alma faaliyetlerini şirket düzeyinde olumsuz etkilediğine dair kanıtlar bulunmuştur.

Gorbenko ve Malenko (2018), satın almaların popüler bir yatırım şekli olmasına rağmen, şirketlerin mali kısıtlamaları ile satın alma politikaları arasındaki bağlantının tam olarak anlaşılmadığını vurgulamışlardır. Mali açıdan kısıtlı teklif sahiplerinin hedeflere yaklaştığında, ne kadar teklif vereceğine ve nakit mi yoksa hisse senedi ile mi teklif vereceğine karar verebileceği bir model geliştirmişlerdir. Mali kısıtlamaların, teklif veren ve kazanan şirketlerin kimliğini etkilemediği görülmüştür. Ancak teklif verenlerin hedefe yaklaşma teşviklerini azalttığı belirtilmiştir. İhaleler, düşük kısıtlamalara veya yüksek sinerjiye sahip teklif sahipleri tarafından başlatıldığı görülmüştür.

Albuquerque vd., (2019), daha iyi yatırımcı korumasına sahip ülkelerden gelen sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerinin, ev sahibi ülkede kurumsal yönetim iyileştirmelerine yol açan bir işlevsel yakınsama kaynağı olduğu hipotezini test etmişlerdir. Sınır ötesi birleşme ve satın almaların, hedef olmayan şirketlerin yatırım ve piyasa değerlemesinde artışlara yol açarak, DYY'nin yalnızca kurumsal yönetişimi etkilemekle kalmayıp aynı zamanda gerçek etkiler de ürettiğini belirtmişlerdir. Bulgular, DYY ile kurumsal hesap verebilirliği teşvik eden ve dünya çapında hissedarları güçlendiren kurumsal yönetim uygulamalarının benimsenmesi arasında doğrudan bir bağlantı kurmaktadır. Yapılan çalışma, DYY'nin hedef şirketlerle sınırlı olmayan ancak hedef şirketin endüstri rakiplerine yayılmış kurumsal yönetim iyileştirmeleri ürettiğine dair doğrudan kanıt sağlayan ilk belgedir. Bulgular, piyasa güçlerinin, yani kurumsal kontrol için uluslararası pazarın, dünya çapında iyi kurumsal yönetişim uygulamalarını teşvik ettiğini göstermektedir.

Ahmad ve Lambert (2019), toplu pazarlık ile birleşme ve satın alma faaliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ülkelerin toplu pazarlık sistemlerinin en göze çarpan iki özelliği, yani sendika yoğunluğu ve pazarlık kapsamı üzerine odaklanmışlardır ve bunların dünya çapında birleşme ve satın alma sıklığı ve hacmi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 1992-2010 dönemi boyunca 46 ülkeden kapsamlı endüstri düzeyindeki veriler kullanılmıştır. Sırasıyla sendika yoğunluğu ve pazarlık kapsamının neden olduğu birleşme ve satın alma faaliyetlerinin, endüstri etkilerini izole etmek için ülkeler arasında toplu pazarlıktaki zamanlar arası değişimlerden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda, güçlü işçi sendikalarına ve yüksek pazarlık koordinasyonuna sahip ülkelerde birleşme ve satın alma işlemlerinin sıklığının ve hacminin arttığı görülmektedir. Aynı zamanda, toplu pazarlığın hedef şirket çalışanları arasındaki istihdam belirsizliğini azaltarak birleşme ve satın almaları teşvik ettiğini göstermektedir.

Maung vd., (2019), yatırım ortamının sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerini nasıl etkilediği üzerine bir araştırma yapmışlardır. Araştırma için, 31 ülkeden hedefleri ve 75 ülkeden alıcıları içeren toplam 2070 sınır ötesi birleşme ve satın alma işlem verileri kullanılmıştır. Analiz için OLS (Ordinary Least Squares) regresyonu kullanılmıştır. Analizde birleşme ve satın alma primleri (bağımlı değişken), yatırım ortamı endeksi, hissedar koruması, hedef şirketin toplam varlıkları,

GSYH büyüme oranı, hasım (anlaşma düşmanca ise bire, aksi takdirde sıfıra eşittir), teklif verenlerin sayısı, satın alan şirketin hisse senedi piyasası defter oranı gibi değişkenler kullanılmıştır. Sonuç olarak mevcut ülke düzeyindeki birkaç endeksi birleştirerek, hedef şirketin ülkesindeki yasal ve düzenleyici standartlar, yatırımcı koruması ve kurumsal şeffaflık gibi daha güçlü önlemlerin daha yüksek primlere yol açtığına dair ampirik kanıtlar bulunmuştur. Satın alan şirket yöneticilerinin, birleşme sinerjilerini elde etme ihtimallerinin yüksek olduğu durumlarda, yabancı hedefleri elde etmek için daha yüksek bir prim ödemeye istekli oldukları görülmüştür.

Kim vd., (2019), restoran ve konaklama endüstrilerinde birleşme ve satın alma dalgalarının oluşumunu araştırmışlardır. Dalgaların makroekonomik belirleyicilerini belirleyebilmek için, 16 makroekonomik değişken kullanılmıştır. Sonuçlar, incelenen konaklama endüstrilerinde tüm faktörlerin (genel faaliyet, piyasa değeri, borç maliyeti ve enflasyon) birleşme ve satın alma faaliyetlerinin sıklığını önemli ölçüde etkilediğini göstermiştir.

Ahmad vd., (2020), küresel ticaret ağını 1989'dan 2016'ya kadar her yıl haritalandırmış ve sınır ötesi ve yurtiçi birleşme faaliyetleriyle karşılaştırmışlardır. Ticaret ortağı ülkelerdeki ticaret ağırlıklı birleşme faaliyeti, belirli bir ülkenin hem sınır ötesi hem de yurtiçi düzeylerde bir birleşme dalgası durumunda olma ve hatta kendi gecikmiş birleşme faaliyetini kontrol etme olasılığını istatistiksel ve ekonomik olarak açıklayıcı güce sahip olduğunu vurgulamışlardır.

Kim vd., (2020), PCAOB (Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu), uluslararası denetimlerinin uluslararası birleşme ve satın alma sonuçlarını nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Denetlenen işletmelerin müşterilerinin, denetçinin teftiş raporunun kamuya açıklanmasından sonra satın alma hedefleri haline gelme olasılığının daha yüksek olduğu görülmüştür. Denetim raporlarında tanımlanan görev eksiklikleri ve giderilmemiş kalite kontrol eksiklikleri, PCAOB gözetiminin birleşme ve satın alma sonuçları üzerindeki olumsuz etkisini artırmaktadır. PCAOB tarafından denetlenen en az bir denetçiye sahip 35 ülkeden gelen verileri kullanarak, denetçi olmayan şirketlere kıyasla, denetlenen denetçilere sahip olanların bir satın alma teklifi alma olasılığının daha yüksek olduğu görülmüştür. Ayrıca, anlaşmalar incelenen denetçilerle hedefler içeriyorsa, anlaşmanın tamamlanma olasılığının daha yüksek

olduğunu ve anlaşma duyurusu getirilerinin daha yüksek olduğunu görülmüştür. Aynı zamanda PCAOB gözetiminin birleşme ve satın alma sonuçları üzerindeki olumlu etkisinin, incelemeden hemen sonra değil, teftiş raporunun kamuya açıklanmasından sonra ortaya çıktığı görülmektedir. Sonuç olarak, PCAOB gözetiminin birleşme ve satın alma anlaşmalarındaki bilgi belirsizliğini azalttığı görülmektedir.

Chiriac (2021), Avrupa ülkeleri üzerinde, ekonominin birleşme ve satın alma faaliyetleri üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Veriler 2015-2019 yıllarını kapsamakla birlikte analiz için Çoklu regresyon ve SPSS kullanılmıştır. Analizde birleşme ve satın alma sayısı, GSYH, enflasyon oranı, ekonominin açılma oranı (ithalat+ihracat)/GDP, faiz oranı, borsa endeksi kullanılmıştır. Analiz sonucunda GSYH, hisse senedi endeksi oranı, ekonominin açılma oranı, faiz oranı ve enflasyon oranının birleşme ve satın alma faaliyetlerini etkileyen makroekonomik göstergeler olduğu görülmüştür.

Yerli Literatür

Yağıl (1996), ABD ekonomisindeki birleşme faaliyetleri ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın bulguları, birleşme faaliyetlerinin operasyonel veya finansal sinerji tarafından motive edilmesinin, makroekonomik faktörlerle yakından ilişkili olduğu yönündedir. Bulgular ayrıca, bu ilişkinin salt holdingler için holding olmayan birleşmelere göre daha güçlü olduğunu göstermiştir. Bunun beraberinde hazine bonusu faiz oranının, nakit birleşmeler üzerindeki etkisi olumlu iken, menkul kıymet birleşmeleri üzerinde etkisinin olumsuz olduğu görülmüştür.

Kandemir (2003), doktora tezinde birleşme ve satın almaların işletmeler üzerindeki finansal etkisini incelemiştir. Bu amaçla İMKB’de işlem gören bazı işletmeler üzerinde bir çalışma gerçekleştirmiştir. Sonuç olarak, çalışmaya konu olan şirketlerin bazılarında birleşme ile birlikte performansında olumlu bir gelişme yaşanırken, diğer şirketlerde olumsuz gelişme yaşandığı gözlemlenmiştir.

Onat (2006), satın alma yolu ile gerçekleşen şirket birleşmelerinde, birleşmenin mali performansa etkilerini incelemiştir. Uygulama için oran analizi kullanılmıştır. Analiz sonucunda şirketlerin birleşme sonrasında verimlilik ve performanslarında düşüş yaşadığı görülmüştür. Çalışma sonuçlarına göre, şirketlerin birleşme sonrasında verimliliklerini sürdüremediği gözlemlenmiştir.

Uçer (2009), çalışmasında Türkiye’de 1998 yılından 2009 yılına kadar 544 birleşme ve satın alma faaliyetinin gerçekleştirildiğini belirtmiştir. Bu işlemlerin ortaya çıkma nedenleri ve özelliklerini açıklayan bir araştırma bulunmadığından yola çıkarak inceleme yapmıştır. Türkiye’de birleşme ve satın alma faaliyetlerinin çoğunluk olarak yabancı şirketlerin yurtiçi varlıkları satın alma ilgilerinden doğduğunu vurgulamıştır. Çalışmada hedef şirketlerde, yerli ve yabancı alıcılara değerleri artmış hisselerini satma eğiliminin egemen olduğu tespit edilmiştir. Aşırı değerleme hipotezi ve diğer davranışsal birleşme ve satın alma kuramlarına paralel olarak borsa endeksindeki artışın Türkiye’deki birleşme ve satın alma faaliyetlerinin temel belirleyicisi olarak önemli bir rol oynadığı gözlemlenmiştir. Çalışmada dikkat çeken bir diğer bulgu ise, Türkiye pazarının diğer ülke bulgularının aksine yalnızca fiyat teklifine tepki verdiği, anlaşma özelliklerinin, satın alma sonucu oluşan borsa fiyatına etkisinin olmamasıdır. Aynı zamanda satın almalara borsanın verdiği tepkinin sınırlı kaldığı gözlemlenmiştir.

Kılıçaslan (2010), Türkiye’deki iki büyük bankanın, birleşme öncesi ve birleşme sonrası etkinlik ve verimliliğinin ölçülebilmesi açısından, farklı yıllardaki girdi ve çıktıları analiz etmiştir. Çalışmada Veri Zarflama Analizi (VZA) kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Yapı Kredi Bankası A.Ş.’nin birleşme öncesi etkinlik skorları girdi minimizasyonu yönelimli (CCR) modeline göre ortalama 93,85 iken, çıktı maksimizasyonu yönelimli (BCC) modeline göre ise 98,97 olarak çıkmıştır. Birleşme sonrasında yapılan etkinlik analizinde ise etkinlik skorları CCR modeline göre 94,44 iken, BCC modeline göre ise 99,22 olarak çıkmıştır. Bu sonuçlar doğrultusunda Yapı Kredi Bankası A.Ş.’nin etkinlik skor artışının ortalama %1’lik bir oranda gerçekleştiği görülmüştür. Bu artış iki bankanın birleşmesi sonucu beklenen etkinlik artışından daha düşük bir artış olduğu vurgulanmıştır.

Lebe ve Ersungur (2011), doğrudan yabancı yatırımların, gelişmekte olan ülkeler için önem arz eden bir unsur olduğunu ve yabancı sermayenin, bir ülkeye teknolojik yeniliği getirmesi gibi ekonomik büyüme ve kalkınmaya da önemli katkılar sunduğunu vurgulamıştır. DYY, ev sahibi ülkeye ait istihdam, ekonomik büyüme, ödemeler dengesi, ihracat, enflasyon gibi birçok ekonomik göstergiyi etkilemektedir. Türkiye’de DYY’lerin önemi ile birlikte 1980 sonrası dönemde birçok yasal düzenlemeler yapılmıştır. Fakat bir ülkenin doğrudan yabancı sermaye yatırım

performansının yalnızca yasal düzenlemelere bağılı olmadığını, bunun yanında ekonomik, siyasi, coğrafi ve kültürel etkenlerinde önemli rol oynadığı gözlemlenmiştir. Yapılan analizde Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye miktarını etkileyen ekonomik faktörler incelenmiştir. Araştırmada 1980-2007 dönemini içeren yıllık veriler kullanılmıştır. Eşbütünleşme ve Granger nedensellik testleri ile analiz yapılmıştır. Bulgular ise, dışa açıklık ve piyasa hacmi ile DYY arasında pozitif yönlü ilişki bulunurken; faiz oranı, hizmet sektörü etkinliği, ekonomik istikrar arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Hekimoğlu ve Tanyeri (2011), 1991-2009 yılları arasında kamuya açıklanan birleşme veya satın almaların paydaş değerine etkisini incelemişlerdir. BIST'e kote olan hedef şirketlerin hisse senetlerinin getirilerinin kullanıldığı çalışmada, üç günlük (duyuru günü ± 1 gün) olay penceresinde, hedef şirket hisselerinin, birleşmelerden %8.56 anormal getiri, kısmi satışlardan ise %2.25 kümülatif anormal getiri elde ettiği sonucuna varmışlardır.

Erel vd. (2012), çalışmalarında sınır ötesi birleşmelerin büyük çoğunluğunun ABD dışındaki özel şirketleri içerdiğini belirtmiştir. 1990-2007 yılları arasındaki yaklaşık 60.000 sınır ötesi birleşme ve satın alma işlemleri araştırılmış, coğrafi yakınlığın, karşılıklı ticaretin ve muhasebe standartlarının uyumluluğunun iki ülke arasındaki birleşme ve satın alma işlemlerini arttırdığı gözlemlenmiştir. Çalışmada aynı zamanda, borsadaki hareketliliğin, kur değişimi gibi cari değişkenlerin de belirleyici olduğu vurgulanmıştır.

Eyceyurt ve Serçemeli (2013), 2008-2009 yıllarında gerçekleşen her ikisi de İMKB'de işlem gören, birinin diğerini satın alması ile gerçekleşmiş şirket birleşmelerini araştırmışlardır. Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Birleşmelerin, satın alan şirket açısından hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini inceleme amacıyla t testi yapılmıştır. Sonuç olarak 180 günlük dönemde endekse göre aşırı bir getirinin elde edilemediği görülmüştür. 5 ile 30 gün arası daha kısa vadelerde ise az da olsa endekse göre yüksek getiri elde etmenin mümkün olduğu belirlenmiştir.

Selçuk (2015), Türkiye'de kamuya açıklanan birleşme ve satın almanın, paydaşların varlıkları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. 2000-2004 yılları

içerisinde kamuya açıklanan 67 anlaşmayı içeren bir veri kümesi ele alınmıştır. Analize dahil edilen Türk şirketlerinin, duyuru sonrası pay senedi fiyat performansı araştırılmıştır. Pay senedi fiyat tepkisi, duyuru günü etrafındaki 21 gün boyunca, standart olay çalışması metodolojisi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçları, birleşme ve satın alma faaliyetlerinde yer alan Türk şirketlerinin paydaşlarının, analiz edilen olay penceresine bağlı olarak %5,25'ten %8,53'e kadar değişen pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri oranlarına sahip olduklarını göstermiştir. Bu sonuç, birleşme ve satın almanın getirilerinin çoğunun hedef şirketlerce sağlandığı ve satın alan şirketlerin, hedef şirketlerdeki kontrol hakkını edinmek için bir prim ödemediklerini göstermiştir.

Usta (2015), 1995-2011 yıllarında, Türkiye'de gerçekleşmiş olan şirket birleşme ve satın almaları aracılığıyla gerçekleşen yatırımların dönemsel, sektörel ve ülke bazında analizini yapmıştır. Aynı zamanda birleşme ve satın almaların sektör büyüme oranları ile arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz için parametrik olmayan Kruskall Wallis ile Mann Whitney U testleri ve Ki-kare testleri kullanılmıştır. Dönemlere göre işlem sayısının ve işlem değerinin farklılığını incelemek için Kruskall Wallis testi, ikili karşılaştırmayı incelemek için Mann Whitney U testinden yararlanılmıştır. Birleşme yapılan dönem ile birleşme yapan şirketlerin sektörleri arasındaki ilişkiyi incelemek için de Ki-Kare testi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarında 1995-2011 yılları arasında gerçekleşen yabancı yatırımcı kaynaklı birleşme işlem sayılarının aynı seviyede devam ettiği ancak gerçekleşen yabancı kaynaklı işlem değerlerinin dalgalı bir trende sahip olduğu görülmüştür. İlgili dönem içerisinde, her bir yılda gerçekleşen yabancı kaynaklı birleşme sektörlerinin, gerçekleştiği yıldaki sektörel gelişmelerden etkilendiği gözlemlenmiştir. İlgili dönemlerde her bir ülkenin gerçekleştirmiş olduğu işlem sayılarının birbirinden bağımsız olduğu görülmüştür. Gerçekleşen işlemlere bakıldığında her ülke farklı bir yılda öne çıkarken; birleşme işlemlerinin gerçekleştikleri sektörler bakıldığında ise büyüme etkisinin pozitif olduğu ve bu büyüme etkisinin gerçekleştikleri tüm sektörlerde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

Ayas (2016), ülke dışından bir şirketin Türkiye'deki bir şirketi satın aldığı anda, zaman içindeki faaliyetleri gösteren farklı makro kurumların yani; devlet, yetenek geliştirme ve denetleme sistemi, finansal sistem, kültürel sistem gibi unsurların satın

alma başarısını ne derece etkileyip etkilemediğini incelemiştir. 2002-2013 yıllarını kapsayan dönemde borsada faaliyet gösteren 48 şirketin satın alma sonrası performansı incelenmiştir. Türkiye’den farklı devlet ve finansal sisteme sahip ülkelerdeki şirketlerle yapılan satın almaların performansı etkilemediği gözlemlenmiştir. Bununla birlikte, yetenek geliştirme ve denetleme sistemleri adı altında ele alınan kalifiye işçi düzeyinin, performansı pozitif etkilediği görülmüştür. Sendika gücünün ise performans üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı gözlemlenmiştir.

Coşkun ve Karğın (2016), bankaların farklı bir ülkede gerçekleştirdikleri sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerinin, finansal performansları üzerindeki etkilerini analiz etmişlerdir. Türkiye’de gerçekleşmiş olan üç sınır ötesi banka satın alma faaliyetinin gerçekleştirilmesinin ardından bankaların finansal performanslarına olan etkileri CAMELS analizi ile değerlendirilmiştir. Bu bankalar; Denizbank, Finansbank, ING Bank’tır. Satın alınma öncesi üç yıl ve satın alınma sonrası üç yıl dönemlerinde, mevduat bankalarının ortalamalarına kıyasla üç bankanın performans düzeyi incelenmiştir. Sonuçlar karşılaştırıldığında ise satın alınma sonrası dönemde, yabancı bankalar tarafından satın alınan üç bankanın performansında azalış gözlemlenmiştir.

Ayas ve Uğurlu (2017), sınır ötesi gerçekleştirilmiş olan satın alma işlemlerinde hedef şirketin yüzde kaçının satın alınması gerektiği konusunun kritik bir karar olduğunu vurgulayarak, hangi oranda satın alma yapıldığının riskleri ve getirileri olduğunu belirtmişlerdir. Şirketlerin başarılarının sürdürülebilirliklerini etkilediğini vurgulayarak hedef şirketin halka açık olmasının satın alma oranı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada 2006-2015 arası dönemde 23 farklı ülkeden alıcı şirketin Türkiye’de gerçekleştirdiği şirket satın alma faaliyetleri incelenmiştir. 113 satın alma faaliyeti incelenmiş ve sonuçta, hedef şirket halka açık ise daha az oranda satın alma yapıldığı gözlemlenmiştir.

Ayas (2020), sınır ötesi gerçekleştirilen satın alma faaliyetlerinin tüm dünyada olduğu gibi Türk şirketlerinin de ilgisini çektiğini belirtmiştir. Çalışmada, hedef ya da alıcı şirketlerden birinin Türk, diğerinin yabancı olduğu satın alma faaliyetleri incelenmiştir. 1998-2018 yılları arası dönem ele alınmış ve Türklerin yurt dışında yaptığı 275 işlem ile yabancı şirketlerin Türkiye’de gerçekleştirdiği 883 satın alma

işlemi incelenmiştir. Yapılan inceleme sonucu satın alma işlemlerinin çoğunlukla Avrupalı şirketlerle gerçekleştirildiği görülmüştür. Satın alma faaliyetlerinde işlem sayısı ve işlem hacmi dönemler itibari ile farklılık göstermiştir. Satın alma faaliyetinin yoğunlukla gerçekleştirildiği sektörlerin finans ve imalat sektörleri olduğu belirtilerek, yatay olmayan satın alma işlemlerinin yatay satın alma işlemlerine göre daha çok olduğu gözlemlenmiştir.

3.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Çalışmada G-20 ülkelerinin “finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörleri” ve “makroekonomik değişkenleri” nin birleşme ve satın alma sayısı ve işlem değerleri üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Şirketlerin küresel bağlamda sürdürülebilirliklerini korumak için tercih ettikleri stratejilerden biri de birleşme ve satın alma faaliyetleridir. Şirketler büyüme arzularını gerçekleştirmek ve piyasadaki rakipleri ile rekabet edebilmek için de birleşme ve satın alma yoluna gidebilirler. Bu bağlamda şirketlerin hem ülke içi hem de sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunmadan önce dikkat etmeleri gereken ekonomik faktörler bulunmaktadır. Ülkelerin birleşme ve satın alma faaliyetlerinde makroekonomik faktörler üzerine sınırlı incelemeler yapılmıştır. Resende 2008’de yaptığı araştırmasında bir ülkedeki birleşme ve satın almaya yönelik anlaşma faaliyetlerinin güçlü bir şekilde ekonomik faktörler tarafından yönlendirilebileceğini öne sürmüştür. Antenus ise 2017’de yaptığı çalışmasında, gelecek dönemlerde yapılacak araştırmaların kapsamını ve karmaşıklığını genişletmenin, mevcut birleşme ve satın alma kalıplarının arasındaki boşluğu kapatabileceğini vurgulamıştır. Bu öneriden yola çıkarak, bu çalışmada birleşme ve satın alma faaliyetleri hem makroekonomik hem finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörleri ile çok yönlü incelenmiştir. Ülkeler kapsamında, finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörlerinin birleşme ve satın alma faaliyetleri üzerinde etkisinin araştırılmasının da bu bağlamda yeni bir fikir sunacağı düşünülmektedir. Aynı zamanda bu çalışma ile birlikte, şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarını etkileyen faktörler ile bu faktörlerin ağırlıkları belirlenebilecektir. Birleşme ve satın alma faaliyetleri DYY’nin de bir türüdür. DYY’lerin artması ve sürdürülebilir olması ülkeler açısından önemlidir. Bu çalışmanın amaçlarından biri de DYY’lerin birleşme ve satın

alma yolu ile artırılma yollarıdır. Bu çalışma, ülkeye yatırımları artırmak için belirlenecek ön çalışmalara ışık tutması açısından önemlidir. Çalışma, aynı zamanda DYY’lerde bir düşüş yaşanması halinde, ülkelerin belirleyecekleri strateji ve çalışmalarda hangi faktörlerin önemli olduğunun belirlenmesi açısından da önem arz etmektedir.

G-20 ülkeleri içerisinde yer alan Türkiye, stratejik konumundan dolayı DYY’ler için bir çekim alanı oluşturmaktadır. Bu çalışmanın Türkiye’nin stratejik anlamda rekabet ettiği ülkelere karşı daha istikrarlı karar almasına ve belirleyeceği politikalara yön vermesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

3.3. Araştırmanın Yöntemi, Kapsamı ve Kısıtları

Araştırmada kapsam olarak G-20 ülkeleri seçilmiştir. 2022 yılı itibari ile G-20 ülkeleri dünya ekonomisinin yaklaşık %85’ini, dünya ticaretinin ise yüzde 75’ini oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra G-20 ülkeleri dünya nüfusunun üçte ikisini kapsamaktadır (BBC News Türkçe, 2022). KPMG 2019 raporuna göre G-20 ülkelerinin birleşme ve satın alma işlem değerleri 2019 yılsonu itibari ile 3,3 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. G-20 ülkeleri, toplam gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlem değerinde %86,2 oranında bir pay elde etmiştir. Bu durum, dünyada birleşme ve satın alma faaliyetlerinin büyük çoğunluğunun G-20 ülkeleri ile gerçekleştiğini göstermektedir. Bu bağlamda çalışmanın kapsamı G-20 ülkeleri olarak belirlenmiştir.

G-20 ülkelerinin finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörleri olarak; *ticari banka şubeleri, yasal hakların gücü endeksi, kredi derinliği bilgi endeksi, takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranı ve banka sermayelerinin aktiflere oranı* kullanılmıştır. Makroekonomik değişkenler olarak; *kişi başına milli gelir, döviz kuru, faiz oranı, demografik bilgiler, istihdam, doğrudan yabancı yatırımlar, enflasyon, CDS primleri ve borsa endeks verileri* kullanılmıştır.

Bağımlı değişkenler, G-20 ülkelerinin *birleşme ve satın alma sayısı ile işlem değerleridir*. Değişkenler “3.2.1.Çalışmada Kullanılan Değişkenler” başlıklı bölümde detaylı olarak açıklanmıştır. Analiz için elde edilen veriler 2013-2020 yılı arası yıllık

ve 1996-2020 yılı arası yıllık verilerdir. İki farklı zaman aralığı kullanılarak iki farklı model kurulmuştur.

Model 1 için; araştırmanın yokluk ve alternatif hipotezleri aşağıda gösterildiği gibi belirlenmiştir:

$H_0 = \text{Finansal faktörlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi yoktur.}$

$H_1 = \text{Finansal faktörlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi vardır.}$

Model 2 için; araştırmanın yokluk ve alternatif hipotezleri aşağıda gösterildiği gibi belirlenmiştir:

$H_0 = \text{Makroekonomik değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi yoktur.}$

$H_1 = \text{Makroekonomik değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi vardır.}$

Çalışmanın kısıtları olarak; analiz için iki farklı model kurma nedeni; çoğunlukla finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörlerine ait verilere 2013 yılından itibaren erişilmiş olmasıdır. Bundan dolayı Model 1, 2013-2020 yılını kapsamaktadır. Model 2 ise 1996-2020 yılını kapsamakta ve makroekonomik değişkenleri içermektedir. Çalışmanın bir diğer kısıtı ise, makroekonomik değişkenler arasında yer alan faiz oranı ve kredi temerrüt takası verilerine 2013-2020 arasında eş zamanlı olarak ulaşılabildiği için Model 1 içinde değerlendirilmesidir. Her iki modelde bağımlı değişken, birleşme ve satın alma işlem hacminin işlem sayısına oranlanması ile elde edilmiştir. Model 1 ve Model 2 için belirlenen bağımlı ve bağımsız değişkenler Tablo 3.1’de verilmiştir.

Tablo 3.1. Değişkenler ve Kodları

Değişken Türleri	Değişken Kodu
Bağımlı Değişken	
Birleşme ve Satın Alma İşlem Hacmi / Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayısı	Bs
Bağımsız Değişken (Model 1)	
Ticari Banka Şubeleri	Bank
Yasal Haklar Endeksinin Gücü	Yasal
Kredi Derinliği Bilgi Endeksi	Kredi
Takipteki Kredilerin Toplam Brüt Kredilere Oranı	Takip
Banka Sermayelerinin Aktiflere Oranı	Ser
Faiz Oranı	Faiz
Kredi Temerrüt Takası	Cds
Bağımsız Değişken (Model 2)	
Kişi Başına Milli Gelir	Gdp
Döviz Kuru	Kur
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	Dyy
Enflasyon	Enf
İstihdam	İst
Borsa Endeksi	End
Demografik Bilgiler	Demo

Analiz için panel veri yöntemi kullanılmıştır. Panel veri; yatay kesitlere ait zaman boyutu olan verilerin ekonomik ilişkilerinin tahmini için kullanılan bir yöntemdir. Analizde kullanılan veriler yatay kesit (ülkeler) ve bu kesitlere ait zaman (yıllar) boyutlarına sahiptir. Bu sebepten dolayı panel veri analizi tercih edilmiştir.

3.3.1. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Analiz için kullanılan bağımlı (birleşme ve satın alma sayısı ve işlem değeri) ve bağımsız (“finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörler” ve “makroekonomik değişkenler”) değişkenler detaylı olarak aşağıda tanımlanmıştır.

Bağımlı değişkenler;

G-20 ülkelerinde 19 ülke ve Avrupa Birliği bulunmaktadır. Bu analizde 19 ülke değerlendirmeye alınmıştır. Bağımlı değişkenler; birleşme ve satın alma sayısı ve işlem değeridir. Birleşme ve satın alma işlem sayıları ve değerleri ilgili ülke içinde, belirlenen yılda gerçekleştirilen yerli ve sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerini kapsamaktadır.

Birleşme ve Satın Alma İşlem Sayıları: G-20 ülkeleri içinde yer alan 19 ülkenin 1996-2019 yılları arasında gerçekleşen işlem sayılarıdır. İşlem sayıları her bir ülkede gerçekleştirilen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin toplam sayılarıdır. Veriler yıllık olarak alınmıştır. Veriler, “Birleşmeler, Satın Almalar ve İttifaklar Enstitüsü (IMAA)”;imaa-institute.org sitesinden elde edilmiştir. Birleşmeler, Satın Almalar ve İttifaklar Enstitüsü (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, IMAA), birçok ülkede faaliyet gösteren uluslararası bir profesyonel birliktir.

Birleşme ve Satın Alma İşlem Değeri: G-20 ülkeleri içinde yer alan 19 ülkenin 1996-2019 yılları arasında gerçekleşen işlem değerleridir. İşlem değerleri her bir ülkede gerçekleştirilen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin toplam işlem değeridir. Veriler yıllık olarak alınmıştır. Veriler, Birleşmeler, Satın Almalar ve İttifaklar Enstitüsü (IMAA);imaa-institute.org sitesinden elde edilmiştir.

Analiz için birleşme ve satın alma işlem değerleri, işlem sayısına bölünerek birim başına düşen işlem değeri miktarı kullanılmıştır.

Bağımsız Değişkenler:

Bağımsız değişkenler; “finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörleri” ve “makroekonomik değişkenler” dir. Finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörlerine ait veri seti Ek.1’de gösterilmiştir. Finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörlerine ait açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

Finansal Erişim, İstikrar ve Verimlilik Faktörleri;

Dünya kalkınma göstergeleri içerisinde yer alan finansal erişim, istikrar ve verimlilik verilerinin tümüne Dünya Bankası’ndan ulaşılmıştır. G-20 ülkelerinin hepsinde ortak olarak bulunan beş değişken kullanılmıştır. Veriler 2013- 2019 yıllarını kapsamaktadır.

Ticari Banka Şubeleri (100.000 Yetişkin Başına): Ticari banka şubeleri, yerleşik ticari bankaların ve müşterilere finansal hizmetler sağlayan ticari bankalar olarak işlev gören ve ana merkezden fiziksel olarak ayrılmış ancak yasal olarak ayrı bağlı kuruluşlar olarak örgütlenmemiş olan perakende satış yerleridir. Veriler, raporlama yapan ülkedeki her 100.000 yetişkin için ticari bankaların şube sayısı olarak

gösterilmektedir. Raporlama yapılan ülkedeki (kurum sayısı + şube sayısı)*100.000/yetişkin nüfus olarak hesaplanmaktadır.

Bir ülkenin ticari banka şube sayısının fazla olması, o ülkenin ekonomisi hakkında çıkarım yapılabilmesini sağlayabilir. Aynı zamanda bir ülkedeki ticari banka şube sayılarının fazla olması, o ülkede fon bulma veya finansmana erişim ihtimalinin de yüksek olabileceğini düşündürmektedir. Bir ülkede yetişkin başına düşen banka şube sayısı arttığında, bu durum birleşme ve satın alma faaliyetleri açısından olumlu olarak değerlendirilebilecektir. Bu nedenle çalışmaya ticari banka şubeleri değişkeni eklenmiştir ve birleşme ve satın alma faaliyetleri arasındaki ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Yasal Hakların Gücü Endeksi (0=zayıf ile 12=güçlü): Teminat ve iflas yasalarının, borç alanların ve borç verenlerin haklarını ne ölçüde koruduğunu ve böylece ne düzeyde borç vermeyi kolaylaştırdığını ölçmektedir. Endeks 0 ile 12 arasında değişmektedir ve daha yüksek puanlar bu yasaların krediye erişimi genişletmek için daha iyi tasarlandığını göstermektedir.

Yasal hakların gücü endeksinde veriler, Dünya Bankası tarafından ekonomiler arasında karşılaştırılabilirliği sağlamak için, işin yasal biçimi, büyüklüğü, konumu ve faaliyet doğası hakkında varsayımlar elde edilmesi adına standart bir anket ile toplanmaktadır. Bu anketler, avukatlar, muhasebeciler, nakliye komisyoncuları, hükümet yetkilileri, ticari danışmanlar ve yasal ve düzenleyici gereklilikleri yöneten diğer profesyoneller tarafından toplamda dokuz binden fazla yerel uzman tarafından yönetilmektedir. Anketlerden elde edilen veriler, toplanan bilgilerin kontrol edilmesi ve genişletilmesi için çok sayıda sağlamlık testine tabi tutulmaktadır.

Tasarruf ve yatırımı teşvik eden istikrarlı bir finansal sistem, gelişen bir demokrasi ve piyasa ekonomisi için önem arz etmektedir. Kredi piyasalarının gelişmesi, borçluların kredi deneyimlerine ait, güvenilir ve doğru verilerine erişimi ile doğru orantılıdır. Borç verenler, borçlunun kredi geçmişine ve teminatına bakmaktadırlar. Çoğu gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, kredi kayıtlarının ve etkili teminat yasalarının olmadığı yerlerde, bankalar daha az kredi vermektedir. Kredi almayı kapsayan göstergeler, yasal hakların gücü endeksi ve kredi bilgilerinin derinliği endeksini içermektedir. Bir ülkenin ekonomik sağlığı yalnızca makroekonomik

terimlerle değil, aynı zamanda yasalar, yönetmelikler ve kurumsal düzenlemeler gibi ekonomik faaliyetleri şekillendiren diğer faktörlerle de ölçülmektedir. Bu bağlamda yasal hakların gücü endeksi ve kredi derinliği bilgi endeksi; iş düzenlemesini, düzenleyici sonuçları ve mülkün yasal korumasının kapsamını, istihdam düzenlemesinin esnekliğini ve işletmeler üzerindeki vergi yükünü ölçmektedir. Yasal düzenlemenin zor olduğu yerlerde, kayıt dışılık seviyeleri daha yüksektir. Bunun sonucu olarak, kayıt dışı sektördeki firmalar genellikle krediye daha az erişime sahiptirler ve daha yavaş büyürler. Bundan dolayı yasal hakların gücü endeksi ve kredi derinliği bilgi endeksi, politika yapıcılarının bir ülkedeki iş ortamını anlamalarına yardımcı olabilmektedir (World Bank, “Strength of Legal”, 2023). Şirketlerin de, birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunurken bu endekslerin bilgileri ile kararlarını yönlendireceği düşünülmektedir. Aynı zamanda ülkelerin birleşme ve satın alma yolu ile yatırım çekebilmek için bu endekslerin bilgileri üzerine sürekli iyileştirme yapmaları gerekmektedir. Bu bağlamda yasal hakların gücü endeksinin ve kredi derinliği bilgi endeksinin birleşme ve satın alma faaliyetleri üzerinde de etkisi olacağı düşünülerek çalışmaya dahil edilmiştir.

Kredi Derinliği Bilgi Endeksi (0=düşük ile 8=yüksek): Kamu veya özel kredi sicilleri aracılığı ile sağlanan kredi bilgilerinin kapsamını, erişilebilirliğini ve kalitesini etkileyen kuralları ölçmektedir. Endeks 0 ile 8 arasında değer almaktadır. Daha yüksek değerler, borç verme kararlarını kolaylaştırmak için bir kamu sicilinden veya özel bir bürodan daha fazla kredi bilgisinin mevcut olduğunu göstermektedir.

Kredi derinliği bilgi endeksinde verilerin ölçümü yapılırken, ilgili ülkelerde faaliyet gösteren bankaların ve finans kurumlarının kredi bürolarına ve kredi sicillerinin veritabanlarına çevrimiçi bir platform aracılığı ile erişip erişmediği bilgilerine ulaşılır. Bununla birlikte kredi derinliği bilgi endeksi, ilgili ülkelerin sicil kredi puanları, bankaların ve finans kuruluşlarının borç alanların kredi değerliliğini değerlendirmelerine yardımcı olmak için hizmet sunar. Ayrıca, ilgili ülkenin kredi bürosu veya sicil dairesi aktif değilse veya yetişkin nüfusun %5’inden azını kapsıyorsa, kredi derinliği bilgisi endeksi puanı 0 olarak belirlenmektedir (World Bank, “Depth of Credit”, 2023).

Kredi derinliği bilgi endeksinin çalışmaya dahil edilme sebebine yukarıda yer alan yasal hakların gücü endeksi bölümünde değinilmiştir.

Takipteki Kredilerin Toplam Brüt Kredilere Oranı (%): Sorunlu kredilerin değerinin (kreditin bilançoda kaydedilen brüt değeri), kredi portföyünün toplam değerine bölünmesi ile elde edilmektedir (Özel kredi zararı karşılıklarının düşülmesinden önceki sorunlu krediler dahildir). Kredi portföyündeki varlık kalitesiyle ilgili sorunları belirleyerek banka sağlığını ve verimliliğini ölçmektedir.

Bankalardaki sorunlu kredi oranlarının artması piyasadaki ödeyememe gücünün bir göstergesi olarak görülmektedir. Aynı zamanda ekonominin olumsuz koşullar altında olabileceğinin bir göstergesi olabilir.

Ülkelerde kredi büyümesinde yaşanan aksamalar ve sorunlar, ekonomik büyümenin de aksamasına neden olmaktadır. Kredi büyümesini yavaşlatan en önemli engellerden biri takipteki alacak sorunudur. Takipteki alacaklar sorununu iyi bir şekilde analiz etmek, etkin çözüm yolları geliştirmek kredi büyümesinin sürdürülebilirliği için oldukça önem taşımaktadır (Demiralp, 2019). Süleymanlı (2021) sorunlu kredilerin TÜFE üzerinde etkisi olduğunu vurgulayarak bu görüşü desteklemiştir. Sorunlu kredilerin artış göstermesi ekonomik açıdan olumsuz bir durum olarak görülmektedir. Bu nedenle, sorunlu kredilerin varlığında o ülkeye yapılacak birleşme ve satın alma faaliyetlerinin de olumsuz etkilenebileceği düşünülmektedir. Bu sebeple, takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranı değişkeni analize dahil edilmiştir.

Banka Sermayelerinin Aktiflere Oranı (%): Banka sermayesinin ve rezervlerin toplam aktiflere oranıdır. Sermaye ve yedekler, sahipler tarafından sağlanan fonları, dağıtılmamış kârları, genel ve özel yedekleri, karşılıkları ve değerleme düzeltmelerini içermektedir. Sermaye, tüm ülkelerin bankacılık sistemlerinde ortak bir özellik olan 1. kademe sermayeyi (ödenmiş hisseler ve adi hisse senedi) ve fonların geri ödenmesi gerekmeyen belirli türdeki sermaye benzeri borçlanma araçlarını içeren toplam yasal sermayeyi içermektedir. Toplam varlıklar, tüm finansal olmayan ve finansal varlıkları içermektedir.

Uluslararası sermaye akışlarının büyüklüğü ve hareketliliği, finansal sistemlerin gücünü göstermektedir. Ülkeler sağlam finansal sistemlere sahip ise o

ülkede ekonomik aktivite ve refah artmaktadır. Ancak ekonomik istikrarsızlık finansal aktiviteyi bozarak ekonomiye maliyetler yüklemektedir. Banka sermayesinin aktiflere oranı, banka ödeme gücü ve esnekliğinin bir ölçüsüdür. Bu oran, bankaların beklenmedik kayıplarla ne ölçüde başa çıkabileceğini göstermektedir. Bu bağlamda banka sermayesinin aktiflere oranının, kötü bir performans sergilemesi ilgili ülkenin ekonomik istikrarına olumsuz yönde etki edebilir. Dolayısıyla ekonomik istikrarsızlık altında kalan bir ekonominin birleşme ve satın alma faaliyetlerinden de etkileneceği düşünülmektedir. Bu kapsamda banka sermayesinin aktiflere oranı çalışmaya dahil edilerek birleşme ve satın alma üzerindeki etkisi incelenecektir.

Makroekonomik Değişkenler;

Birleşme ve satın alma olgusu son yıllarda literatürde yoğun olarak araştırılan bir konu olmuştur. Bu olgunun incelenen iki temel yönü, birleşme teorileri ve birleşme kazançları üzerinedir. Birleşme ve satın alma da dikkat çeken bir diğer konu ise birleşme faaliyeti ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkidir (Yagil, 1996, s. 181). Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenlere ait veri seti Ek.2’de yer almaktadır. Çalışmada kullanılan makroekonomik değişkenlere ait açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

Kişi Başına Milli Gelir: Kişi başına GSMH, satın alma gücü paritesi (PPP), (cari uluslararası \$) kullanılmıştır. Bu gösterge, PPP dönüşüm faktörü ile dönüştürülen cari uluslararası dolar cinsinden ifade edilen gayri safi milli gelir için kişi başına değerleri verir. PPP dönüştürme faktörü, ülkeler arasındaki fiyat seviyelerindeki farklılıkların etkilerini ortadan kaldıran bir mekansal fiyat deflatörü ve para birimi dönüştürücüdür. Ülkelerarası iç fiyat farklılıklarının olmasından dolayı, ülkelerarası gelir karşılaştırmalarında PPP göre hesaplanan gelir rakamları yaygın olarak kullanılmaktadır. Bundan dolayı çalışmada kişi başına GSMH, PPP kullanılmıştır. 19 ülke için veriler Dünya Bankası’ndan elde edilmiştir.

Finans sektörü, ülke ekonomisinin en önemli bileşenidir. Aynı zamanda ülkenin gayri safi yurtiçi hasılasında önemli bir yüzdeyi ifade etmektedir (Ahmed vd., 2018, s. 194). Ülkelerin büyüme oranının artmasında birleşme ve satın alma yolu ile yapılan yatırımların önemli bir rolü bulunmaktadır. Çalışmada kişi başına GSMH kullanılmasının nedenleri ise yapılan araştırmalarda birleşme ve satın alma

faaliyetleriyle ilişkili olmasıdır. Uddin ve Boateng (2011), birleşme ve satın alma ile GSYH arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Bir ülkede gerçekleşecek sınır ötesi satın alma ve birleşmelerde GSYH'nın azalacağını, ülke içine yapılan sınır ötesi birleşme ve satın almalarda ise GSYH'nın artacağını vurgulamıştır. Sovbetov (2016) satın alan şirketlerin hedef şirketlere göre; kişi başına GSYH'nın daha yüksek olduğunu belirlemiştir. Antunes (2017), GSYH'nın kısa ve uzun vadede birleşme ve satın alma faaliyetlerinin ana itici gücü olduğunu; Chiriac (2021), GSYH'nın birleşme ve satın alma üzerinde etkisi olduğunu belirtmiştir. Doytch ve Cakan (2011) birleşme ve satın alma işlemlerinin ekonominin büyümesini nasıl etkilediğini incelemiştir. Çalışmada, sınır ötesi birleşme ve satın almaların yerel ekonomiyi yavaşlattığı tespit edilmiştir. Bu bilgiler dahilinde GSYH değişkeni çalışmaya dahil edilerek G-20 ülkelerinin birleşme ve satın alma işlemlerine etkisi araştırılmıştır.

Döviz Kuru: Reel efektif döviz kuru endeksi (2010=100) kullanılmıştır. Reel efektif döviz kuru endeksi; nominal efektif döviz kurunun, bir fiyat deflatörüne veya maliyet endeksine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Çalışmada yer alan ülkelere Arjantin, Hindistan, Türkiye ve Endonezya'nın reel efektif döviz kuru endeksi verileri BIS (<https://www.bis.org/>) web sayfasından, diğer ülkelerin verileri ise Dünya Bankası'ndan alınmıştır.

Döviz kuru ile birleşme ve satın alma faaliyetleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara bakıldığında; Reed ve Babool (2003), ülkelere göre birleşme ve satın alma faaliyetlerinin açıklanmasında döviz kurunun önemli bir etkisi olduğunu belirtmiştir. Özellikle döviz kuru değişikliğinin dışa satın alma faaliyeti üzerinde çok esnek bir etkisi olduğunu vurgulamıştır. Uddin ve Boateng (2011), yaptığı çalışmada döviz kurunun, Birleşik Krallık'taki sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyeti üzerinde önemli bir etkisi olduğunu tespit edilmiştir. Öte yandan Vasconcellos ve Kish (1996) ise, döviz kurunun birleşme ve satın alma işlemlerinde nispeten küçük bir rol oynadığını belirtmiştir.

Faiz Oranı: Kısa vadeli faiz oranları kullanılmıştır. Kısa vadeli faiz oranları, finansal kuruluşlar arasında kısa vadeli borçlanmanın gerçekleştirildiği orandır. Aynı zamanda kısa vadeli devlet tahvilinin ihraç edildiği ya da piyasada işlem gördüğü oranlar olarak da tanımlanmaktadır. Kısa vadeli faiz oranları genellikle yüzde olarak

ölçülen günlük oranların ortalamalarıdır. Çalışmada faiz oranları verileri Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD)'nden alınmıştır. Ancak Brezilya, Arjantin, Japonya, Türkiye ve Çin'in verileri OECD'de eksik veya bulunmadığından bu veriler farklı kaynaklardan elde edilmiştir. Brezilya ve Arjantin verileri Gelişmekte Olan Pazarlar Grubu Şirketi (CEIC) (<https://www.ceicdata.com>) web adresinden alınmıştır. Japonya'nın kısa vadeli faiz oran verileri Fred Economic Data (<https://fred.stlouisfed.org/>) web adresinden; Türkiye ve Çin'in ise investing.com (<https://tr.investing.com/>) web adresinden alınmıştır. Türkiye'nin üç aylık, Çin'in ise 1 yıllık devlet tahvil faizi oranlarına ulaşılmıştır.

Faiz oranının birleşme ve satın alma üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında; Reed ve Babool (2003), faiz oranının cari dönemde birleşme ve satın alma üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Benzing (1993), faiz oranlarının birleşme üzerinde etkisinin olmadığını belirtirken; Chiriac, (2021), faiz oranının birleşme ve satın alma faaliyetlerini etkilediğini vurgulamıştır. Yağıl (1996), hazine bonusu faiz oranının nakit birleşmeler üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu belirtmiştir. Uddin ve Boateng (2011), faiz oranının, Birleşik Krallık'taki sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyeti üzerinde önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Faiz oranındaki bir artışın Birleşik Krallık'ın dışa dönük sınır ötesi birleşme ve satın almalarda bir artışa yol açtığını göstermiştir. Faiz oranının, birleşme ve satın alma üzerindeki etkilerinin, analizi yapılan dönemlere göre farklı sonuçlar gösterdiği tespit edilmiştir.

Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY): DYY net giriş verileri kullanılmıştır. DYY, raporlama ekonomisindeki doğrudan yatırım öz sermaye akışlarını ifade etmektedir. Öz sermaye, kazançların yeniden yatırımı ve diğer sermayenin toplamıdır. Doğrudan yatırım, başka bir ekonomide yerleşik bir işletmenin yönetimi üzerinde kontrol veya önemli derecede etkiye sahip olan bir ekonomide yerleşik bir kişi ile ilişkili bir sınır ötesi yatırım kategorisidir. Doğrudan yatırım ilişkisinin varlığının belirlenmesinde, oy hakkı olan hisse senetlerinin yüzde 10 veya daha fazlasına sahip olunması esas alınmaktadır. Veriler mevcut ABD doları cinsindendir. Ülkelerin DYY verileri Dünya Bankası'ndan alınmıştır.

DYY'lerin gerçekleşmesi için kullanılan yöntemlerden biri de birleşme veya satın almadır. Bu bağlamda bir ülkede gerçekleşecek olan birleşme ve satın alma faaliyetleri aynı zamanda DYY'lerin da artmasına imkân sağlayacaktır. DYY'ler bir ülkedeki şirketlerin veya yatırımcıların başka bir ülkede ticari amaçla yapmış oldukları yatırımlardır. Bu bağlamda DYY'lerin artmasının ve sürdürülebilir olması ülkeler açısından önemlidir. Aynı zamanda bu çalışma ile bir ülkedeki DYY'lerin artması yatırımcıların o ülkeye yatırım kararları üzerindeki etkisi incelenecektir. Bu bilgiler bağlamında DYY değişkeni çalışmaya eklenerek ilişkinin varlığının teyit edilmesi ve ne düzeyde etki ettiğinin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Enflasyon: Enflasyon verisi olarak, tüketicici fiyatları (yıllık %) kullanılmıştır. Tüketicici fiyat endeksi ile ölçülen enflasyon, yıllık gibi belirli aralıklarla sabitlenebilen veya değiştirilebilen bir mal ve hizmet sepetini edinmenin ortalama tketiciciye maliyetindeki yıllık yüzde değişimi yansıtmaktadır. Çalışma için Arjantin verisi BIS (<https://www.bis.org/>) web adresinden alınmıştır. Diğer lke verileri ise, Dünya Bankası'ndan alınmıştır.

Enflasyonun birleşme ve satın alma faaliyetleri üzerine etkilerini inceleyen araştırmalar bulunmaktadır. Sovbetov (2016), satın alan şirket ülkelerinin, hedef şirket ülkelerine göre, enflasyon oranlarının daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Kim (2019), incelediği konaklama endüstrilerinde enflasyon oranının birleşme ve satın alma faaliyetlerinin sıklığını önemli ölçüde etkilediğini belirtmiştir. Chiriac (2021) enflasyon oranının birleşme ve satın alma faaliyetlerini etkileyen makroekonomik gösterge olduğunu tespit etmişlerdir.

İstihdam: (İstihdamın nüfusa oranı, 15+, toplam (%)) İstihdamın nüfusa oranı, bir ülkenin nüfusunun istihdam edilen nüfus ile oranıdır. İstihdam, kısa bir referans sresinde, ister referans süresi boyunca belirli bir işte çalışan, ister ücretli, ister kr amaçlı herhangi bir mal üretmek veya hizmet sağlamak için faaliyette bulunan çalışma yaşındaki kişiler olarak tanımlanmaktadır. Genel anlamıyla bir işte en az bir saat çalışmış olanlardır. Verilerde 15 yaş ve üstü istihdamın nüfusa oranı alınmıştır. 15 yaş ve üstü genellikle çalışma çağındaki nüfus olarak kabul edilmektedir. Veriler Dünya Bankası'ndan alınmıştır. Birleşme ve satın alma faaliyetlerinde, faaliyetin

gerçekleşeceği veya hedef ülkelerde istihdamının rahat bir şekilde sağlanabilme durumu, şirketlerin faaliyetleri üzerinde olumlu bir etkisi olabileceği düşünülmektedir.

Kredi Temerrüt Takası (CDS): Kredi temerrüt takası (CDS- Credit Default Swap), tahvil gibi finansal araçların aracılığıyla borç verenlerin, borç verdikleri ülke veya firmaların vade sonunda borçlarını ödeyememe durumuna karşı yapılmış olan sigortaların risk primleri olarak tanımlanmaktadır. Bir ülkenin riski arttıkça CDS primleri de artmaktadır. Böylelikle ülkelerin CDS primleri arttığı zaman, kredi derecelendirme kuruluşları da kendilerini takip eden uluslararası yatırımcılarına, bu ülkelere yatırım yaparken dikkatli olmaları konusunda tavsiyelerde bulunmaktadır. Bu durumda ülkeye gelecek olan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının da azalması beklenmektedir (Özparlak ve Yeşilyurt, 2021, s. 90). DYY’lerin gerçekleşmesi için kullanılan faaliyetlerden biri birleşme ve satın alma olduğu için, CDS primlerinin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi olacağı düşünülmektedir. Bu etkinin araştırılması için CDS primleri çalışmaya dahil edilmiştir. Ülkelerin 5 yıllık CDS Primi verileri Thomson Reuters Datastream’den alınmıştır. Veriler yıllık ortalama kapanış fiyatlarıdır. G-20 ülkelerinin ortak olarak elde edilen 2013-2020 arasındaki CDS primi verileri kullanılmıştır.

Birleşme ve satın alma işlemleri ile CDS primleri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara bakıldığında, Huettermann ve Lleshaj (2018), birleşme ve satın alma duyurularının, birleşen şirketlerin risk pozisyonu hakkında CDS piyasasına yeni bilgiler iletildiğini vurgulamıştır. Bu durumun devralan için CDS marjlarının artmasına ve hedef firmalar için ise CDS marjlarının düşmesine sebep olduğu belirtilmiştir. Birleşme ve satın alma faaliyetleri DYY’lerin bir türü olarak bilinmektedir. Bundan dolayı CDS primleri ile DYY arasındaki ilişkinin boyutu dolaylı olarak birleşme ve satın alma faaliyetlerini de kapsamaktadır. Bununla ilgili çalışmalara bakıldığında ise; Ulutaş (2021), CDS’in DYY’nin nedeni olduğunu tespit etmiştir. Kaya Kanlı ve Aydoğmuş (2017) çalışmasında ülkelerin risk göstergelerinin, ülkeye DYY girişi üzerindeki etkisinin ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılaştığını tespit etmişlerdir. Bu bağlamda G-20 ülkeleri hem gelişmiş hemde gelişmekte olan ülkeleri kapsadığı için ülke risk priminin DYY üzerindeki etkisinin daha ayrıntılı ve detaylı incelenmesi gerekmektedir.

Borsa Endeksi: Bir ülkenin borsasında işlem gören hisse senetlerinin getiri ve fiyatlarının sektörel veya bütünsel olarak performansının ölçülmesi amacı ile endeksler oluşturulmaktadır. Oluşturulan endeksler, işlem gören hisse senetlerinin fiyat hareketlerinden yola çıkarak ait oldukları borsalar için genel trendleri belirler. Böylelikle ülkenin piyasaları ve genel ekonomileri hakkında bilgi sağlanmaktadır.

19 ülkenin borsa endeks verileri kullanılmıştır. Her bir ülkenin borsalarına ait veriler investing.com web adresinden alınmıştır. İtalya borsası için endeks verileri investing.com adresinde 2002 yılından itibaren bulunmaktadır. Bundan dolayı 1996-2002 yılları arasındaki veriler finance.yahoo.com adresinden alınmıştır. Birleşik Krallık için borsa endeks verileri ise WSJ Markets (www.wsj.com) adresinden elde edilmiştir. Verileri kullanılan ülkelerin borsa endeksleri; Almanya için (DAX), ABD için (S&P 500), Arjantin için (S&P Merval), Avustralya için (S&P/ASX 200), Brezilya için (Bovespa), Çin için (Shanghai Composite), Endonezya için (IDX Composite), Fransa için (CAC 40), Güney Afrika Cumhuriyeti için (South Africa Top 40), Güney Kore için (KOSPI), Hindistan için (Nifty 50), İngiltere için (FTSE 100), İtalya için (FTSE MIB), Japonya için (Nikkei 225), Kanada için (S&P/TSX), Meksika için (S&P/BMV IPC), Rusya için (MOEX), Suudi Arabistan için (Tadawul Borsası), Türkiye için (BIST 100) kullanılmıştır.

Borsa endeksleri, birleşme ve satın alma bağlamında ise; Bedier (2018), belirli bir ülkedeki hisse senetlerinin yaşayacağı değer düşüklüğü, diğer ülkelerdeki şirketleri cezbederek satın alma için sınır ötesi birleşme yoluna girebileceğini vurgulamıştır. Vanconcellos ve Kish (1998), ABD hisse senedi fiyatlarının birleşme ve satın alma kararlarında iyi bir açıklayıcı değişken olduğunu belirtmiştir. Buna ek olarak, 1998 yılında dış borsalara göre kötü bir performans gösteren ABD borsalarının ABD şirketlerinin dış alımlarını teşvik ettiğini tespit etmiştir. Reed ve Babool (2003) borsa endekslerinin iç ve dış birleşme ve satın alma faaliyetini olumlu etkilediğini gözlemlemiştir. Uçer (2009), aşırı değerlendirme hipotezi ve diğer davranışsal birleşme ve satın alma kuramlarına paralel olarak borsa endeksindeki artışın Türkiye’deki birleşme ve satın alma faaliyetlerinin temel belirleyicisi olarak önemli bir rol oynadığını belirlemiştir. Erel vd. (2012), borsadaki hareketliliğin yanında kur değişimi gibi cari değişkenlerin de belirleyici olduğunu vurgulamıştır. Antunes (2007) borsanın, uzun vadede Birleşik Krallık’taki birleşme faaliyetlerini etkileyebileceğini öngörürken kısa

vadede etkilemediğini tespit etmiştir. Bu bilgiler dahilinde her bir ülkenin borsa endeksi çalışmaya dahil edilmiştir.

Demografik Bilgiler: Toplam nüfusun yüzdesi olarak 15-64 yaş arasındaki toplam nüfus verileri kullanılmıştır. Veriler Dünya Bankası'ndan alınmıştır.

Bir ülkede özellikle 15-64 yaş arası nüfusun yoğun olması şirketler açısından önem taşıyabilmektedir. Birincisi, şirketlerin faaliyetinde bulundukları ülkelerde işçi bulma konusunda kolaylık sağlanması; ikincisi ise şirketlerin pazar ağı için önemli kitlelere ulaşabilmesidir.

3.3.2. Panel Veri Analizi

Panel veri; ülkeler, şehirler, haneler, bireyler gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerinin, belirli bir zaman diliminde bir araya getirilmesi şeklinde ifade edilmektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 2). Panel veriler boylamsal veya enine kesitsel zaman serisi verileri olarak da bilinmektedir. Panel veriler varlıkların davranışlarının zaman içinde gözlemlendiği bir veri kümesidir (Torres-Reyna, 2007, s. 2).

Panel veri, N sayıda birim ve her bir birime denk gelecek şekilde T sayıda gözlemden meydana gelmektedir. 1950'lerde ekonometrik uygulamalar için, yatay kesit ve zaman serisi verilerinin boyutlarının yetersiz olmasına çözüm olarak panel veri gündeme gelmiştir. Panel veri uygulamaları yoğunlukla 1990'lı yıllarda çalışılmaya başlanmıştır. Başlarda daha çok zaman boyutunun birim boyutundan daha az olduğu mikro panel verilerle çalışılmıştır. İlerleyen süreçlerde, zaman boyutunun birim boyutundan fazla olduğu makro panel çalışmalar da yapılmıştır. Panel veri modelleri, birim ve zaman boyutunun büyüklüğüne ve modelde yapılan bir dizi varsayımları sağlayıp sağlamamasına göre farklı yöntemler ile tahmin edilmektedir (Tatoğlu, 2020b, s. 1). Panel veri analizleri literatürde birçok farklı alanda yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu tezde yöntem olarak panel veri yöntemi kullanılmıştır.

3.3.2.1. Panel Veri Regresyon Modelleri

Genel olarak panel veriler araştırmacıya fazla sayıda veri noktası vermektedir. Böylelikle panel verilerdeki serbestlik dereceleri artırılarak ve açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusallığın azaltılarak ekonometrik tahminlerin verimliliği

artırılmaktadır. Aynı zamanda boylamsal veriler, bir araştırmacının, kesitsel ya da zaman serisi veri setleri kullanılarak ele alınamayan bir dizi önemli ekonomik soruyu analiz etmesine imkân sağlamaktadır (Hsiao, 2003, s. 3). Panel veri analizi ile geniş çerçevede birçok model kullanılabilir. Araştırmacıya daha geniş bir veri seti ile çalışma fırsatı sunmasının yanında çoklu doğrusal bağıntı sorununu gidermesi açısından da avantajlara sahiptir (Çatalbaş ve Yarar, 2015, s. 105).

Panel veri analizi zaman boyutuna sahip olan yatay kesit verileri kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesidir. Panel veri analizinde yatay kesit sayısı (N), dönem sayısı ise (T) olarak ifade edilmektedir. Genel olarak analizde, $N > T$ durumu ile karşılaşılır (Tatoğlu, 2020a, s. 4).

Panel veri modeli genel olarak;

$$\gamma_{it} = \alpha_{it} + \beta_{kit} \chi_{kit} + \nu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

Eşitlik (1)'de gösterildiği gibi ifade edilmektedir.

Burada Y bağımlı değişken olarak tanımlanırken X_k bağımsız değişkenleri ifade eder. α ise sabit parametreyi, β eğim parametrelerini, ν ise hata terimini göstermektedir. Alt indislerden i ; birimleri (birey, firma, şehir, ülke gibi), t ise zamanı (gün, ay, yıl gibi) ifade etmektedir. Aynı zamanda değişkenlerin ve hata teriminin alt indisleri (i ve t) taşıması, panel veri setine sahip olduğunu göstermektedir. Eşitlik (1)'de yer alan modelde sabit ve eğim parametrelerinin i , t alt indislerine sahip olması, birimlere ve zamana göre değer aldığını göstermektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 5).

Kurulan modellerde yer alan parametrelerin birim ve/veya zamana göre değer almasına göre sınıflandırma yapılmaktadır. Bu sınıflandırmalar aşağıdaki gibi açıklanmaktadır (Tatoğlu, 2020a, s. 38).

- Eğim ve sabit parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu modellerdir ve bu modeller *klasik model* olarak ifade edilir. Klasik model Eşitlik (2)'de gösterildiği gibidir.

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_{kit} + \nu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T \quad (2)$$

- Sabit parametrenin birimlere göre değer aldığı ve eğim parametresinin sabit olduğu modellerdir ve bu modeller *birim etkili model* olarak ifade edilmektedir. Birim etkili model Eşitlik (3)'de gösterilmiştir.

$$\gamma_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_{kit} + \nu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T \quad (3)$$

- Sabit parametrenin birimlere ve zamana göre değer aldığı ve eğim parametresinin sabit olduğu modellerdir. Bu modeller zaman etkisi ve birim etki içerdiği için *birim ve zaman etkili model* olarak tanımlanmaktadır ve Eşitlik (4)'de gösterildiği gibidir.

$$\gamma_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k \chi_{kit} + \nu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T \quad (4)$$

- Modelde yer alan bütün parametreler zamana göre sabit olmakla birlikte, birimlere göre değer almaktadır. Bu modellerin bütün parametreleri birimlere göre değer aldığı için heterojendir. Eşitlik (5)'de gösterildiği gibidir.

$$\gamma_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} \chi_{kit} + \nu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T \quad (5)$$

- Kurulan modelin bütün parametreleri zamana ve birimlere göre değer almaktadır. Bu modeller bütün parametrelerine göre heterojendir ve Eşitlik (6)'da gösterildiği gibidir.

$$\gamma_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} \chi_{kit} + \nu_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T \quad (6)$$

Genel bir ifade ile Eşitlik (3) ve Eşitlik (4)'de yer alan modellerde eğim parametresi sabit; sabit katsayı ise heterojendir. Bu modeller *değişen sabit katsayılı*

modeller veya sabit parametresi heterojen modeller olarak ifade edilirken panel veri analizlerinde en çok kullanılan modellerdir.

Panel veri analizinde modelin tahminine geçmeden önce model parametrelerinin birim ve/veya zaman etkilere göre değer alma durumu incelenir. Modelin aldığı bu değerlere göre bazı varsayımlar yapılmaktadır. Bu varsayımlar sabit etkiler ve rassal etkiler varsayımlarıdır (Tatoğlu, 2020a, s. 37). Başka bir ifade ile panel veri analizinin tahmini aşamasında kullanılabilecek üç model yapısı bulunmaktadır. Bunlar; Havuzlanmış En Küçük Kareler (HEKK) yönteminin kullanıldığı Klasik Model, Sabit Etkiler Modeli ve Rassal (Tesadüfi) Etkiler Modeli'dir (Greene, 2007, s. 183).

Kullanılan bu modeller arasındaki farkın temel kaynağı ise sabit terimlerdir. Klasik modelde havuzlanmış regresyonun elemanları için sabit terim aynıdır. Sabit etkiler modeli için her bir kesitte ayrı sabit terim bulunmaktadır. Ancak eğim katsayıları aynıdır. Rassal (tesadüfi) etkiler modelinde birimlere bağlı farklılıklar hata terimi içinde modellenmektedir (Greene, 2010, s. 360'tan alıntılanan Çemrek ve Burhan, 2014, s. 50).

3.3.2.1.1. Klasik Model

Klasik model, sabit ve eğim katsayılarının birimlere ve zamana göre sabit olduğu modeller olarak ifade edilir (Çemrek ve Burhan, 2014, s. 50). Modelde bütün gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Klasik panel veri modeli Eşitlik (2)'de gösterildiği gibidir (Tatoğlu, 2020a, s. 40). Eşitlik (2)'de yer alan modelde β sabit ve eğim parametrelerini içermekle birlikte β 'nın tahmini için havuzlanmış en küçük kareler (HEKK) yöntemi kullanılabilmektedir (Çubukçu, 2020, s. 9).

3.3.2.1.2. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler modeli, Eşitlik (3)'de gösterilen modelden yola çıkıldığında eğim parametreleri bütün yatay kesit birimler için aynı ($\beta_i = \beta_0$) iken, sabit parametre birim etki içermektedir. Bu nedenle sabit parametre birimden birime değişmektedir. Sabit terim her bir yatay kesit birim için farklı değer almaktadır. Bu durumda birimler arası farklılıklar sabit terimdeki farklılıklar şeklinde açıklanmaktadır (Tatoğlu, 2020a, s.

80). Bir başka ifadeyle, gözlenemeyen birim etkiler, her bir yatay kesit gözlem için tahmin edilen bir parametre olarak davranıyorsa, bu durumda sabit etkilerin varlığından söz edilebilir (Çatalbaş ve Yazar, 2015, s. 106).

3.3.2.1.3. Tesadüfi Etkiler Modeli

Sabit etkiler modeli, birimler arası farklılıkların sabit olduğu ve sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilebildiği durumlarda söz konusudur. Ancak bazı durumlarda örnekteki birimler tesadüfi olarak seçilmektedir. Bu durumda, birimler arası farklılıkların da tesadüfi olduğu görülmektedir. Bu birim farklılıkları tesadüfi farklılıklar olarak tanımlanmaktadır. Böylelikle, tesadüfi etkilerin örnekleme sürecinin bir sonucu olduğu varsayılabilir (Tatoğlu, 2020a, s. 103).

Eşitlik (7)'de görülen panel veri modeline bakıldığında, tesadüfi etkiler modelinde birim etki sabit olmadığından sabit parametre içerisinde değil, tesadüfi olduğundan hata payı içerisinde yer almaktadır. Bundan dolayı burada hata terimi Eşitlik (8)'deki gibi ifade edilmektedir. Burada u_{it} artık hataları, μ_i birim hatayı (birim farklılıklarını ve zamana göre birimler arasındaki değişmeyi) göstermektedir. ($u_{it} + \mu_i$) teriminden dolayı, Eşitlik (7) tesadüfi etkiler modeli *hata öğeleri modeli* veya *hata bileşenleri modeli* olarak da ifade edilmektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 104).

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \beta_2 x_{2it} + \dots + \beta_k x_{kit} + v_{it} \quad (7)$$

$$i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$

$$v_{it} = u_{it} + \mu_i \quad (8)$$

Bu durumda Eşitlik (7) modeli, tesadüfi etkiler varsayımı altında, Eşitlik (9)'da görüldüğü gibi ifade edilmektedir.

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k x_{kit} + (\mu_i + u_{it}) \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T \quad (9)$$

3.3.2.2. Model Seçimi İçin Kullanılan Testler

Bu bölümde analizde kullanılan testlere yer verilmiştir. Uygulama bölümünde kurulan Model 1 ve Model 2’de yapılan model tespit testlerinden sonra birim etkinin varlığı görülmüştür. Yapılan analizlerle birlikte birim etkinin varlığı sebebi ile sabit etkiler modeli kullanılmıştır. Sabit etkiler modeli tahmincisi için kullanılan testler hakkında bilgiler aşağıda açıklanmıştır.

3.3.2.2.1. F Testi

Klasik modelin geçerliliğini sınamak için F testi kullanılmaktadır. Yani, panel veri modellerinde birim ve/veya zaman etkilerinin olup olmadığını anlayabilmek için F testi kullanılır. F testi literatürde ANOVA F testi olarak geçmektedir. Bu test Moulton ve Randolph (1989) tarafından önerilmiştir (Yerdelen Tatoğlu, 2020a, s. 177). F testinde yalnızca birim etkileri içeren kısıtsız model Eşitlik (10)’da gösterildiği gibidir.

$$\gamma_{it} = \beta_0 + \beta_1 \chi_{1it} + \dots + \beta_k \chi_{kit} + \mu_1 M_{1i} + \dots + \mu_{N-1} M_{N-1,i} + u_{it} \quad (10)$$

$i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$

Kurulan modellerde tahminciler arasında karar vermek için F testi kullanılmaktadır. Analiz için uygulanan F testi sonuçlarına göre tahminciler arasında karar verilmesi analizin daha güvenilir olmasını sağlamaktadır.

3.3.2.2.2. Hausman Testi

Hausman (1978) testi tanımlama hatasını sınamak için geliştirilmiştir ve birçok alanda kullanılmaktadır. Hausman testine dayalı olarak rassal etkiler ve sabit etkiler tahmincileri arasında seçim yapılmaktadır. Bu test, rassal etkiler ve sabit etkiler tahmincileri arasındaki karşıtlığa dayanmaktadır. Hausman testi, modelde yer alan koşullu ortalamanın sıfır olduğu sıfır hipotezini reddederse, sabit etkiler tahmincisi kullanılır. Rassal etkiler ve sabit etkiler tahmincilerine dayalı hipotez reddedilemezse, rassal etkiler tahmincisi seçilir (Baltagi, 2005, s.132). Bir başka deyişle rassal etkiler modelinden elde edilen katsayılar ile sabit etkiler modelinden elde edilen katsayıların

aynı olduğunu belirten boş hipotezin reddedilmesi, sabit etkiler modelinin daha etkin sonuç vereceğini göstermektedir. Aynı şekilde hipotezin reddedilememesi ise tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceğini göstermektedir (Bayraktutan ve Demirtaş, 2011, s. 9).

Hausman testi, tesadüfi etkiler tahmincisinin etkin olduğu şekildeki temel hipotezi k serbestlik dereceli X^2 dağılımına uyan istatistik yardımı ile test etmektedir. İstatistik tesadüfi etkiler için genelleştirilen en küçük kareler tahmincisi ile sabit etkiler için grup içi tahmincinin varyans kovaryans matrislerinin arasındaki farktan yararlanır. Bu noktada Hausman testi hesaplanan farkın sifıra eşitliğini test etmektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 196).

3.3.2.3. Analizde Kullanılan Temel Varsayım Testleri

Panel veri modellerinde, temel varsayım testlerinden; etkinliği bozan varsayımdan sapmalar ve çoklu doğrusal bağlantı sorunları taşıması durumunda regresyon tahminleri gerçek değerlerini yansıtmayabilir. Diğer bir deyişle standart hataların sapmalı olması durumu etkinliği engelleyebilmektedir. Bu durum güven aralıkları ve t istatistiğinin de doğruluğunu kaybetmesine sebep olmaktadır. Bundan dolayı modellerin tahminleri yapılmadan önce temel varsayım testlerinden etkinliği bozan varsayımdan sapma testleri (oto-korelasyon, heteroskedastisite, birimler arası korelasyon) ve çoklu doğrusal bağlantı testleri uygulanmaktadır. Uygulama sonucu varsayımdan sapmalar tespit edilirse, uygun yöntemler ile tahmin yapılması gerekmektedir.

3.3.2.3.1. Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi

Heteroskedastisitenin varsayımı panel veri analizinde hata terimi ile ilgili temel varsayımlardan biridir. Heteroskedastisite sabit varyans varsayımının geçerli olmamasını ifade eder, yani hata terimlerinin varyanslarının bütün kesitler için farklı olması durumudur. Aynı zamanda kovaryanslarının sifıra eşit olmaması anlamına da gelmektedir (Topaloğlu, 2018, s. 28).

Ekonometrik analizlerde daha çok yatay kesit verilerle çalışma yapılırken heteroskedastisite (değişen varyans) problemi ile karşılaşmaktadır. Uygulamalarda çoğunlukla yatay kesit birimler içinde hata süreci homoskedastik olmaktadır. Bu

durumda ise varyansının birimlere göre değişebilmesi ile karşılaşılmaktadır. Bu sebeple heteroskedastisitenin *birimler arası heteroskedastisite* olarak tanımlanan türü daha fazla kullanılır. Sabit etkiler modelinde birimlere göre heteroskedastisite ile sınanması için heteroskedastisitenin değiştirilmiş Wald testi (Greene, 2000) kullanılır. Testin temel hipotezi *birimlere göre değişen varyans yoktur* olarak kurulmaktadır. Böylelikle varyansların birimlere göre sabit olduğunu belirtmektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 236).

3.3.2.3.2. Pesaran'ın Testi

Panel veri modellerinde hata terimlerinin birimlere göre bağımsız olması genel varsayımlardan biridir. Ancak yapılan analizler sonucunda yatay kesit birimler boyunca hataların eş zamanlı korelasyona sahip olması durumu genelde karşılaşılan bir durumdur. Bu durum heteroskedastisite ve otokorelasyonda olduğu gibi korelasyon matrisinin birim matris olmasını engellemektedir. Bundan dolayı modelde birimler arası korelasyonun olup olmaması incelenmelidir. Birimler arası korelasyonun varlığını sınamak için çeşitli testler önerilmektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 242-243). Bunlardan en yaygın olan testler; Breusch-Pagan LM testi, Frees'in testi, Friedman'ın testi ve Pesaran'ın testidir. Pesaran (2004), T'nin küçük ve N'nin büyük olduğu durumda birimler arası korelasyonun varlığını test etmek için önerilmiştir. Bu tez çalışmasında analiz için Pesaran'ın testi tercih edilmiştir.

3.3.2.3.3. Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi

Panel veri analizlerinde otokorelasyonun varsayımı, hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasındaki anlamlı ilişkiyi tanımlar. Birim değerlerinin birbirinden bağımsız olmaması durumu panel veri analizinde sistematik ilişkiye neden olmaktadır. Bu durum analizde tutarsızlıklara ve aynı zamanda sapmalara sebep olmaktadır. Genellikle zaman ve kesit boyutunun incelendiği panel veri analizlerinde otokorelasyon sorunu ile çokça karşılaşılmaktadır (Topaloğlu, 2018, s. 28).

Sabit etkiler modelinde otokorelasyon varsayımının sınanması için kullanılan testler Baltagi-Wu'nun yerel en iyi değişmez testi ile Bhargava, Franzini ve

Narendranathan'ın Durbin-Watson testidir. Bu testlerin temel hipotezi otokorelasyon yoktur şeklinde kurulmaktadır. Bu test istatistiklerinin sonucu 2'den küçük ise kurulan modelde otokorelasyon olduğu görülür.

3.3.2.3.4. Çoklu Doğrusal Bağlantı Varyans Büyütme Faktörü

Panel veri modellerinde yer alan açıklayıcı değişkenlerin hepsi ya da bir kısmı arasında olan tüm ya da tüme yakın doğrusal ilişki, çoklu doğrusal bağlantı olarak adlandırılmaktadır. Bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığını anlayabilmek için çoklu doğrusal bağlantı varyans büyütme faktörü kullanılmaktadır (Topalhan ve Yeşilkaya, 2017, s. 68). Panel veri modelinde bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişkilerin olmaması; küçük varyansa sahip doğrusal tahminciler elde edebilme bağlamında önem taşımaktadır. Modellerde birimlerden bilgi alındığı ve incelenen gözlem sayılarının çok olması dikkate alındığında çoklu doğrusal bağlantı sorunlarının önemli bir sorun taşımayacağı düşünülmektedir. Ancak tahmin yapılırken bu testin yapılması, kullanılan modelin sınanmasında fayda olacağını göstermektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 259).

3.3.2.4. Driscoll-Kraay Tahmincisi: Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll-Kraay Standart Hatalar

Panel veri modellerinde, temel varsayım testlerinden; heteroskedastisite, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon sorunlarından en az birinin varlığı durumunda regresyon tahminleri gerçek değerlerini yansıtmayabilir. Yani, temel varsayım testlerinden birinin varlığının söz konusunda, parametre varyanslarının t ve F istatistiklerinin R^2 'nin ve güven aralıklarının geçerliliği etkilenmektedir. Bu durumda parametre tahminlerine dokunmadan dirençli standart hatalar kullanılmalıdır. Aynı zamanda, bu varsayımlar altında uygun yöntemlerle de tahminler yapılabilmektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 303).

Driscoll ve Kraay Tahmincisi, yatay kesit boyutunun büyüklüğünde zayıf olan, yalnızca T'nin büyük olduğu durumda tutarlı kovaryans matris tahmincileri üreten Parks-Kmenta ve/veya PCSE yaklaşımlarına alternatiftir. Driscoll ve Kraay Tahmincisi, büyük T (zaman boyutu) ve N (yatay kesit boyutu) durumu söz konusu

olduğunda dahi heteroskedastisite varlığında uzamsal, tutarlı ve dönemsel korelasyonun genel formları halinde dirençli hatalar üretebilmektedir (Dücan ve Akal, 2017, s. 72).

3.4. Bulgular

Uygulamada kullanılan değişkenler ve kodları Tablo 3.1’de gösterilmiştir. Uygulamada verilerin elde edildiği kaynak bilgileri “3.2.1.Çalışmada Kullanılan Değişkenler” başlıklı bölümde belirtilmiştir. Ülkelerin bazı yıllarında kayıp verilere rastlanmıştır. Bu nedenle kayıp veriler için yaklaşık değer atama yöntemlerinden doğrusal değer kestirimi yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen veriler dikkate alınarak eksik olan verilerden önce yer alan tam gözlem ile eksik veriden hemen sonra yer alan tam gözlem değerleri eksik veri yerine atanmıştır (Kürşad ve Nartgün, 2015, s. 256).

Analizde; finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörleri, kısaca “finansal faktörler” olarak anılacaktır. İkinci model makroekonomik değişkenlerin yer aldığı modeldir. İki farklı model kurmadaki amaç finansal faktörlerin yer aldığı modelde; 19 ülke bağlamında yalnızca 2013 -2020 dönemi yıllık verilerine ulaşılabilmesidir. İkinci modelde ise makroekonomik değişkenlerin 19 ülke bağlamında 1996-2020 verilerine ulaşılabilmesidir. Analizlerde t boyutunun fazla olması elde edilen sonuçların güvenilirliğini artıracak bilinmektedir. Bu düşünce ile analiz için oluşturulan her iki modelde ulaşılabilen veri dönemleri kullanılmıştır.

Stata Programında gerçekleştirilen analize finansal faktörlerin birleşme ve satın alma üzerine etkisi (Model 1) incelenerek başlanmıştır.

3.4.1. Finansal Faktörlerin Birleşme ve Satın Alma Üzerine Etkisi (Model 1)

Kurulan Model 1 Eşitlik (11)'da gösterildiği gibidir.

$$bs_{it} = \beta_{it} + \beta_1 yasal_{it} + \beta_2 kredi_{it} + \beta_3 takip_{it} + \beta_4 ser_{it} + \beta_5 bank_{it} + \beta_6 cds_{it} + \beta_7 faiz_{it} + u_{it} \quad (11)$$

Birleşme ve satın alma işlem değeri/ birleşme ve satın alma sayısı (bs) bağımlı değişkeni ifade etmektedir. Birleşme ve satın alma işlem değeri, birleşme ve satın alma işlem sayısına oranlanmıştır. Buradaki amaç, bir birim işlem sayısına ait ortalama işlem değeri üzerinden çıkarım yapabilmektir. Bağımsız değişkenler ise; yasal haklar gücü endeksi (yasal), kredi derinliği bilgi endeksi (kredi), takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranı (takip), banka sermayelerinin aktiflere oranı (ser), ticari banka şubeleri (bank), kredi temerrüt takası (cds) ve faiz oranıdır (faiz).

Modele makroekonomik değişkenlerden kredi temerrüt takası ve faiz oranı da dahil edilmiştir. Kredi temerrüt takası ve faiz oranına 19 ülke için 2013-2020 dönemi verilerine ulaşılabilmektedir. Bu değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisinin ölçülmesinin önemli olabileceği düşünülmektedir. Bundan dolayı birinci modele dahil edilerek birleşme ve satın alma üzerinde etkisi incelenecektir. Aynı zamanda Model 1'in zaman boyutunun (t) yani gözlem sayısının 8 olmasından dolayı homojenler katsayı varsayımı dikkate alınmıştır.

Model 1 için; araştırmanın yokluk ve alternatif hipotezleri aşağıda gösterildiği gibi belirlenmiştir:

$H_0 = \text{Finansal faktörlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi yoktur.}$

$H_1 = \text{Finansal faktörlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi vardır.}$

Genel olarak, modele dahil olan gözlemlerin homojen olduğu; birim ve zaman etkilerinin olmadığı düşünülürse klasik model uygulanmaktadır. Ancak birim ve /veya zaman etkilerinin olduğu düşünülüyor ise sabit veya tesadüfi etkiler modelinin kullanılmasının doğru olduğu belirtilmektedir. Bazı araştırmacılara göre ise sabit etkiler modelini tahmin etmeyi, tesadüfi etkiler modelini tahmin etmekten daha doğru ve mantıklı olabileceğini belirtmişlerdir. Sabit etkilerin varsayımı (birim etkilerin modeldeki bütün açıklayıcı değişkenlerle korelasyonsuz olması mümkün değildir)

düşüncesinden gelmektedir. Bununla birlikte korelasyonun olup olmaması durumu dikkate alınmasa bile sabit etkiler tahmincilerinin tutarlı olduğu bilinmektedir (Tatoğlu, 2020a, s. 176).

Tahmincilerin hangisinin tercih edilebileceği önsel olarak yapılabileceği gibi, bazı testler yapılarak da karar verilebilir. Yapılan test sonucuna göre karar verilmesi analizin sonuçlarını daha güvenilir kılacağı (Tatoğlu, 2020a, s. 176) için bu analizde de kullanılacak olan tahmincinin belirlenebilmesi için F testi uygulanmıştır.

F Testi

Tahminciler arasında karar vermek için F testi kullanılmaktadır. Analiz için uygulanan F testi sonuçlarına göre tahminciler arasında karar verilmesi analizin daha güvenilir olmasını sağlamaktadır. Model 1’de birim etkilerin varlığı dikkate alınmıştır.

Birim etkinin varlığını sınamak için F testi temel hipotezi:

H_0 : Birim etki yoktur.

H_1 : Birim etki vardır.

F testi, analiz sonuçları Tablo.3.2’de verilmiştir.

Tablo 3.2. F Testi Tahmin Modeli Belirleme Analiz Sonuçları (Model 1)

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
F (18, 126) = 1.99	0.0145

Tablo 3.2’de görüldüğü üzere kurulan hipotezin F istatistiği ve olasılık değerleri yer almaktadır. ($N-1=18$, ($N(T-1)-K+1$) =126) serbestlik derecesi ile test istatistiği F dağılım tablosuna ile karşılaştırılmıştır. F testi sonuçlarına bakıldığında birim etkilerin sıfıra eşit olduğu/birim etki yoktur H_0 hipotezi reddedilmektedir. Böylelikle Model 1’de birim etkilerin olduğu anlaşılmıştır.

Hausman Testi

Hausman testi panel veri modellerinde tahminciler arasında seçim yapmak için kullanılmaktadır. Hausman (1978) testi sıfır ve alternatif hipotezi:

H_0 : Hata terimi bileşenleri ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon yoktur (tesadüfi etkiler model ile tahmin yapılmalıdır).

H_1 : Hata terimi bileşenleri ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon vardır (sabit etkiler model ile tahmin yapılmalıdır).

Tablo 3.3. Hausman (1978) Test İstatistikleri (Model 1)

Hausman Olasılık Değeri
0.0150

Tablo 3.3. Hausman test istatistiği sonucuna bakıldığında H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Böylelikle sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olduğu görülmektedir. Sabit etkiler tahmincisinin test sonuçları Tablo 3.4’te verilmiştir.

Tablo 3.4. Sabit Etkiler Tahmincisi Test Sonuçları (Model 1)

Bs	Katsayı	Stand. Ht.
Yasal	.02882**	.0094
Kredi	-.0036	.0186
Takip	-.0062	.0058
Ser	-.0007	.0130
Bank	.0077***	.0043
Cds	.0000	.0000
Faiz	-.0074***	.0041
Sabit	-.1769	.1741

Not: %1, %5 ve %10 önem seviyelerindeki anlamlılık, sırası ile *, ** ve *** ile ifade edilmiştir.

Model 1’de tek yönlü (birim etki) sabit etkiler modeli ile tahmini yapılmıştır. Sabit etkiler modelinin temel varsayım testlerinden; etkinliği bozan varsayımdan sapmalar ve çoklu doğrusal bağlantı sorunları taşıması durumunda regresyon tahminleri gerçek değerlerini yansıtmayabilir. Bundan dolayı modellerin tahminleri yapılmadan önce temel varsayım testlerinden etkinliği bozan varsayımdan sapma testleri (oto-korelasyon, heteroskedastisite, birimler arası korelasyon) ve çoklu doğrusal bağlantı testi yapılmıştır. Model 1 için uygulanan temel varsayım test sonuçları aşağıda verilmiştir.

Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi

Analizde sabit etkiler modeli tahmincisi için önerilen heteroskedastisite varsayımı testlerinden değiştirilmiş Wald testi uygulanmıştır.

Değiştirilmiş Wald testi (Greene, 2000) için kurulan temel hipotez;

H_0 : Birimler arası heteroskedastisite problemi yoktur.

H_1 : Birimler arası heteroskedastisite problemi vardır.

Tablo 3.5. Sabit Etkiler Modelinde Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi İstatistikleri (Model 1)

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
F (19) = 12343.34	0.0000

Tablo 3.5'e bakıldığında H_0 hipotezi 19 serbestlik derecesi ile X^2 test istatistiği ve olasılık değeri görülmektedir. İstatistik sonuçlarına bakıldığında H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda birimlere göre heteroskedastisite olduğu görülmektedir.

Pesaran'ın Testi

Model 1 için Pesaran'ın testi tercih edilmiştir. Pesaran CD testin temel hipotezi aşağıdaki gibidir.

H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur.

H_1 : Birimler arası korelasyon vardır.

Tablo 3.6. Pesaran CD (2004) Korelasyon Testi (Model 1)

Pesaran'ın Kesitsel Bağımsızlık Testi = 0.205, Pr = 0.8379

Tablo 3.6'da birimler arasında korelasyonun varlığının sınanması için uygulanan Pesaran CD Test (2004) istatistiği sonuçları gösterilmektedir. Model 1 için yapılan test sonucuna göre ise, "birimler arası korelasyon yoktur" şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilememektedir. Bu durumda Model 1 için birimler arası korelasyon yoktur.

Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi

Sabit etkiler modellerinde otokorelasyonun kontrolü için Baltagi-Wu'nun yerel en iyi değişmez testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi uygulanmıştır. Model 1 için uygulanacak olan testlerin sıfır hipotezi ve alternatif hipotezi şu şekildedir:

H_0 : Birimler arası otokorelasyon yoktur.

H_1 : Birimler arası otokorelasyon vardır.

Tablo 3.7. Sabit Etkiler Modelinde Otokorelasyonun Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ile Sınanması (Model 1)

Modifi ed Bhargava et al. Durbin-Watson Test İstatistiği	1.7242453
Baltagi-Wu LBI Test İstatistiği	1.9660168

Tablo 3.7'de görüldüğü üzere sabit etkiler modelinde otokorelasyonun Baltagi-Wu'nun yerel en iyi değişmez testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi sonuçları verilmiştir. Her iki test için 1.96 ve 1.72 sonuçları elde edilmiştir. Sonuçlar 2'den küçük olduğu için modelde otokorelasyon olduğu saptanmıştır.

Çoklu Doğrusal Bağlantı Varyans Büyütme Faktörü

Çoklu doğrusal bağlantı sorununu sınamak için kullanılan testlerden biri olan varyans büyütme faktörü (VIF) değerleri Model 1 için hesaplanmıştır ve Tablo.3.8'de verilmiştir.

Tablo 3.8. Çoklu Doğrusal Bağlantının VIF ile Sınanması (Model 1)

Değişken	VIF
Bank	2.04
Takip	1.58
Kredi	1.57
Ser	1.52
Faiz	1.52
Yasal	1.32
Cds	1.17
Ortalama VIF	1.53

Tablo 3.8’de görüldüğü üzere hesaplanan VIF değerleri verilmiştir. Model 1 için VIF değerinin 5’ten küçük olması değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığını göstermektedir.

Driscoll-Kraay Tahmincisi: Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll-Kraay Standart Hatalar

Model 1 için yapılan temel varsayım test sonuçları ele alındığında, üç temel varsayım testlerinden; heteroskedastisite ve otokorelasyon testlerinin sonucunda varsayım ihlali görülmektedir. Bu durumda dirençli standart hatalara dayalı tahminler yapmak daha etkili sonuç verecektir.

Model 1 için yapılan dirençli hatalara dayalı tahmin istatistikleri Tablo 3.9’da görüldüğü gibidir.

Tablo 3.9. Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll-Kraay Standart Hatalar (Model 1)

Bs	Katsayı	Drisc/ Kraay Stand. Ht.
Yasal	.028827**	.0133724
Kredi	-.0036008	.0095861
Takip	-.0062243*	.0025126
Ser	-.0007672	.0112839
Bank	.0077587*	.0024818
Cds	.000018	.0000148
Faiz	-.0074146*	.0028691
Sabit	-.1769793	.0408007

Not: %5 ve %10 önem seviyelerindeki anlamlılık, sırası ile * ve ** ile ifade edilmiştir.

Model 1 için analiz sonuçlarına bakıldığında, %5 anlamlılık düzeyinde, her 100.000 yetişkin başına düşen ticari banka şubeleri (bank) 1 şube sayısı arttığında ortalama bir birleşme ve satın alma hacminde yaklaşık olarak yıllık 7 milyon dolar artış beklenmektedir. Takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranı (takip) 1 puan arttığında bir birleşme ve satın alma hacminde yaklaşık olarak yıllık 6 milyon dolar

azalış beklenmektedir. Faiz oranı (faiz) bir puan arttığında ise birleşme ve satın alma hacminde yıllık 7 milyon dolar azalış beklenmektedir. Aynı şekilde %10 anlamlılık düzeyinde yasal hakların gücü endeksinde (yasal), bir puanlık bir iyileşme olduğunda birleşme ve satın alma hacminde yaklaşık olarak yıllık 28 milyon dolar oranında artış beklenmektedir.

Bunun beraberinde, kredi derinliği bilgi endeksi (kredi), banka sermayelerinin aktiflere oranı (ser) ile kredi temerrüt takası (cds) açıklayıcı değişkenlerinin bağımlı değişken birleşme ve satın alma üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

3.4.2. Makroekonomik Değişkenlerin Birleşme ve Satın Alma Üzerine Etkisi (Model 2)

Kurulan Model 2 Eşitlik (12)'da gösterildiği gibidir.

$$bs_{it} = \beta_{it} + \beta_1 gdp_{it} + \beta_2 kur_{it} + \beta_3 dyy_{it} + \beta_4 enf_{it} + \beta_5 ist_{it} + \beta_6 end_{it} + \beta_7 demo_{it} + u_{it} \quad (12)$$

Birleşme ve satın alma işlem değeri/ birleşme ve satın alma sayısı (bs) bağımlı değişkeni ifade etmektedir. Birleşme ve satın alma işlem değeri, birleşme ve satın alma işlem sayısına oranlanmıştır. Buradaki amaç, bir birim işlem sayısına ait ortalama işlem değeri üzerinden çıkarım yapabilmektir. Bağımsız değişkenler ise; kişi başına milli gelir (gdp), döviz kuru (kur), doğrudan yabancı yatırımlar (dyy), enflasyon (enf), istihdam (ist), borsa endeksi (end) ve demografik bilgiler (demo)'dur. Veriler 1996-2020 dönemleri arasını kapsamaktadır. Model 2'nin zaman boyutunun (t) yani gözlem sayısının 25 olmasından dolayı homojenliğin varlığı dikkate alınmıştır.

Model 2 için; araştırmanın yokluk ve alternatif hipotezleri aşağıda gösterildiği gibi belirlenmiştir:

$H_0 =$ Makroekonomik değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi yoktur.

$H_1 =$ Makroekonomik değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi vardır.

Model 2 için yapılan analizler aşağıda verilmiştir.

F Testi

Model 2’de birim etkilerin varlığı dikkate alınmıştır.

Birim etkinin varlığını sınamak için F testi temel hipotezi:

H_0 : Birim etki yoktur.

H_1 : Birim etki vardır.

F testi, analiz sonuçları Tablo.3.10’da verilmiştir.

Tablo 3.10. F Testi Tahmin Modeli Belirleme Analiz Sonuçları (Model 2)

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
F (18, 449) = 2.82	0.0001

Tablo 3.10’da görüldüğü üzere kurulan hipotezin F istatistiği ve olasılık değerleri yer almaktadır. ($N-1=18$, ($N(T-1)-K+1$) =449) serbestlik derecesi ile test istatistiği F dağılım tablosuna ile karşılaştırılmıştır. F testi sonuçlarına bakıldığında birim etkilerin sıfıra eşit olduğu/ birim etki yoktur H_0 hipotezi reddedilmektedir. Böylelikle birim etkilerin olduğu anlaşılmıştır.

Hausman Testi

Hausman (1978) testi sıfır ve alternatif hipotezi:

H_0 : *Hata terimi bileşenleri ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon yoktur (tesadüfi etkiler model ile tahmin yapılmalıdır).*

H_1 : *Hata terimi bileşenleri ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon vardır (sabit etkiler model ile tahmin yapılmalıdır).*

Tablo 3.11. Hausman (1978) Test İstatistikleri (Model 2)

Hausman Olasılık Değeri
0.0030

Tablo 3.11. Hausman test istatistiği sonucuna bakıldığında H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Böylelikle sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olduğu görülmektedir. Sabit etkiler tahmincisinin test sonuçları Tablo 3.12’de verilmiştir.

Tablo 3.12. Sabit Etkiler Tahmincisi Test Sonuçları (Model 2)

Bs	Katsayılar	Stad.Ht.
Gdp	-7.44e-07***	4.18e-07
Kur	.000237***	.00014
Dyy	2.01e-13*	6.60e-14
Demo	.0027093**	.00136
End	1.11e-06*	2.92e-07
Enf	-.0001044	.00032
İst	.0025425**	.00124
_cons	-.274465	.11195

Not: %1, %5 ve %10 önem seviyelerindeki anlamlılık, sırası ile *, ** ve *** ile ifade edilmiştir.

Model 2’de tek yönlü (birim etki) sabit etkiler modeli ile tahmini yapılmıştır. Sabit etkiler modelinin temel varsayım testlerinden; etkinliği bozan varsayımdan sapmalar ve çoklu doğrusal bağlantı sorunları taşıması durumunda regresyon tahminleri gerçek değerlerini yansıtmayabileceği düşünülmektedir. Bundan dolayı modellerin tahminleri yapılmadan önce temel varsayım testlerinden etkinliği bozan varsayımdan sapma testleri (oto-korelasyon, heteroskedastisite, birimler arası korelasyon) ve çoklu doğrusal bağlantı testi yapılmıştır. Model 2 için uygulanan temel varsayım test sonuçları aşağıda verilmiştir.

Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi

Analizde sabit etkiler modeli tahmincisi için önerilen heteroskedastisite varsayımı testlerinden değiştirilmiş Wald testi uygulanmıştır.

Değiştirilmiş Wald testi (Greene, 2000) için kurulan temel hipotez;

H_0 : Birimler arası heteroskedastisite problemi yoktur.

H_1 : Birimler arası heteroskedastisite e problemi vardır.

Tablo 3.13 Sabit Etkiler Modelinde Birimlere Göre Heteroskedastisitenin Değiştirilmiş Wald Testi İstatistikleri (Model 2)

Test İstatistiği	Olasılık Değeri
F (19) = 11678.11	0.0000

Tablo 3.13’e bakıldığında H_0 hipotezi 19 serbestlik derecesi ile X^2 test istatistiği ve olasılık değeri görülmektedir. İstatistik sonuçlarına bakıldığında H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda birimlere göre heteroskedastisite olduğu görülmektedir.

Pesaran'ın Testi

Pesaran CD testin temel hipotezi aşağıdaki gibidir.

H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur.

H_1 : Birimler arası korelasyon vardır.

Tablo 3.14. Pesaran CD (2004) Korelasyon Testi (Model 2)

Pesaran'ın kesitsel bağımsızlık testi =	6.527,	Pr = 0.0000
---	--------	-------------

Tablo 3.14'te birimler arasında korelasyonun varlığının sınanması için uygulanan Pesaran CD Test (2004) istatistiği sonuçları gösterilmektedir. Model 2 için yapılan test sonucuna göre ise, “birimler arası korelasyon yoktur” şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda Model 2 için birimler arası korelasyon olduğu görülmektedir.

Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi

Sabit etkiler modellerinde otokorelasyonun kontrolü için Baltagi-Wu'nun yerel en iyi değişmez testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi uygulanmıştır. Model 2 için uygulanacak olan testlerin sıfır hipotezi ve alternatif hipotezi şu şekildedir:

H_0 : Birimler arası otokorelasyon yoktur.

H_1 : Birimler arası otokorelasyon vardır.

Tablo 3.15. Sabit Etkiler Modelinde Otokorelasyonun Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson Testi ile Sınanması (Model 2)

Modifi ed Bhargava et al. Durbin-Watson Test İstatistiği	1.6726402
Baltagi-Wu LBI Test İstatistiği	1.7857252

Tablo 3.15'te görüldüğü üzere sabit etkiler modelinde otokorelasyonun Baltagi-Wu'nun yerel en iyi değişmez testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi sonuçları verilmiştir. Her iki test için 1.67 ve

1.78 sonuçları elde edilmiştir. Sonuçlar 2'den küçük olduğu için modelde otokorelasyon olduğu saptanmıştır.

Çoklu Doğrusal Bağlantı Varyans Büyütme Faktörü

Çoklu doğrusal bağlantı sorununu sınamak için kullanılan testlerden biri olan varyans büyütme faktörü (VIF) değerleri Model 2 için hesaplanmıştır ve Tablo.3.16'da verilmiştir.

Tablo 3.16. Çoklu Doğrusal Bağlantının VIF ile Sınanması (Model 2)

Değişken	VIF
İst	1.41
Enf	1.36
Dyy	1.27
Kur	1.26
Gdp	1.25
Deo	1.23
End	1.18
Ortalama VIF	1.28

Tablo 3.16'da hesaplanan VIF değerleri verilmiştir. Model 2 için VIF değerinin 5'den küçük olması değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığını göstermektedir.

Driscoll-Kraay Tahmincisi: Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll-Kraay Standart Hatalar

Model 2 için yapılan temel varsayım test sonuçları ele alındığında, üç temel varsayım testlerinden; heteroskedastisite, korelasyon ve otokorelasyon testlerinin sonucunda varsayım ihlali görülmektedir. Bu durumda dirençli standart hatalara dayalı tahminler yapmak daha etkili sonuç verecektir.

Model 2 için yapılan dirençli hatalara dayalı tahmin istatistikleri Tablo 3.17'de görüldüğü gibidir.

Tablo 3.17. Sabit Etkiler Tahmincisi Driscoll-Kraay Standart Hatalar (Model 2)

Bs	Katsayılar	Drisc/ Kraay Stad.Ht.
Gdp	-7.44e-07	5.56e-07
Kur	.000237**	.0001018
Dyy	2.01e-13*	4.88e-14
Demo	.0027093	.0029649
End	1.11e-06*	3.79e-07
Enf	-.0001044	.0004074
İst	.0025425	.0020882
_cons	-.274465	.3054424

Not: %1, %5 ve %10 önem seviyelerindeki anlamlılık, sırası ile *, **ve *** ile ifade edilmiştir.

Model 2 için analiz sonuçlarına bakıldığında, %5 anlamlılık düzeyinde, döviz kuru (kur) 1 puan arttığında ortalama bir birleşme ve satın alma hacminde yaklaşık yıllık 237 bin dolar artış beklenmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar (dyy) %1 anlamlılık düzeyinde, 1 dolar arttığında ortalama bir birleşme ve satın alma hacminde yaklaşık olarak yıllık 1 doların altında artış beklenmektedir. % 1 anlamlılık düzeyinde, borsa endeksinde (end) yaşanacak bir puanlık artışın ise ortalama bir birleşme ve satın alma hacminde yıllık 1.110 dolar artış göstermesi beklenmektedir.

Kişi başına milli gelir (gdp), enflasyon (enf), demografik bilgiler (demo) ile istihdam (ist) açıklayıcı değişkenlerinin bağımlı değişken birleşme ve satın alma üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

SONUÇ

Küreselleşmenin etkisi ile şirketlerin ulusal rekabet boyutu uluslararası boyuta taşınmıştır. Ekonomik sınırların kaldırılması ve ticarete serbestleşme faaliyetleri ülkeleri büyük ölçüde etkilemekle birlikte bu alandaki faaliyetlerin avantajlarından yararlanabilmek için çeşitli politikalar yürütülmektedir. Ülkelerin bu alanda izlemiş oldukları politikalar, ekonomilerine yön vermektedir. Ticari alanda yapılan yenilikler ve gelişmeler şirketleri direkt olarak etkilemektedir. Bu bağlamda şirketler sürdürülebilirliklerini korumak ve değişime ayak uydurabilmek adına çaba göstermektedirler. Şirketlerin rekabet ortamında varlıklarını koruyabilmek ve büyüebilmek için uyguladıkları stratejiler vardır. Bu stratejilerin başında ise birleşme ve satın alma faaliyetleri gelmektedir. Bu amaçla bu çalışmada ülkelerin makroekonomik verileri, finansal erişim, istikrar ve verimlilik göstergelerinin birleşme ve satın alma işlem sayıları ile işlem değerleri üzerine etkisinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Kapsam olarak G-20 ülkelerinde gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri incelenmiştir.

Bu çalışma için iki farklı veri seti oluşturularak iki model üzerinden değerlendirme yapılmıştır. Çalışmada panel veri analizi kullanılmıştır. Model 1’de finansal erişim, istikrar ve verimlilik göstergelerinin birleşme ve satın alma işlem sayıları ile işlem değerleri üzerine etkisi incelenmiştir. Model 1’de bütün değişkenler için ortak olarak 2013-2020 yıllık dönem verilerine ulaşılmıştır. Kurulan Model 1’in analiz sonuçlarına bakıldığında ise; her 100.000 yetişkin başına düşen ticari banka şubeleri ile birleşme ve satın alma faaliyetleri arasında pozitif yönde bir ilişki bulunmuştur. Buradan yapılacak olan çıkarım, bir ülkede yetişkin başına düşen banka şube sayısı arttığında, bu durum birleşme ve satın alma faaliyetleri açısından olumlu olarak değerlendirilebilecektir. Takipteki kredilerin toplam brüt kredilere oranı ile birleşme ve satın alma faaliyetleri arasında ise negatif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Bankalardaki sorunlu kredi oranlarının artması piyasadaki ödeyememe gücünün bir göstergesi olabilmektedir. Aynı zamanda ekonominin olumsuz koşullar altında olabileceğinin bir göstergesi olabilir. Bu olumsuz durumda o ülkeye yapılacak birleşme ve satın alma faaliyetlerini de olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir. Bundan dolayı, analizden elde edilen sonuç bu düşünceleri destekler niteliktedir.

Model 1 içerisinde değerlendirilen makroekonomik değişkenlerden faiz oranı ile birleşme ve satın alma faaliyetinde ise negatif yönlü bir ilişki beklendiği görülmektedir. Faiz oranlarında gerçekleşen bir azalma kredi kullanım verimliliğini artıran bir etki olarak değerlendirilebilmektedir. Burada kredi kullanımının artması birleşme ve satın alma faaliyetlerine yapılabilecek yatırımı artıracakı beklenmektedir. Analiz sonuçları bu sonucu desteklemektedir. Faiz oranında yaşanacak artış, birleşme ve satın alma faaliyeti üzerinde azalmaya sebep olacaktır. Bu sonucu destekleyen Reed ve Babool (2003) faiz oranının birleşme ve satın alma üzerinde olumsuz etkisi olduğunu; Chiriac, (2021), Yağıl (1996), faiz oranının birleşme ve satın alma faaliyetlerini etkilediğini; Uddin ve Boateng (2011) ise önemli bir etkisi olduğunu vurgulamıştır. Ancak, Benzing (1993) ise etkisinin olmadığını belirtmiştir. Bunun yanında faiz oranlarının düşmesi yatırımcıların yatırımlarını, şirket yatırımları yerine farklı finansal yatırım alanlarında değerlendirmeye doğru yneltebileceğini de düşünmektedir. Bir ülkedeki yasal haklar endeksinin yüksek puana sahip olması ise, borç alanların ve borç verenlerin haklarının korunduğunu belirtmektedir. Aynı zamanda yasaların krediye erişimi genişletmek için daha iyi tasarlandığının bir göstergesidir. Yasal haklar endeksi puanının artmasının o ülkede gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerini olumlu yönde etkileyeceği beklenmektedir. Analiz sonuçlarına bakıldığında, yasal haklar endeksinin gücü ile birleşme ve satın alma faaliyeti arasında pozitif yönde bir ilişki tespit edilmiştir. Bir ülkenin riski arttıkça CDS primleri de artmaktadır. Böylelikle lkelerin CDS primlerinin artması, o ülkeye yapılacak olan DYY azalmasına sebep olabilir. Bundan dolayı CDS primlerinin artış göstermesinin birleşme ve satın alma üzerinde olumsuz bir etkisi olacağı düşünmektedir. Ulutaş (2021) alışması ise bu sonucu dolaylı olarak destekler niteliktedir. Yapılan bu çalışma sonucunda ise kredi temerrüt takası değişkenin birleşme ve satın alma faaliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Bunun nedeni olarak, Kaya Kanlı ve Aydoğmuş (2017) alışmasında, ülkelerin risk göstergelerinin, ülkeye DYY girişi üzerindeki etkisinin ülkelerin gelişmişlik durumuna göre farklılaştığını tespit etmesi gösterilebilir. Bu bağlamda G-20 lkeleri hem gelişmiş hemde gelişmekte olan ve en büyük ülkeleri kapsadığı için ülke risk priminin DYY zerindeki etkisinin daha ayrıntılı ve detaylı incelenmesi gerekmektedir.

Bunun beraberinde, G-20 ülkelerinin kredi derinliği bilgi endeksi ile banka sermayelerinin aktiflere oranı açıklayıcı değişkenlerinin bağımlı değişken birleşme ve satın alma hacmi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

Model 2’de ise makroekonomik değişkenlerin birleşme ve satın alma üzerindeki etkisi incelenmiştir. Döviz kuru, DYY ve borsa endeksi ile birleşme ve satın alma hacmi arasında pozitif yönlü bir etki bulunmuştur. Vasconcellos ve Kish (1996) ise döviz kurunun birleşme ve satın alma işlemlerinde nispeten küçük bir rol oynadığını belirtmiştir. Reed ve Babool (2003), Uddin ve Boateng (2011) döviz kurunun sınır ötesi satın almalarda ülkelere göre önemli bir etkisinin olduğunu vurgulamıştır. Bir ülkenin para biriminin değerlendirilmesi ile o ülkenin birleşme ve satın alma faaliyetlerini sınır ötesi işlemlere yönlendirebileceği düşünülebilir. Bu sonuçlara bakıldığında üzere analiz bulgularında tam tersi bir durum tespit edilmiştir. Bunun sebebi olarak, gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere yapılacak olan sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerinde döviz kuru önemli bir rol oynamayabilir veya Vasconcellos ve Kish (1996) çalışmasında olduğu gibi nispeten küçük bir rol oynayabilir. Birleşme ve satın alma faaliyetleri DYY’nin bir türü olmakla birlikte DYY’lerin artması ve sürdürülebilir olması ülkeler açısından önemlidir. Bu çalışmada da DYY’lerin birleşme ve satın alma üzerinde olumlu bir etkisi olduğu görülerek bu düşünce desteklenmiştir. Bir ülkede borsa endeksinin artması; o ülkedeki satın alacak konumda olan şirketin, fon ihtiyacını finanse etmesine yardımcı olabileceğini düşündürmektedir. Bundan dolayı bir ülkenin borsa endeksinde yaşanacak artışların birleşme ve satın alma faaliyetlerine olumlu etkisi olacağı beklenmektedir. Borsa endeksinin dahil edildiği çalışmalara bakıldığında; Bedier (2018), Vanconcellos ve Kish (1998), Reed ve Babool (2003), Uçer (2009), Erel vd. (2012), analiz sonucu ile aynı yönde birleşme ve satın alma üzerinde etkisi bulunduğunu belirtirken, Antunes (2007) ise borsa endeksinin kısa vadede etkisinin olmadığını tespit etmiştir. Bu çalışmada kişi başına milli gelir değişkeninin birleşme ve satın almalara bir etkisi bulunamazken; buna karşılık Uddin ve Boateng (2011), Antunes (2017) ve Chiriac, (2021), birleşme ve satın alma ile GSYH arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki gözlemlenmiştir.

Yapılan bu çalışmada, enflasyon oranının birleşme ve satın alma faaliyetlerine bir etkisi bulunamazken; buna karşılık Sovbetov (2016), satın alan şirket ülkelerinin,

hedef şirket ülkelerine göre, enflasyon oranlarının daha düşük olduğunu gözlemlemiştir. Kim (2019), incelediği konaklama endüstrilerinde enflasyon oranının birleşme ve satın alma faaliyetlerinin sıklığını önemli ölçüde etkilediğini belirtmiştir. Chiriac (2021), enflasyon oranındaki bir artışın birleşme ve satın alma faaliyetlerini olumsuz yönde etkilediğini vurgulamıştır. Ancak ekonomik kriz dönemlerinde, yükselen enflasyon sebebi ile birleşme faaliyetlerinin arttığını belirtmiştir. Bunun nedenin ise, para biriminin değer kaybetmesi ile nüfusun satın alma gücünün azalmasıdır. Dolayısıyla şirketlerin gelirleri azalmakta ve şirketler ayakta kalabilmek için birleşme faaliyetlerinde bulunmak zorunda olmasıdır.

Demografik bilgiler ile istihdam açıklayıcı değişkenlerinin ise bağımlı değişken birleşme ve satın alma üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

İncelenen çalışmalarla birlikte aynı makroekonomik değişkenler farklı dönemlerde ve farklı uygulama alanlarında farklı sonuçlar vermektedir. Genel bir ifade ile makroekonomik faktörlerin ele alındığı birleşme ve satın alma faaliyetleri üzerindeki etkisine ilişkin çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu çalışmaların çoğunlukla farklı sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir. Her bir birleşme ve satın alma faaliyetinin kendine özgü özellikler taşıdığı görülmüştür. Bu özellikler, birleşmelerin dalgalar halinde gerçekleşmesine dayandığı düşünülmekle birlikte konu ilgi çekiciliğini korumaya devam etmektedir (Shleifer ve Vishny, 2003, s.1; Chiriac, 2021, s. 2).

DYY'lerin artması ve sürdürülebilir olması ülkeler açısından önemlidir. Bu bağlamda birleşme ve satın alma faaliyetlerinin artırılması için gösterilecek çaba DYY'lerin artmasına katkı sağlayacaktır. Bu amaçla ülkelerin belirleyecekleri strateji ve çalışmalarda hangi faktörlerin birleşme ve satın alma üzerinde etkisi olduğunun belirlenmesi önemli bir husustur. G-20 ülkeleri içerisinde yer alan Türkiye, stratejik konumundan dolayı DYY'ler için bir çekim alanı oluşturmaktadır. Bu çalışma ile Türkiye'nin stratejik anlamda rekabet ettiği ülkelere karşı daha istikrarlı karar almasına ve belirleyeceği politikalara yön vermesine fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Ülkelerin DYY için belirleyecekleri politikalara yön vermede özellikle bulundukları dönemin ekonomik koşullarının çok önemli olduğu görülmüştür. Bundan dolayı yapılan bu çalışma ile birlikte, yaşanan kriz dönemlerinde

veya ekonominin durağan olduğu dönemlerde alınacak kararlar ve belirlenecek stratejilerin birbirinden farklı olması beklenmektedir. Geçmiş dönemlerde yapılan çalışmaların sonuçları baz alınarak ilerlenmesi yerine, yakın dönemdeki veriler üzerine çalışmaların yapılması ve elde edilen sonuçlar doğrultusunda bir plan yapılmasının daha uygun olabileceği görülmüştür. Nitekim, değerlendirilen değişkenlerin her bir ülkede, bölgede, analize konu olan birleşme ve satın alma sayıları, türleri ve incelenen dönemin özelliklerine göre farklı sonuçlar elde edilmektedir.

Sonuç olarak, ülkelerin birleşme ve satın alma faaliyetlerinde genel olarak sınırlı makroekonomik değişkenler üzerine birçok incelemeler yapılmıştır. Resende 2008 yılında yaptığı araştırmasında bir ülkedeki anlaşma faaliyetlerinin güçlü bir şekilde ekonomik faktörler tarafından yönlendirilebileceğini öne sürmüştür. Bunun beraberinde Antenus 2017’de yaptığı çalışmasında, yapılacak olan araştırmaların kapsamını ve karmaşıklığını artırmanın, mevcut birleşme ve satın alma kalıpları arasındaki boşluğu kapatabileceğini vurgulamıştır. Bu öneriden de yola çıkarak, birleşme ve satın alma faaliyetleri hem makroekonomik hem finansal erişim, istikrar ve verimlilik faktörleri ile çok yönlü incelenmiştir. Bir ülke için DYY’leri arttırabilmenin yollarını analiz için seçilen değişkenler üzerinden planlayabilme ya da hazırlanan planlara bir yol gösterici olma yolunda fayda sağlayacağı beklenmektedir. Aynı zamanda, yatırımcıların kendi ülkesi ya da sınır ötesi birleşme ve satın alma faaliyetlerinde doğru kararlar vermesine fayda sağlayacağı beklenmektedir. Bu alanda yapılacak araştırmalar doğrultusunda elde edilecek genel çıkarımlar, ülkelerin, şirketlerin ve yatırımcıların birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunurken belirleyecekleri stratejiler için katkı sağlayacaktır. Bu çalışma bu hedef doğrultusunda literatüre özellikle finansal erişim, istikrar ve verimlilik değişkenlerinin yer aldığı analiz ile farklı bir bakış açısı kazandırmıştır. Sonuç olarak, ilerleyen süreçte bu çalışmanın araştırmacılara yol gösterici olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- A Practical Guide To Mergers, Acquisitions, and Divestitures, (2009), Delta Publishing Company, <http://www.apexcpe.com/publications/171025.pdf>, Erişim Tarihi, 12.08.2021.
- Ağaoğlu, C., (2012), *Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Şirket Birleşme ve Devralmalarında Teminat ve Denkleştirmeler*, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, 18(2), ss. 221-230.
- Ahmad M. F., Lambert T., (2019), *Collective Bargaining and Mergers and Acquisitions Activity Around the World*, Journal of Banking and Finance, 99, pp. 21-44.
- Ahmad, M.F., Bodt, E., Harford, J., (2020), *International Trade and the Propagation of Merger Waves*, The Review of Financial Studies, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa104>, pp.1-50.
- Ahmed, F., Manwani, A., Ahmed, S., (2018), *Merger & Acquisition Strategy for Growth, Improved Performance and Survival in the Financial Sector*, Jurnal Perspektif Pembiayaan Dan Pembangunan Daerah, 5(4), pp.196-214.
- Ahmed, F., Manwani, A., Ahmed, S., (2018), *Merger & Acquisition Strategy for Growth, Improved Performance and Survival in The Financial Sector*, Jurnal Perspektif Pembiayaan dan Pembangunan Daerah, 5(4), April-June, pp. 194-214.
- Akalan, İ., (2002), *Şirket Birleşmelerinin İnsan Kaynakları ve Çalışma İlişkileri Üzerine Etkileri*, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Sakarya.
- Akdoğan, A., (1994), *İşletmelerde Büyüme ve Büyüyen İşletmelerde Örgütlenme Sorunları Üzerine Bir Uygulama*, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11, ss. 165-182.
- Akdoğu, E., (2011), *Türkiye'de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim, ss. 137-152.

- Alaranta, M., Henningsson, S., (2008), *An Approach to Analyzing and Planning Post-merger IS Integration: Insights From Two Field Studies*, Information Systems Frontiers, 10, pp. 307-319, Doi 10.1007/s10796-008-9079-2.
- Albuquerque, R., Brandão-Marques, L., Ferreira, M.A., Matos, P., (2019), *International Corporate Governance Spillovers: Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions*, The Review of Financial Studies, 32(2), pp. 738-770.
- Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E., (2001), *New Evidence and Perspectives on Mergers*, Journal of Economic Perspectives, 15(2), pp. 103-120.
- Andriosopoulos, D., Yang, S., (2015), *The Impact of Institutional Investors on Mergers and Acquisitions In The United Kingdom*, Journal of Banking & Finance, 50, ss. 547-561.
- Apak, S. ve Yılmaz, G., (2010), *G-20 Ülkeleri ve Küreselleşme*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 46, ss. 11-24.
- Arı, B., (2010), *Şirket Birleşmeleri ve Bir Örnek Çalışma: Arçelik A.Ş. ile Grundig Elektronik A.Ş. Birleşmesi*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Aslan, M. Ü., (2018), *Şirket Birleşme ve Satın Alma Kararlarını Etkileyen Finansal Faktörlerin Belirlenmesi ve Sektörlere Göre Performanslarının Değerlendirilmesi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Aşık, N. A., (2008), *Şirket Birleşmeleri ve Sivil Havacılık Sektöründeki Uygulamaları*. Mevzuat Dergisi, 11(126), <https://www.mevzuatdergisi.com/2008/06a/02.htm>.
- Ayan, E., (2015), *Şirketlerde Birleşme ve Satın Alma Kararlarının İşletme Performansına Etkisi: AFM Örnek Olay İncelemesi*, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yüksek Lisans Programı, İstanbul.
- Ayas, S., (2016), *Makro Kurumların Sınır-Ötesi Şirket Satın Alma Performansı Üzerindeki Rolü*, https://orgutkurami.com/wp-content/uploads/2016/10/7.OKC_.pdf#page=11., Erişim Tarihi: 13.12.2020.

Ayas, S., (2020), *Sınır Ötesi Şirket Satın Alma İşlemlerine Genel Bakış: 1998- 2018 Dönemi Türk Şirketleri Üzerine Bir İnceleme*, Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi, 3(2), ss. 491-508.

Ayas, S., Yaşar Uğurlu, Ö., (2017), *Sınır-Ötesi Şirket Satın Almalarında Satın Alma Oranı ile Hedef Şirketin Halka Açık Olması Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği*, İktisadi İdari ve Siyasal Araştırmalar Dergisi, 2(2), ss.1-10.

Bae, S. C., Chang, K., Kim, D., (2013), *Determinants of Target Selection and Acquirer Returns: Evidence From Cross-Border Acquisitions*. International Review of Economics and Finance, 27, pp. 552-565.

Baltagi, B., H., (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd Ed., UK: John Wiley & Sons Ltd.

Barbara Söllner, B. (2009), *Internal Versus External Growth of a Company*, Thesis, Universitat Wien, Wien.

Barua, Akrur (29 Nisan 2016), *Brezilya: İyi Günleri Özlemek, Küresel Ekonomik Görünüm*, 2. Çeyrek 2016, Deloitte University Press. Arşivlenmiş Orijinal 23 Ağustos.

Bayraktutan, Y., Demiştaş, I., (2011), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri: Panel Veri Analizi*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Aralık,22, ss. 1-28.

BBC News Türkçe, (15 Kasım 2022), G20 Nedir, Zirvede Liderlerin Gündeminde Hangi Konular Var?, <https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-63620934>, Erişim Tarihi: 14.06.2023.

Bena J., Li, K, (2014), *Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions*, The Journal Of Finance, LXIX(5), pp. 1923-1960.

Benzing, C., (1993), *Mergers-What the “Grimm” Data Tell Us*, Review of Industrial Organization, 8, pp.747-753.

Berger, P. G., Ofek, E, (1995), *Diversification’s Effect on Firm Value*, Journal of Financial Economics, 37, pp. 39-65.

- Bettinazzi, E. L. M., Miller, D., Amore M. D., Corbetta, G. (2020), *Ownership Similarity in Mergers and Acquisitions Target Selection*, *Strategic Organization*, 18(2), pp. 330-361.
- Bonaime, A., Gulen, H., Ion, M., (2018), *Does Policy Uncertainty Affect Mergers and Acquisitions?*, *Journal of Financial Economics*, 129, pp. 531-558.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., (2003), *Solutions Manual to Accompany Principles of Corporate Finance*, Edition New York: McGraw-Hill, International Edition.
- Bris, A., Cabolis, C., (2008), *The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers*, *The Review of Financial Studies*, 21(2), pp. 605-648, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm089>.
- Brooks, D. H., Jongwanich, J., (2011), *Cross-Border Mergers and Acquisitions and Financial Development: Evidence from Emerging Asia*, ADB Economics Working Paper Series No. 249,
- Brueller, N. N., Carmeli, A., Drori, I., (2014), *How do Different Types of Mergers and Acquisitions Facilitate Strategic Agility?*. *California Management Review*, 56(3), pp. 39-57.
- Bütüner, H., (2014), *İşletmelerde Büyüme*, <https://tr.linkedin.com/pulse/isletmelerde-buyume-hakan-b%C3%BCt%C3%BCner-ph-d-> , Erişim Tarihi: 10.11.2021.
- Campi, M, Duenas, M, Barigozzi, M, Fagiolo, G., (2016), *Do Intellectual Property Rights Influence Cross-Border Mergers and Acquisitions?* (October 21, 2016). LEM Working Paper Series No. 2016/28, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2805067> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2805067>.
- Capobianco, A., (2020), *Conglomerate Effects of Mergers*, *Directorate for Financial and Enterprise Affairs Competition Committee*, Organisation for Economic Co-operation and Development DAF/COMP(2020)2, [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2020\)2/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2020)2/en/pdf).
- Ceausescu, A., (2008), *Merger and Acquisition- A Strategic Option for Companies*. *Annals of the University of Petrosani, Economics*, University of Petrosani, Romania, 8(1), pp. 59-64.

- Chakrabarti A., Mitchell W., (2013), *The Persistent Effect of Geographic Distance in Acquisition Target Selection*, Organization Science, 24(6), pp.1805-1826.
- Ching, K., (2019). *What Drives Merger Waves? A Study of the Seven Historical Merger Waves in the U.S*, Scripps Senior Theses. 1294. https://scholarship.claremont.edu/scripps_theses/1294.
- Chiriac, I., (2021). *The Impact of Economy on Mergers & Acquisitions in European Markets*, Journal of Financial Studies & Research, Vol. 2021 (2021), Article ID 206635, DOI: 10.5171/2021.206635.
- Choi, S., Francis, B. B., Hasan, I., (2010), *Cross-Border Bank M&As And Risk: Evidence From The Bond Market*, Journal of Money, Credit and Banking, 42, pp. 615-645.
- Chuang, K. (2017). *The Role of Investment Banks on the Impact Of Firm Performance In Mergers and Acquisitions: Evidence From The Asia-Pacific Market*, Rev Quant Finan Acc, 48, pp. 677-699.
- Cin, H., (2007), *Şirketlerde Devir Birleşme ve Muhasebe Kayıtları*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Programı, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli.
- Cinganotto, M., (2014), *Mergers and Acquisitions an Analysis on Italian Companies Acquired in 2011*, Università Ca Foscari Venezia, 2014, <http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/5728/816044-1182284.pdf?sequence=2>, Erişim Tarihi: 05.08.2021.
- Coeurdacier, N. Santis, R. A., Aviat A., (2009), *Cross-border Mergers and Acquisitions and European Integration*, Economic Policy, Oxford University Press (OUP), 24(57), pp. 56-106.
- Coeurdacier, N. Santis, R. A., Aviat A., (2009), *Cross-border Mergers and Acquisitions Financial and Institutional Forces*, ECB Working Paper Series No 1018, European Central Bank, London Business School and CEPR.
- Cordeiro, M., (2014), *The Seventh M&A Wave*, <https://camayapartners.com/wp-content/uploads/2016/06/The-seventh-MA-wave.pdf>. Erişim Tarihi: 20.08.2021.

- Coşkun, S. A., Kargın, S., (2016), *Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Almaların Bankaların Finansal Performansına Etkileri: Üç Banka Üzerinde CAMELS Analizi*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 69, ss. 41-60.
- Çatalbaş, G. K, Yarar, Ö. (2015), *Türkiye'deki Bölgeler Arası İç Göçü Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle Belirlenmesi*, Alphanumeric Journal, 3(1), ss. 99-117.
- Çemrek, F., Burhan, E., (2014), *Petrol Tüketiminin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi: Avrupa Birliği 233 Ülkeleri ve Türkiye Örneği*, Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, 6(3), ss.47-58.
- Çubukçu, A., (2020), *Mekânsal Panel Veri Modelleri: Havacılık Sektöründe Bir Uygulama*, Hacettepe Üniversitesi İstatistik Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Çukurova, S., (2012), *Interlocking Directors and Target Selection in Mergers and Acquisitions*, Working Paper available at SSRN 1966816. <http://www.igier.unibocconi.it/files/Cukurova.pdf> Erişim Tarihi, 19.09.2021.
- Dağlı, H., Ayaydın, H., (2012), *Şirket Ele Geçirme Taktiklerinin Değerlendirilmesi*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 56, ss.1-16.
- DaimlerChrysler, (1998), *Merger of Growth, Annual Report 1998*, <https://www.daimler.com/documents/investors/berichte/geschaeftsberichte/daimlerchrysler/daimler-ir-annualreport-1998.pdf.s.18>, Erişim Tarihi: 07.09.2021.
- Deloitte, (2014), *M&A Trends Report 2014 A Comprehensive Look at The M&A Market*, https://imaa-institute.org/wp-content/uploads/2016/03/deloitte_us-m-and-a-trends-report-2014.pdf, Erişim Tarihi: 11.07.2021.
- Deloitte (2016), *Turkish Outbound M&A Review 2014-2015*, <https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/outbound-ma.html>, Erişim Tarihi: 12.05.2021.
- Deloitte, (2020), *2020 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu*, <https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/articles/annual-turkish-ma-review-2020.html>, Erişim Tarihi: 15.06.2023.

Demiralp, S. (22 Kasım 2019). *Takipteki Alacaklar Sorunu Neden Önemli ve Nasıl Çözülebilir?*, <https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-50513836>. Erişim Tarihi: 15.06.2023.

Devlet Planlama Teşkilatı, (2000), *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Rekabet Hukuku ve Politikaları Özel İhtisas Komisyonu Raporu*, https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2018/11/08_RekabetHukukuvePolitikalari.pdf. Erişim Tarihi: 04.07.2021.

Doytch, N., Cakan, E., (2011), *Sectoral Growth Effects Of Untied States Mergers And Acquisitions: A Time Series Analysis*, Journal of Applied Economics & Business Research, 1(1), pp. 4-11.

Duksaite, E., Tamošiūnienė, R., (2009), *Why Companies Decide to Participate in Mergers and Acquisition Transactions*, Mokslas-Lietuvos Ateitis Science-Future of Lithuania, 1(3), pp. 21-25.

Dücan, E., Akal, M. (2017), *Komşu Ülkelerle Yapılan Dış Ticaretin DYY Girişleri Üzerine Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Panel Veri Analiz*, Uluslararası Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 3(1), 63-80.

Dündar, B., (2006), *Birleşmeler ve Stratejik İşbirliklerinin Şirketlerin Küreselleşmeleri Üzerindeki Etkileri (Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma)*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Uluslararası İşletmecilik Programı Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

Ebner, S., (2013), *Essays on the Economics of Mergers & Acquisitions*. Universität Passau Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Doctoral Thesis, <https://opus4.kobv.de/opus4-uni-passau/frontdoor/index/index/docId/184>.

Elmas, B., (2007), *İşletme Politikalarından Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi-İMKB Örneği-*, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Erzurum.

Erdil, T. S., Aydoğan, S., Ayar, B., Güvendik, Ö., Diler, S., Gusinac, K., (2018), *İnovasyon Performansının Rekabet Gücü, Firma Performansı ve İhracat Performansı Üzerindeki Etkisi: Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Üzerine Bir Araştırma*, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 40(2), pp. 137-166.

Erel, I., Liao, R. C., Weisbach, M. S., (2012), *Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions*, The Journal of Finance, 68(3), pp.1045-1082.

Esen, Ş., (2007), *Birleşme ve Devralmaların Rekabet Hukuku Açısından Değerlendirilmesi*, VI. Anadolu İşletmecilik Kongresi, Kırıkkale, 31 Mayıs- 2 Haziran, ss. 343-350.

Eyceyurt T., Serçemeli M. (2013), *Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi*, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 27(1), ss. 159-175.

EY, (2022), *Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2021 Raporu*, https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/tr_tr/pdf/2022/ey-birlesme-satin-alma-islemleri-2021-raporu.pdf, 15.06.2023.

Ferreira, M. A., Massa, M., Matos, P., (2010), *Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions*, The Review of Financial Studies, 23(2), pp. 601-644, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp070>.

Findlay, C., Chen, C., (2003), *A Review of Cross-border Mergers & Acquisitions in APEC*. Asian-Pacific Economic Literature, 17(2), pp. 14-38.

Gaughan, P. A., (2002), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Third Edition University Edition, John Wiley & Sons, Inc.

GDP of North America, (2021), <https://statisticstimes.com/economy/north-america-gdp.php>, Erişim Tarihi: 03.08.2021.

Genç, A., (2012), *Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerine Kısa Dönem Etkisi*, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Denizli.

Gerald, A., Elisifa, N., (2013), *Analysis of Business Growth Strategies and Their Contribution to Business Growth: A Tanzania Case Study*, International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom, I(1), pp. 1-14.

Gorbenko, A.S., Malenko, A., (2018), *The Timing and Method of Payment in Mergers When Acquirers Are Financially Constrained*, The Review of Financial Studies, 31(10), pp. 3937-3978.

Gönüllü O. (2018). *Birleşme ve Devralma İşlemlerinin Yarattığı Paydaş Değeri Üzerinde Etkili Olan Faktörler: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama*, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 14(1), ss. 233-256.

Graner, P., (1972)., *Mali Şirketler* (A. Öçal, Çev.), Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi, 8(2), ss. 385-391.

Greene, W. H., (2007), *Econometric Analysis*, Sixth Edition, Newyork, Pearson Prentice Hall.

Gugler, K., Konrad, K. A., (2002), *Merger Target Selection and Financial Structure*, <https://www.wu.ac.at/fileadmin/wu/d/i/iqv/Gugler/Artikel/rio.pdf> Erişim Tarihi 19.09.2021.

Gupta, P. D., Guha, S., Krishnaswami, S. S., (2013), *Firm Growth and Its Determinants*, Journal of Innovation and Entrepreneurship, 2(15), pp.1-14.

Harford, J., (2005), *What Drives Merger Waves*, Journal of Financial Economics, 77(3), pp. 529- 560, doi:10.1016/j.jfineco.2004.05.004.

Hekimoğlu, M. H., Tanyeri, B., (2011), *Türk Şirket Birleşmelerinin Satın Alınan Şirketlerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri*, İktisat, İşletme, ve Finans, 26(308), ss. 53-70.

Hijzen, A., Görg, H., Manchin, M., (2006), *Cross-border Mergers and Acquisitions and the Role of Trade Costs*, European Economy-Economic Papers 2008-2015, 242, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

Hitt, M., Pisano, V., (2004), *Cross-Border Merger and Acquisitions: Challenges and Opportunities*, Chapter 3, pp. 45-59, Editor, Pablo, Amy L. and Mansour Javidan, *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*, Oxford: Blackwell Pub.

- Hongjiu, L., Yanrong, H., Shufen, F., (2006), *Study on Mergers & Acquisitions Target Selection Based on Self-Organizing Mapping Neural Network*. IEEE International Conference on Management of Innovation and Technology, pp. 1035-1038, doi: 10.1109/ICMIT.2006.262379.
- Hongjiu, L., Yanrong, H., Shufen, F., (2006), *Study on Mergers & Acquisitions Target Selection Based on Self-Organizing Mapping Neural Network*, IEEE International Conference on Management of Innovation and Technology, pp.1035-1038, doi: 10.1109/ICMIT.2006.262379.
- Hosseini, S. R., Fallah, M. P. M., Bagherlu, M., Mahmudian, T., (2013), *Holding Companies' Strategies and their Distinction from Large Organizations, Investment, Trust and Merger*, European Online Journal of Natural and Social Sciences, 2(3 Special Issue on Accounting and Management), pp. 2928-2934.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data*, Second Edition, Cambridge University Press.
- Huettermann, K. Lleshaj, D.(2018). *Debtholder Wealth Effects in Mergers and Acquisitions: Evidence from the CDS Market* (January 10, 2018). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3172101> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3172101>.
- Ianca, C., (2008), *Tax Implication of Structuring and Financing Mergers and Acquisitions*. Theoretical and Applied Economics, 9(526), pp. 69-78.
- Ibrahimi, M., (2018), *Mergers & Acquisitions Theory, Strategy, Finance*, John Wiley & Sons, Inc., ISTE; Hoboken.
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, IMAA, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, Erişim Tarihi: 09.06.2021.
- Ishwarya J., (2019), *A Study on Mergers and Acquisition of Banks and a Case Study on SBI and Its Associates*. Conference Proceeding Published in International Journal of Trend in Research and Development (IJTRD), ISSN: 2394-9333, www.ijtrd.com, pp. 22-26.
- İkizler, M., (2017), *Centilmenlik Anlaşmaları*, D.E.Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi, Prof. Dr. Şeref Ertaş'a Armağan,19(Özel Sayı), ss. 415-441.

Jong, M.C., (2018), *Global Merger Waves and Cultural Distance The Effect Of Cultural Distances On Cross-Border M&A Transactions*, Erasmus University Rotterdam Erasmus School of Economics Master Thesis, 2018.

Junni, P., Teerikangas S., (2019), *Mergers and Acquisitions*, Business and Management, <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190224851.013.15>, Erişim Tarihi: 14.07.2021.

Kandemir, T., (2003), *Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın almaların İşletme Üzerine Finansal Etkisi ve İMKB’de Birleşme Üzerine Bir Araştırma*, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Afyon.

Karataş Kul, N., (2006), *Küreselleşmenin Şirket Birleşmeleri Açısından Değerlendirilmesi ve Bir Uygulama*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli.

Karcıoğlu, R., Abar, H., Ağırman, E., Kantar, M., A., Gülrenk, M., Okuyucu, N., (2019), *Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Hisse Senedi Fiyatına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma*, KAÜİİBFD, 10(20), ss. 987-1006.

Kaya Kanlı N., Aydoğuş, O. (2017), *Ülke Risk Faktörlerinin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Belirleyici Etkisi*”, Ege Akademik Bakış, 17(2), ss. 179-90.

Kathleen Park, K., Vambéry, R. G., (2010), *Value Creation Through International Acquisitions In A World Of One-Way Globalization: Toward A New Paradigm*, International Business & Economics Research Journal, 9(4), pp. 1-4.

Kılıçaslan, Ş., (2010), *Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Finansal Etkinliğin Ölçülmesi*, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Tokat.

Kim, Y., Su, L.N., Zhou, G. S., Zhu, X. K., (2020), *PCAOB International Inspections and Merger and Acquisition Outcomes*, Journal of Accounting and Economics, 70(1), 1013182, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101318>.

KPMG Perspektifinden Birleşme ve Satın Alma Trendleri, (2019), <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2020/01/kpmg-birlesme-ve-satin-alma-trendleri-2019.pdf>, Erişim Tarihi: 15.09.2021.

KPMG Perspektifinden Birleşme ve Satın Alma Trendleri, (2020), <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2021/01/kpmg-birlesme-ve-satin-alma-trendleri-2020.pdf>, Erişim Tarihi: 14.08.2021.

KPMG Zoom: Mergers and Acquisitions Trends, (2020), <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2021/02/kpmg-zoom-mergers-acquisitions-trends-2020.pdf>, Erişim Tarihi: 15.09.2021.

KPMG, (2020), *KPMG Perspektifinden Birleşme ve Satın Alma Trendleri-2019*, <https://kpmgvergi.com/yayinlar/kpmg-perspektifinden-birlesme-ve-satin-alma-trendleri-2019/26>, Erişim Tarihi: 15.06.2023.

Krishnan, R. A., Joshi, S., Krishnan, H., (2004), *The Influence of Mergers on Firms' Product-Mix Strategies*, Strategic Management Journal, 25(6), pp. 587-611.

Kürşad, M., Ş., Nartgün, Z., (2015), *Kayıp Veri Sorununun Çözümünde Kullanılan Farklı Yöntemlerin Ölçeklerin Geçerlik ve Güvenirliği Bağlamında Karşılaştırılması*, Eğitimde ve Psikolojide Ölçme ve Değerlendirme Dergisi, 6(2), ss. 254-267.

Lambert, R. A., Larcker, D. F., (1985), *Golden Parachutes, Executive Decision Making and Shareholder Wealth*. Journal of Accounting & Economics, 7, pp. 179-203.

Lebe, F., Ersungur, Ş. M., (2011), *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımını Etkileyen Ekonomik Faktörlerin Ampirik Analizi*, Atatürk Ü. İİBF Dergisi, 10. Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu Özel Sayısı, ss. 321-339.

Lebedev, S., Peng, M.W., Xie, E., Stevens, C.E., (2015), *Mergers and Acquisitions in and Out of Emerging Economies*, Journal of World Business, 50, pp. 651-662.

Lewellen, W., Loderer C., Rosenfeld, A., (1985), *Merger Decisions and Executive Stock Ownership In Acquiring Firms*, Journal of Accounting and Economics, 7, pp. 209-231.

Li, J., Li, P., Wang, B., (2016), *Do Cross-border Acquisitions Create Value? Evidence From Overseas Acquisitions by Chinese Firms*, International Business Review, 25, pp. 471-483472.

- Liu, H., Y. Hu, Y., (2009), *An Application of Hopfield Neural Network in Target Selection of Mergers and Acquisitions*, 2009 International Conference on Business Intelligence and Financial Engineering, pp. 34-37, doi: 10.1109/BIFE.2009.17.
- Malik, M.F., Anuar, M. A., Khan, S., Khan, F., (2014), *Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review*, International Journal of Accounting and Financial Reporting, 4(2), pp.520-533.
- Manzini, A. O., Gridley, J. D., (1986), *Human Resource Planning for Mergers and Acquisitions: Preparing for the "People Issues" That Can Prevent Merger Synergies*, <https://eds.p.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=2f612e94-8ce3-44c8-93b9-4e183f18f853%40redis> , 9(2), Chapter 2, p.51-57, Erişim Tarihi: 03.09.2021.
- Mark, H., (2004), *Integrating Enterprise Systems in Mergers and Acquisitions*, AMCIS, Proceedings, 12, <https://aisel.aisnet.org/amcis2004/12>.
- Marks, M. L., Mirvis, P. H., (2001), *Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation*, Academy of Management Perspectives, 15(2), pp. 80-92.
- Marks, M. L., Mirvis, P. H., (2011), *Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success*, J Bus Psychol, 26, pp. 161-168. Doi 10.1007/s10869-011-9219-4.
- Marsh, S. M., (2005), *Strategy Selection and Implementation in Corporate Acquisitions: Examining the Role of The CEO*, (Unpublished Doctoral Dissertation) George Mason University, Fairfax, VA.
- Martinsson, A. Edgren, L., (2012), *The sixth wave of mergers and acquisitions A case study investigating a Hong Kong based company's investment in Sweden*, School of Business, Economics and Law University of Gothenburg, Bachelor Thesis International Business, Göteborg, Sweden.
- Martynova, M., Oosting, S., Renneboog, L., (2006), *The Long-term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions*, Finance Working Paper No. 137/2006.

- Mehta D., Samanta, S., (1997), *Mergers and Acquisitions: Nature and Significance*, Vikalpa, 22(4), pp. 31-38.
- Miskiewicz, R., (2017), *Mergers and Acquisitions: Selected Epistemological Aspects*, Економічний вісник Донбасу, 4(50), pp. 147-153.
- Moskovicz, A., (2018), *Mergers and Acquisitions: A Complete and Updated Overview*, The International Journal Of Business & Management, 6(9), pp. 300-310.
- Mühim, S. A., (2012), *Şirket Birleşmeleri (Mergers) ve Havayolu Şirketlerinde Merger Uygulamalarına Örnekler*, İstanbul Kültür Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Nanu, V.C.T., (2010), *International Joint Ventures*, KDI School of Public Policy and Management In Partial Fulfillment of The Requirements For The Degree of Master of Business Administration, Thesis, South Korea.
- Napier, N. K., (1989), *Mergers and Acquisitions, Human Resource Issues and Outcomes: A Review and Suggested Typology*, Journal of Management Studies, 26(3), pp. 271–290.
- Neuhauser, K. L., (2007), *Mergers and Acquisitions: A Global View*, Chapter 1, (Edited by Greg N. Gregoriou and Karyn L. Neuhauser, *Mergers and Acquisitions*, Current Issues, Palgrave Macmillan.
- Ofek, E., Sarvary, M., (2001), *Leveraging the Customer Base: Creating Competitive Advantage Through Knowledge Management*, Management Science, 47(11), pp. 1441-1456.
- Onat, O. K., (2006), *Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Orhan, M. S., Ağırman, E., (2015), *Şirket Satın Almalarına Farklı Bir Bakış: Zımbalanmış Finansman (Stapled Financing)*, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 29(2), ss.293-304.

Özdemir K., Ketten, M., (2010), *Ekonomik ve Finansal Krizlerin Şirket Birleşmeleri Üzerindeki Etkilerinin 2001 ve 2007-2009 Krizleri Bağlamında Değerlendirilmesi*, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 8(14), ss.105-122.

Özparlak, G., Yeşilyurt, S., (2021), *Ükelerin Kredi Temerrüt Takası (Cds) Primlerinin Dinamik Nedensellik İlişkisi ile İncelenmesi*, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar (656), ss. 89-114.

Öztürk İ., Yeşilyurt, S., (2019), *Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi: BİST'te Bir İnceleme*. İşletme Araştırmaları Dergisi Journal Of Business Research-Turk, 11(3), ss. 2016-2026, <https://doi.org/10.20491/isarder.2019.721>.

Öztürk, F., (2008), *Şirket Birleşmelerinde Belge Yönetiminin Entegrasyonu: Banka Birleşmeleri*, Marmara Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Bilgi ve Belge Yönetimi Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Page, A. S., Jones, R. C., (1990), *Business Growth Part 3: How to Grow-routes and Recommendations*, Management Decision, 28(4), doi:10.1108/00251749010141311.

Pandya, V. U., (2018), *Mergers and Acquisitions Trends-the Indian Experience*, International Journal of Business Administration, 9(1), pp. 44-54.

Prat, J.M., Escrivá-Beltrán, M., Gómez-Calvet, R. (2020). *Joint Ventures and Sustainable Development, A Bibliometric Analysis*, Sustainability, 12(10176), pp. 1-24.

Reed, M., Babool, A. I., (2003), *Factors Affecting International Mergers and Acquisitions*. International Food and Agribusiness Management Review, 6(4), pp. 63-77.

Roberts, A., Wallace, W., Moles, P., (2016), *Mergers and Acquisitions*, MQ-A2-engb 1/2016 (1020), Edinburgh Business School Heriot-Watt University, Edinburgh.

Rompotis, G., (2015), *Mergers and Acquisitions: Types, Principles, Historical Information and Empirical Evidence From the Greek Banking Sector*, The IEB International Journal of Finance, 10, pp. 32-65, doi: 10.5605/IEB.10.2.

Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., (2011), *Corporate Finance, Solutions Manual* 9 th Edition, New York: McGrawHill.

Rossi, S., Volpin P., (2004), *Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions*, Journal of Financial Economics, 74(2), pp. 277-304.

Ruşçuk, G., (2002), *ABD Rekabet Hukukunda Şirket Birleşmeleri ve Devralmalar*, Rekabet Bülteni, 4(8), ss. 129-138.

Sachdeva, T., Sinha, N., Kaushik, K., (2015), *Impact of Merger and Acquisition Announcement on Shareholders' Wealth an Empirical Study Using Event Study Methodology*, Delhi Business Review, 16(2), pp. 19-36.

Sakarya, S., (2002), *Şirket Birleşmelerinde Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi: Akçansa Örneği*. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi, Sakarya.

Sarıca, S., (2012), *Yatay Birleşmelerin Rekabet Üzerindeki Etkisi: Bir Literatür Çalışması*, Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2(1), ss.103-119.

Sayarı, N., (2008), *IFRS 3R Kapsamında İşletme Birleşmeleri*, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Yüksek Lisans Programı, Ankara.

Schuler, R., Jackson, S., (2001), *HR Issues and Activities In Mergers and Acquisitions*, European Management Journal, 19(3), pp. 239-253, doi:10.1016/s0263-2373(01)00021-4.

Selçuk, E. A., (2015), *Do Mergers and Acquisitions Create Value for Turkish Target Firms? An Event Study Analysis*, Procedia Economics and Finance, 30, 15-21.

Serçe, M., (2009), *Şirket Birleşmelerinin Finansal Değerlemesi ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Sherman, A. J., (2010), *Mergers & Acquisitions From A To Z*, Third Edition, Amacom.

Shleifer, A., Vishny, R.W., (2003), *Stock Market Driven Acquisitions*, Journal of Financial Economics, pp. 295-311.

Sidenko, S., Kiriakov, D., (2012), *Strategy and Tactics Of International Mergers and Acquisitions*, International Economic Policy, IEP, 1-2(16-17), pp. 55-82.

Skultetyova, I., (2012), *Intellectual Property in Mergers and Acquisitions: Deal Maker or Deal Breaker? A Substantive Analyses of Due Diligence in IP Driven Mergers and Acquisitions*, International Business Law, Thesis, Tilburg University, <https://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=129082>, Erişim Tarihi: 19.09.2021.

Sudarsanam, S., (2000), *Corporate Governance, Corporate Control and Takeovers, Advances in Mergers and Acquisitions (Advances in Mergers and Acquisitions, Vol. 1)*, Emerald Group Publishing Limited, Bingley, pp. 119-155. [https://doi.org/10.1016/S1479-361X\(00\)01006-1](https://doi.org/10.1016/S1479-361X(00)01006-1).

Süleymanlı, C. (2021), *Türkiye`de Tüketici Bazlı Sorunlu Kredi Hacmine Etki Eden Makro İktisadi Faktörler: Yapısal Kırılmalı Ekonometrik Yöntemler ile Analiz*, Kamu Yönetimi ve Politikaları Dergisi, 2(3), ss. 403-428.

Şahin İ. E., Yılmaz, B., (2010), *Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri*, SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 10(19), ss. 63-74.

Şahin, A., Doğukanlı, H., (2015), *Banka Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hedef Banka Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri*, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 52(600), ss.9-25.

Şahin, İ. E., (2011), *Şirket Birleşmelerinin Etkinlik Açısından Değerlendirilmesi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Konya.

Şahin, O.N., (2016), *Türkiye'deki Şirket Birleşmeleri Verilerinin Yıllar İtibariyle Analizi ve Dünya Geneli, ABD, AB ve Asya-pasifik Verileri ile Karşılaştırması*, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 8(15), ss. 229-255.

Şimşek Ş., Çelik, A., (2016), *Genel İşletme*, Eğitim Kitabevi, 13. Baskı, Konya.

Şimşir, Ş. A., (2017), *CEF Araştırma Raporu, Birleşme ve Devirler Türk Alıcı ve Hedef Şirketler için Ekonomik Değer Yaratıyor mu?*, <https://cef.sabanciuniv.edu/uploads/studies/birlesme-ve-devirler-turk-alici-ve-hedef-sirketler-icin-ekonomik-deger-yaratiyor-mu.pdf>, Erişim Tarihi: 15.09.2021.

Şirket Birleşme ve Satın Alma Süreçleri, (2019), <https://www.navigapartners.com/sirket-birlesme-ve-satin-alma-surecleri/>, Erişim Tarihi: 19.09.2021.

Tatoğlu, F.Y. (2020b). *Panel Zaman Serileri Analizi*, Beta Yayınları, 3. Baskı, İstanbul.

Tatoğlu, F.Y., (2020a), *Panel Veri Ekonometrisi*, Beta Yayınları, Genişletilmiş 5. Baskı, İstanbul.

T.C. Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi, (2023), *Türkiye’de Uluslararası Doğrudan Yatırım*, <https://www.invest.gov.tr/tr/whyturkey/sayfalar/fdi-in-turkey.aspx>, Erişim Tarihi: 15.06.2023.

The Global Consulting Mergers & Acquisitions Report, (2015), Equiteq Ltd. 2015, <https://www.ydd.org.tr/wp-content/uploads/2017/12/equiteq-2015-global-consulting-ma-report.pdf>, Erişim Tarihi: 15.07.2021.

Topalhan, T, Yeşilkaya, F., (2017), *Kadın Yoksulluğunu Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle Belirlenmesi*, Karatahta İş Yazıları Dergisi, 9, ss. 55-82.

Topaloğlu, E. E., (2018), *Bankalarda Finansal Kırılganlığı Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi ile Belirlenmesi*, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 13(1), ss. 15-38.

Torres-Reyna, O., (2007), Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata (v. 4.2), <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>, Erişim Tarihi: 09.06.2022.

Tremblay, V.J., Tremblay C.H., (2012), *Horizontal, Vertical, and Conglomerate Mergers. In: New Perspectives on Industrial Organization. Springer Texts in Business and Economics*, Springer, New York, NY. https://doi.org/10.1007/978-1-4614-3241-8_18.

Türkiye’de 233 adet şirket birleşmesi ve satın alma gerçekleşti (İşte ilk 5) (2020), <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/turkiyede-233-adet-sirket-birlesmesi-ve-satin-alma-gerceklesti-iste-ilk-5,AK-DpNK87k6-1Qgm27MFzQ>, Erişim Tarihi: 15.06.2023.

Uçanok, B., Bakanay, H., Milli, E., (2008), *Satın Alma ve Şirket Birleşmeleri Sürecinde, İç İletişim ve Örgütsel Bağlılığın, Kişi-Kurum Uyumu ve Kültür Çatışması Üzerindeki Etkileri*, Marmara İletişim Dergisi, 13(13), ss.233-247.

Uçer, M. S., (2009), *Determinants and Characteristics of Merger and Acquisitions, and Target Firm Performance: Evidence From Turkey*. Boğaziçi University, Phd Thesis, İstanbul.

Uddin, M., Boateng, A. (2011), *Explaining the Trends in the UK Cross-Border Mergers & Acquisitions: An Analysis of Macro-Economic Factors*, International Business Review, 20(5), ss.547-556.

Uğur, B., (2021), *Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerinin İhracat Üzerine Etkileri: G-20 Ülkeleri*, İksad Yayınevi, Ankara.

Ulutaş, H. E. (2021), *Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği (2002-2019)*, Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Bursa.

Usta, T., (2015), *Şirket Birleşme ve Satın Almaları: 1995-2011 Döneminde Yabancı Yatırımcıların Türkiye’de Gerçekleştirdiği Birleşme ve Satın Almaların Mikro, Makro ve Stratejik Açından Değerlendirilmesine Yönelik Bir Araştırma*, Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Uşen, Ş., (2001), *Şirket Birleşmeleri ve İnsan Kaynağı Boyutu*, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Anabilim Dalı Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Uzun, O., (2010), *Başarılı Şirket Birleşmelerinin Performanslarının Ölçümü*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme anabilim Dalı Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

- Vasconcellos, G. M., Kish, R.J., (1996), *Factors Affecting Cross-border Mergers and Acquisitions: The Canada- U.S. Experience*, Global Finance Journal, 7(2), pp. 223-238.
- Vasconcellos, G.M., Kish R.J., (1998), *Cross-border Mergers and Acquisitions: the European-US experience*, Journal of Multinational Financial Management, 8, pp. 431-450.
- Velasco, J., (2002), *The Enduring Illegitimacy of The Poison Pill*, Journal of Corporation Law, 27(3), pp. 381-424.
- Walter G. A., Barney J. B., (1990), *Research Notes and Communications*, Strategic Management Journal, 11(1), pp.79-86.
- Wang, S.F., Shih, Y.C., Lin, P.L., (2014), *The Long-Run Performance of Asian Commercial Bank Mergers and Acquisition*, Modern Economy, 5, pp. 341-359. <http://dx.doi.org/10.4236/me.2014.54034>.
- Weber, Y., Belkin, T., Tarba, S. Y., (2011), *Negotiation, Cultural Differences, and Planning in Mergers and Acquisitions*, Journal of Transnational Management, 16(2), pp. 107-115.
- Weber, Y., Tarba S. Y., (2012), *Mergers and Acquisitions Process: The Use of Corporate Culture Analysis*, Cross Cultural Management, 19(3), pp. 288-303.
- Weston, J. F., Mitchell, M.L., Mulherin J.H., (2014), *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Fourth Edition, Pearson Education Limited, Edinburgh Gate.
- Wijnhoven, F., Spil, T., Stegwee, R., Tjang A Fa, R., (2006), *Post-merger IT Integration Strategies: An IT Alignment Perspective*, Journal of Strategic Information Systems, 15, p. 5-28.
- World Bank, (2023), *Depth Of Credit Information Index (0=Low To 8=High)*. <https://data.worldbank.org/indicator/IC.CRD.INFO.XQ>. Erişim Tarihi: 15.06.2023.

World Bank, (2023), *Strength Of Legal Rights Index (0=Weak To 12=Strong)*. <https://data.worldbank.org/indicator/IC.LGL.CRED.XQ>. Erişim Tarihi: 15.06.2023.

Yagil, J., (1996), *Mergers and Macroeconomic Factors*, Review of Financial Economics, 5(2), pp.181-190.

Yörük, N., (2009), *Küresel Finansal Krizin Doğrudan Yabancı Yatırım Akışlarına Etkisi*. ss.1985-2004. <http://abakus.inonu.edu.tr/xmlui/handle/11616/12062>. Erişim Tarihi: 15.10.2021.

Yücebaş, Ö., (2005), *şirket Birleşmeleri ve Türkiye Uygulaması*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Zahid, N., Shah, A. M., (2011), *Mergers and Acquisitions in International Business*, European Scientific Journal,1, pp.43-56.

EKLER

EK.1. Veriler (2013-2020)

Ülkeler	t	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	bank	yasal	kredi	takip	ser	faiz	cds
Avustralya	2013	1598	81,58	0,05105131	30,14	11	7	1,36517	5,30294	2,78	39,2
Avustralya	2014	1545	108,63	0,07031068	29,16	11	7	1,01384	5,4016	2,67833	36,57
Avustralya	2015	1555	123,53	0,07944051	28,75	11	7	0,88873	6,17542	2,25583	40,71
Avustralya	2016	1609	104,25	0,0647918	27,74	11	7	0,94768	6,49837	1,98833	25,64
Avustralya	2017	1959	123,2	0,06288923	29,63	11	7	0,85701	6,92003	1,74	16,48
Avustralya	2018	1909	146,0714	0,07651724	28,22	11	7	0,90186	6,88566	1,94833	25,16
Avustralya	2019	1981	107,1665	0,05409719	26,43	11	8	0,96149	7,41148	1,34417	17,02
Avustralya	2020	1779	391,09	0,21983699	25,43	11	8	1,10778	7,99803	0,26	14,51
Arjantin	2013	124	2,26497	0,01826589	13,25	2	8	1,73258	12,1207	0,001	1409,34
Arjantin	2014	126	3,99107	0,03167516	13,23	2	8	1,99006	12,5481	0,0001	1627,2
Arjantin	2015	96	1,71908	0,01790708	13,26	2	8	1,73684	12,2807	1	1779,44
Arjantin	2016	122	6,63436	0,05438	13,45	2	8	1,83661	11,2337	1,065	424,46
Arjantin	2017	126	12,02738	0,0954554	13,54	2	8	1,83036	11,5659	1,222	209,57
Arjantin	2018	112	4,91636	0,04389607	13,49	2	8	3,10857	11,0387	2,102	722,62
Arjantin	2019	83	32,14	0,38722892	13,45	2	8	5,74849	13,472	2,53	5943,73
Arjantin	2020	65	1,18	0,01815385	13,21	2	8	3,86095	15,4527	0,458	8312,69
Brezilya	2013	610	69,13	0,11332787	20,53	2	7	2,85728	9,26521	8,99	191,89
Brezilya	2014	555	56,74	0,10223423	21,24	2	7	2,8548	9,03441	11,54	201,06
Brezilya	2015	664	50,12	0,07548193	20,85	2	7	3,31179	8,46062	14,16	488,99
Brezilya	2016	671	47,33599	0,07054544	20,34	2	7	3,91664	9,27225	13,462	274,36
Brezilya	2017	643	65,63327	0,10207351	19,51	2	7	3,58572	10,0472	9,057	160,27
Brezilya	2018	542	41,95591	0,07740943	18,98	2	8	3,05306	10,0644	7,309	205,34
Brezilya	2019	721	54,51906	0,07561589	18,7	2	8	3,11064	10,2109	6,179	99,11
Brezilya	2020	671	269,165	0,40114009	17,88	2	8	2,2427	10,0555	2,76	141,6
Kanada	2013	2303	139,63	0,06062961	23,32	9	8	0,57492	4,96412	1,16442	31,06
Kanada	2014	2389	193,97	0,08119297	23,14	9	8	0,51788	4,94325	1,17298	33,34
Kanada	2015	2184	225,85	0,10341117	22,84	9	8	0,5166	5,06783	0,82265	30,65
Kanada	2016	2262	181,32	0,08015915	22,25	9	8	0,59605	5,16056	0,81638	31,38
Kanada	2017	3566	165,0362	0,04628048	20,75	9	8	0,44946	5,22324	1,06136	33,83
Kanada	2018	3389	192,3	0,0567424	20,13	9	8	0,50521	5,20268	1,7906	35,59
Kanada	2019	2328	117,92	0,05065292	19,73	9	8	0,50341	5,21808	1,89031	36,89
Kanada	2020	2330	51,95	0,02229614	20,17	9	8	0,53331	4,94843	0,64	37,89

EK.1 devam. Veriler (2013-2020)

Ülkeler	t	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	bank	yasal	kredi	takip	ser	faiz	cds
Çin	2013	4547	325,23	0,07152628	7,83	4	6	0,9997	6,7	4,12	79,5
Çin	2014	5953	519,37	0,08724509	8,06	4	6	1,24873	7,19925	3,263	85,48
Çin	2015	7899	1038,12	0,13142423	8,53	4	6	1,67388	8,43749	2,329	109,33
Çin	2016	8065	757,06	0,09386981	8,81	4	8	1,74448	8,14334	2,751	117,88
Çin	2017	7894	739,724	0,09370712	8,81	4	8	1,74435	8,55609	3,803	50,79
Çin	2018	7879	670,41	0,08508821	8,88	4	8	1,83295	9,07019	2,575	67,5
Çin	2019	4307	300,42	0,06975157	8,86	4	8	1,86175	9,30732	2,44	32,38
Çin	2020	3768	375,35	0,09961518	8,79	4	8	1,83962	9,23936	2,7	29,11
Fransa	2013	1903	96,57	0,05074619	38,63	4	6	4,49543	5,8183	0,22067	54,11
Fransa	2014	2612	250,72	0,09598775	38,06	4	6	4,1625	5,28241	0,20993	45,84
Fransa	2015	3232	157,64	0,04877475	37,6	4	6	4,04525	5,7938	-0,01937	26,25
Fransa	2016	3241	151,41	0,04671706	37,19	4	6	3,70276	6,24897	-0,26369	37,3
Fransa	2017	2660	201,42	0,0757218	35,98	4	6	3,1236	6,59401	-0,32209	17,07
Fransa	2018	2506	147,64	0,0589146	34,79	4	6	2,74834	6,5255	-0,32209	37,41
Fransa	2019	2534	166,63	0,0657577	34,17	4	6	2,47314	6,61056	-0,35633	18,42
Fransa	2020	1654	34,97398	0,02114509	33,2	4	6	2,70534	6,18106	-0,43	17,3
Almanya	2013	1788	101,0736	0,05652887	14,91	6	8	2,7	5,45	0,22067	26,23
Almanya	2014	2037	182,0537	0,08937343	14,56	6	8	2,34	5,61	0,20993	17,64
Almanya	2015	2035	115,8636	0,05693541	14,06	6	8	1,97	5,94	-0,01937	13,08
Almanya	2016	2179	222,8324	0,1022636	13,55	6	8	1,71	5,98	-0,26369	20,93
Almanya	2017	2117	143,6128	0,06783787	12,95	6	8	1,5	6,33	-0,32905	9,87
Almanya	2018	2228	156,9094	0,07042613	11,17	6	8	1,24	6,47	-0,32209	13,86
Almanya	2019	2097	127,8871	0,06098573	10,97	6	8	1,05	6,31	-0,35633	9,48
Almanya	2020	1880	93,17161	0,04955937	9,37	6	8	1,05	5,93	-0,43	10,45
Hindistan	2013	959	31,80407	0,03316379	11,81	6	7	4,02773	6,9231	8,64414	150,55
Hindistan	2014	1087	31,46738	0,02894883	12,82	6	7	4,34585	7,08795	8,66804	150,55
Hindistan	2015	1257	51,29694	0,04080902	13,52	6	7	5,88352	7,21282	7,67782	150,55
Hindistan	2016	1316	52,01782	0,03952722	14,21	6	7	9,18552	7,15558	6,44142	135,98
Hindistan	2017	1547	68,35804	0,04418749	14,51	8	7	9,98	7,39	6,15433	80,29
Hindistan	2018	1870	119,7674	0,06404671	14,5	9	7	9,46096	7,52854	6,56096	80,35
Hindistan	2019	1008	39,364	0,03905159	14,58	9	7	9,23443	8,10812	5,83467	74,55
Hindistan	2020	798	33,299	0,04172807	14,74	9	7	7,93883	8,10384	3,77	76,8
Endonezya	2013	211	9,58335	0,04541872	17,64	4	6	1,68677	12,4665	6,2625	221,29
Endonezya	2014	200	9,48267	0,04741335	17,83	4	6	2,06682	12,7618	8,75667	157,9

EK.1 devam. Veriler (2013-2020)

Ülkeler	t	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	bank	yasal	kredi	takip	ser	faiz	cds
Endonezya	2015	146	4,69852	0,03218164	17,64	5	6	2,43104	13,6059	8,33667	230,51
Endonezya	2016	207	12,63585	0,06104275	17,26	6	6	2,89635	14,4057	7,16583	156,55
Endonezya	2017	178	12,2643	0,06890056	16,75	6	7	2,557	15,2177	6,51833	86,7
Endonezya	2018	219	9,37895	0,04282626	16,14	6	8	2,29208	15,1153	6,12917	136,62
Endonezya	2019	214	8,95444	0,04184318	15,64	6	8	2,43274	15,6323	6,68833	63,34
Endonezya	2020	119	4,33	0,03638655	15,22	6	8	2,7506	14,7994	5,5	67,49
İtalya	2013	628	35,71505	0,0568711	53,3	2	7	16,5427	5,40438	0,22067	169,01
İtalya	2014	721	46,78832	0,06489365	50,81	2	7	18,033	5,88069	0,20993	138,39
İtalya	2015	980	68,57782	0,06997737	49,82	2	7	18,0644	6,18553	-0,01937	96,55
İtalya	2016	1164	51,02998	0,04384019	47,63	2	7	17,1162	5,49301	-0,26369	161,52
İtalya	2017	1317	81,53081	0,06190646	44,61	2	7	14,3833	6,63508	-0,32905	117,64
İtalya	2018	1366	75,8	0,05549048	40,89	2	7	8,38628	6,33332	-0,32209	205,82
İtalya	2019	1435	41,2	0,0287108	39,16	2	7	6,74918	6,71281	-0,35633	121,81
İtalya	2020	830	37,6	0,0453012	37,63	2	7	4,35972	6,60331	-0,43	96,55
Japonya	2013	2565	114,17	0,04451072	33,91	5	6	2,12909	5,59902	0,2367	40,16
Japonya	2014	2573	112,69	0,04379712	33,9	5	6	1,74646	5,52394	0,20492	68,39
Japonya	2015	2866	162,32	0,05663643	34,14	5	6	1,5336	5,63227	0,16967	50,06
Japonya	2016	2970	150,98	0,05083502	34,1	5	6	1,39677	5,47271	0,07367	30,17
Japonya	2017	3208	127,08	0,03961347	34	5	6	1,19185	5,40557	0,05933	26,93
Japonya	2018	3554	233,4879	0,06569723	34,01	5	6	1,19185	5,40557	0,07233	24,55
Japonya	2019	3412	183,7622	0,05385761	33,92	5	6	1,19185	5,40557	0,03108	20,97
Japonya	2020	1452	124,05	0,08543388	33,92	5	6	1,19185	5,40557	-0,04	15,5
Güney Kore	2013	1168	49,80654	0,04264259	18,02	5	8	0,57068	8,27255	2,7225	66,06
Güney Kore	2014	1410	76,74965	0,05443238	17,2	5	8	0,48783	8,13114	2,49142	54,05
Güney Kore	2015	1560	70,0182	0,04488346	16,75	5	8	0,45686	8,02821	1,77	56,06
Güney Kore	2016	1818	82,72509	0,04550335	16,24	5	8	0,46922	7,8732	1,49333	44,38
Güney Kore	2017	1729	68,34428	0,03952821	15,44	5	8	0,35236	7,99313	1,44333	53,36
Güney Kore	2018	2130	91,04517	0,04274421	15,27	5	8	0,25444	7,95558	1,68	39,74
Güney Kore	2019	2016	88,539	0,04391815	15,1	5	8	0,25115	7,81914	1,69667	22,57
Güney Kore	2020	751	71,17942	0,09477952	14,37	5	8	0,25115	7,81914	0,92	22,71
Meksika	2013	251	32,20913	0,12832323	14,83	7	8	3,2432	10,3587	4,28583	91,74
Meksika	2014	249	23,05517	0,09259104	14,73	8	8	3,03674	10,8381	3,52583	103,45
Meksika	2015	234	19,19481	0,0820291	13,92	10	8	2,52321	10,448	3,3425	169,3
Meksika	2016	219	13,74622	0,06276813	14,02	10	8	2,08748	9,93846	4,56833	154,86

EK.1 devam. Veriler (2013-2020)

Ülkeler	t	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	bank	yasal	kredi	takip	ser	faiz	cds
Meksika	2017	208	16,55748	0,07960327	14,03	10	8	2,08987	10,3983	7,12083	105,64
Meksika	2018	220	8,6	0,03909091	13,86	10	8	2,05085	10,7008	8,05583	154,42
Meksika	2019	164	16,2	0,09878049	13,73	10	8	2,09046	11,0103	8,27333	78,45
Meksika	2020	144	3,4	0,02361111	12,79	10	8	2,4292	10,6538	5,67	82,08
Rusya	2013	2021	114,955	0,05688027	38,52	4	7	6,00069	11,4852	7,48942	167,19
Rusya	2014	1915	67,12864	0,03505412	37,04	4	7	6,73096	8,53662	9,43592	469,91
Rusya	2015	1820	18,2641	0,01003522	32,93	7	7	8,34723	8,92084	14,7567	304,863
Rusya	2016	1849	26,60663	0,01438974	30,13	7	7	9,44474	10,3603	11,6025	175,01
Rusya	2017	1448	41,99367	0,02900115	29,23	9	7	10,0014	10,5141	9,12083	117,38
Rusya	2018	948	33,30299	0,03512974	26,26	9	7	10,1236	9,97349	7,55917	152,64
Rusya	2019	892	18,2	0,02040359	25,63	9	7	9,2891	10,3847	7,68833	55,59
Rusya	2020	619	13,72	0,02216478	24,59	9	7	8,76052	9,96677	7,68833	89,14
Suudi Arabistan	2013	78	5,08867	0,06523936	8,17	1	8	1,30684	13,5433	0,95324	55,82
Suudi Arabistan	2014	86	4,99987	0,05813802	8,51	1	8	1,08034	13,6773	0,93577	70,35
Suudi Arabistan	2015	93	4,71613	0,05071108	8,55	1	8	1,23699	13,9026	0,87969	149,33
Suudi Arabistan	2016	85	4,98998	0,05870565	8,53	1	8	1,38336	14,7982	2,06617	112,7
Suudi Arabistan	2017	104	11,89485	0,11437356	8,5	1	8	1,61365	15,4164	1,81167	93,12
Suudi Arabistan	2018	93	9,4	0,10107527	8,34	1	8	1,95232	15,1918	2,45098	100
Suudi Arabistan	2019	90	74,2	0,82444444	8,16	4	8	1,85839	14,4258	2,63185	58,54
Suudi Arabistan	2020	58	17,5	0,30172414	8,16	4	8	2,18291	14,4349	1,1923	67,4
Güney Afrika	2013	333	11,42558	0,03431105	10,07	5	8	3,64129	7,92026	5,0775	202,53
Güney Afrika	2014	402	20,06645	0,04991654	10,83	5	7	3,24485	7,57738	5,79917	184,05
Güney Afrika	2015	450	44,88739	0,09974976	10,42	5	7	3,12169	7,03824	6,05167	331,3
Güney Afrika	2016	432	22,3178	0,05166157	10,13	5	7	2,85781	8,19802	7,2275	213,21
Güney Afrika	2017	451	16,69246	0,03701211	10,4	5	7	2,842	8,79616	7,33083	157,79
Güney Afrika	2018	329	17,44	0,05300912	10,16	5	7	3,72802	8,42154	7,15417	221,05
Güney Afrika	2019	310	17,94	0,05787097	9,59	5	7	3,89239	8,50547	7,08417	162,16
Güney Afrika	2020	449	3,66	0,00815145	9,22	5	7	5,18028	7,88697	4,55	202,2
Türkiye	2013	364	19,01481	0,05223849	19,63	2	6	2,63627	10,9456	7,69	242,5
Türkiye	2014	363	16,11373	0,04439044	19,59	2	7	2,74183	11,592	8,505	176,54
Türkiye	2015	347	18,04212	0,05199458	19,14	2	7	2,98772	11,0013	9,899	267,52
Türkiye	2016	230	6,65917	0,02895291	18,07	2	7	3,10968	10,728	8,172	268,3
Türkiye	2017	168	5,96392	0,03549952	17,32	4	7	2,84271	10,7199	12,894	166,6
Türkiye	2018	202	12,82793	0,0635046	16,82	7	8	3,68691	10,7939	22,282	358,81

EK.1 devam. Veriler (2013-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	bank	yasal	kredi	takip	ser	faiz	cds
Türkiye	2019	248	3,76174	0,01516831	16,1	7	8	5,02295	11,7487	10,264	277,22
Türkiye	2020	99	4,28863	0,04331949	16,1	7	8	3,89009	10,5451	14,742	305,5
Amerika	2013	10877	1214,79	0,11168429	33,64	11	8	2,45239	11,776	0,16667	29,21
Amerika	2014	12283	2153,8	0,17534804	32,42	11	8	1,85071	11,6566	0,12417	18,81
Amerika	2015	12885	2417,39	0,18761273	32,7	11	8	1,47343	11,7111	0,22667	19,5
Amerika	2016	13430	1784,77	0,13289427	32,1	11	8	1,32052	11,5855	0,64417	25
Amerika	2017	15558	1761,54	0,11322406	31,21	11	8	1,12682	11,65	1,1525	17,5
Amerika	2018	14936	1931,81	0,12933918	30,88	11	8	0,91316	11,6862	2,18833	18,16
Amerika	2019	17759	1887,57	0,10628808	30,46	11	8	0,85525	11,7765	2,2075	15,55
Amerika	2020	15271	1125,82	0,07372274	29,69	11	8	1,06537	11,0209	0,53	14,05
Birleşik Krallık	2013	2975	156,941	0,05275329	25,14	7	8	3,11174	6,34549	0,51266	27,34
Birleşik Krallık	2014	3471	405,4319	0,11680549	24,11	7	8	1,65439	5,62132	0,54295	20,67
Birleşik Krallık	2015	3733	520,5123	0,13943538	23,98	7	8	1,01451	6,83823	0,57415	19,82
Birleşik Krallık	2016	3665	333,6821	0,09104559	23,12	7	8	0,94016	7,02517	0,49899	32,58
Birleşik Krallık	2017	4312	428,2554	0,09931711	21,8	7	8	0,73466	6,78469	0,35895	20,03
Birleşik Krallık	2018	4747	457,2239	0,09631849	20,56	7	8	1,07263	6,81646	0,72284	39,7
Birleşik Krallık	2019	4135	217,02	0,05248368	20,56	7	8	1,0795	6,78992	0,80785	18,76
Birleşik Krallık	2020	3367	285,31	0,08473715	20,56	7	8	1,21566	6,87303	0,29	18,34

Not: Veriler (2013-2020)'de yer alan koyu renkli veriler; kayıp veriler için yaklaşık değer atama yöntemlerinden biri olan doğrusal değer kestirimi yöntemi ile atanan değerlerdir.

EK.2. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	dyy	enf	ist	end	demo
Avustralya	1996	837	32,62	0,04	21220	80,37603	4563952446	2,615385	58,114	2367,8	66,55572
Avustralya	1997	1004	44,05	0,04	22190	79,96724	8088068983	0,224888	57,843	2567,4	66,5982
Avustralya	1998	1371	43,64	0,03	23440	73,25829	7597610928	0,860135	58,162	2717,6	66,67639
Avustralya	1999	1293	45,73	0,04	24510	73,512	2210917992	1,483129	58,448	3117,7	66,74819
Avustralya	2000	1470	74,22	0,05	25580	70,44773	14892978180	4,457435	59,175	3206,2	66,7939
Avustralya	2001	1450	66,87	0,05	26660	67,56833	10717133151	4,407135	59,034	3422,3	66,92791
Avustralya	2002	1393	35,65	0,03	27990	70,85596	14656321801	2,981575	59,324	3007,1	67,04807
Avustralya	2003	1892	57,45	0,03	28950	79,36721	8985246030	2,732596	59,819	3299,8	67,1532
Avustralya	2004	2124	109,21	0,05	30500	85,4213	42907672820	2,343255	60,04	4050,6	67,24544
Avustralya	2005	2309	94,18	0,04	31440	87,96519	-25093141435	2,691832	61,161	4763,4	67,31412
Avustralya	2006	2575	186,41	0,07	33020	87,23935	30551100657	3,555288	61,664	5669,9	67,4831
Avustralya	2007	3056	347,38	0,11	34950	92,33521	44440090038	2,327611	62,325	6339,8	67,61746
Avustralya	2008	2288	151,66	0,07	35970	90,37469	45160024271	4,350299	62,71	3722,3	67,68374
Avustralya	2009	2084	158,12	0,08	38900	87,59248	28683266148	1,771117	61,792	4870,6	67,67152
Avustralya	2010	2187	183,27	0,08	37820	100	35210733743	2,91834	61,983	4745,2	67,59111
Avustralya	2011	1669	131,51	0,08	40320	106,9643	65554890650	3,30385	62,097	4056,6	67,33383
Avustralya	2012	1793	86,44	0,05	41530	109,0276	57550426823	1,76278	61,749	4649	67,08384
Avustralya	2013	1598	81,58	0,05	44760	103,4544	54465480055	2,449889	61,264	5352,2	66,82679
Avustralya	2014	1545	108,63	0,07	45660	98,32525	63202728079	2,487923	60,766	5411	66,55144
Avustralya	2015	1555	123,53	0,08	45310	89,85521	46892808568	1,508367	61,067	5295,9	66,25805
Avustralya	2016	1609	104,25	0,06	46140	90,93023	42969505135	1,276991	61,166	5665,8	65,90657
Avustralya	2017	1959	123,20	0,06	47090	93,68849	48198614235	1,948647	61,527	6065,1	65,53094
Avustralya	2018	1909	146,07	0,08	48530	89,94607	61324623203	1,911401	62,152	5646,4	65,15291
Avustralya	2019	1981	107,17	0,05	50090	86,00812	39101199005	1,610768	62,547	6684,1	64,80335
Avustralya	2020	1779	391,09	0,22	52240	85,36033	19638894546	0,846906	60,829	6587,1	64,49452
Arjantin	1996	145	6,90	0,05	10370	225,93	6948536687	0,16	51,381	649,37	61,13576
Arjantin	1997	230	24,12	0,10	11260	232,6	9160272052	0,53	53,456	687,5	61,29154
Arjantin	1998	332	16,11	0,05	11650	241,75	7290657132	0,92	55,085	430,06	61,44964
Arjantin	1999	243	25,97	0,11	11280	265,37	23987696390	-1,17	53,749	550,47	61,62058
Arjantin	2000	318	18,33	0,06	11310	263,49	10418314339	-0,94	52,968	416,77	61,80917
Arjantin	2001	186	4,50	0,02	10900	276,38	2166136830	-1,07	50,984	295,39	62,02044
Arjantin	2002	145	4,53	0,03	9540	125,31	2148910000	25,9	48,397	524,95	62,21343
Arjantin	2003	97	2,30	0,02	10580	126,02	1652010000	13,4	51,677	1071,95	62,40215
Arjantin	2004	102	3,20	0,03	10860	121,2	4124710000	4,42	53,566	1375,37	62,60527

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	gdp	kur	dyy	enf	ist	end	demo
Arjantin	2005	79	2,93	0,04	12030	119,54	5265250000	9,6	54,43	1543,31	62,82861
Arjantin	2006	127	8,77	0,07	14460	116,74	5537347786	10,9	55,571	2090,46	62,99229
Arjantin	2007	189	13,48	0,07	16130	113,71	6473157762	8,8	55,941	2151,73	63,19979
Arjantin	2008	157	17,27	0,11	16970	110,61	9725553130	8,6	55,692	1079,66	63,42379
Arjantin	2009	161	3,21	0,02	15830	103,57	4017158925	6,3	55,523	2320,73	63,62133
Arjantin	2010	203	15,59	0,08	17440	100	11332718626	10,46	55,549	3523,59	63,76902
Arjantin	2011	249	6,90	0,03	18770	95,3	10839930945	9,78	56,295	2462,63	63,88072
Arjantin	2012	156	7,99	0,05	19150	98,44	15323933917	10,04	56,002	2854,29	63,94713
Arjantin	2013	124	2,26	0,02	19650	90,39	9821661858	10,62	55,703	5391,03	63,98269
Arjantin	2014	126	3,99	0,03	19250	74,45	5065335542	21,36	55,119	8579,02	64,01547
Arjantin	2015	96	1,72	0,02	19730	86,22	11758994011	16,07	54,776	11675,18	64,06002
Arjantin	2016	122	6,63	0,05	19860	71,24	3260164342	32,32	54,233	16917,86	64,06057
Arjantin	2017	126	12,03	0,10	23000	75,54	11516861462	24,79	53,899	30065,61	64,08352
Arjantin	2018	112	4,92	0,04	22460	61,85	11716769819	34,15	54,105	30292,55	64,12128
Arjantin	2019	83	32,14	0,39	22090	54,79	6663062112	52,8	54,357	41671,41	64,16137
Arjantin	2020	65	1,18	0,02	20230	55,44	4019052253	40,48	49,6	51226,49	64,19818
Brezilya	1996	180	11,7	0,06	8060	107,125	12552000000	15,75767	56,72	7040	62,91286
Brezilya	1997	215	28,1	0,13	8310	109,8782	18992934311	6,926713	56,898	10197	63,38174
Brezilya	1998	369	52,3	0,14	8200	106,8181	28855609916	3,195076	56,271	6784	63,87333
Brezilya	1999	335	19,5	0,06	8160	71,01488	28385675615	4,858447	56,247	17092	64,35558
Brezilya	2000	528	48,1	0,09	8800	76,57389	32994718700	7,044141	57,144	15259	64,81264
Brezilya	2001	404	23,5	0,06	8960	63,93839	23225846372	6,840359	57,599	13578	65,17114
Brezilya	2002	256	19,0	0,07	9250	60,93565	16586600193	8,450164	58,396	11268	65,54028
Brezilya	2003	209	17,4	0,08	9420	57,59333	10123013671	14,71492	57,951	22236	65,90947
Brezilya	2004	268	25,6	0,10	10140	60,44962	18161380460	6,597185	59,163	26196	66,27335
Brezilya	2005	269	15,0	0,06	10670	73,46237	15459981604	6,869537	59,442	33456	66,6328
Brezilya	2006	372	74,4	0,20	11350	81,72829	19418085598	4,183568	59,707	44474	67,00551
Brezilya	2007	854	52,3	0,06	12280	87,43228	44579492464	3,641273	59,634	63886	67,35837
Brezilya	2008	929	105,1	0,11	12990	90,37246	50716402711	5,678594	60,121	37550	67,69773
Brezilya	2009	487	70,4	0,14	12980	89,15936	31480931700	4,888035	59,529	68588	68,03101
Brezilya	2010	676	160,2	0,24	13860	100	82389932468	5,038727	59,267	69305	68,35583
Brezilya	2011	804	92,5	0,12	14650	103,1817	102427228231,42	6,63645	58,401	56754	68,65427
Brezilya	2012	792	69,4	0,09	14670	92,01108	92568388321	5,403499	57,997	60952	68,9277
Brezilya	2013	610	69,13	0,11	15370	86,42619	75211029129	6,204311	57,998	51507	69,17532

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	gdp	kur	dyy	Enf	ist	end	demo
Brezilya	2014	555	56,74	0,10	15430	84,59191	87713983217	6,32904	58,001	50007	69,39062
Brezilya	2015	664	50,12	0,08	14470	69,62534	64738153494	9,029901	56,993	43350	69,56613
Brezilya	2016	671	47,34	0,07	13950	73,04491	74294627801	8,739144	54,87	60227	69,64879
Brezilya	2017	643	65,63	0,10	14250	79,25844	68885491315	3,446373	54,365	76402	69,71067
Brezilya	2018	542	41,96	0,08	14600	70,98254	78162724370	3,66485	54,575	87887	69,74309
Brezilya	2019	721	54,51906	0,08	14980	69,68161	69174411753	3,732976	55,141	115645	69,7392
Brezilya	2020	671	269,165	0,40	14550	55,31589	37786286307	3,211768	49,438	119017	69,69853
Kanada	1996	1745	56,0	0,03	24470	81,66809	8817677647	1,570531	58,449	5927,03	67,66636
Kanada	1997	1981	66,2	0,03	24470	80,88603	15182400422	1,621216	58,967	6699,44	67,75619
Kanada	1998	2121	119,8	0,06	25430	76,18502	24979208298	0,995942	59,737	6485,94	67,91189
Kanada	1999	2115	111,3	0,05	26900	75,25885	27456044687	1,734843	60,563	8413,75	68,09212
Kanada	2000	2862	247,8	0,09	28590	75,6281	68303350856	2,71944	61,269	8933,68	68,27135
Kanada	2001	2212	103,2	0,05	29360	73,40464	28391098831	2,52512	61,151	7688,41	68,49
Kanada	2002	2057	57,4	0,03	30180	72,76256	24486425377	2,258394	61,739	6614,54	68,68573
Kanada	2003	1720	68,0	0,04	31540	80,95078	7011792709	2,758563	62,446	8220,89	68,86717
Kanada	2004	2154	99,8	0,05	33180	85,44194	1452416545	1,857259	62,637	9246,65	69,04442
Kanada	2005	2220	129,7	0,06	35580	90,5381	25552226941	2,213552	62,601	11272,26	69,2065
Kanada	2006	2811	240,3	0,09	37500	95,53374	64302303097	2,002025	62,784	12908,39	69,33034
Kanada	2007	3361	365,6	0,11	38970	98,59508	120451484862,00	2,138384	63,367	13833,06	69,42768
Kanada	2008	2953	137,7	0,05	39780	95,98582	70119614333	2,370271	63,412	8987,7	69,47633
Kanada	2009	3089	110,4	0,04	38220	91,57452	20951090410	0,299467	61,495	11746,11	69,45566
Kanada	2010	3006	206,3	0,07	39320	100	29714744325	1,776872	61,517	13443,22	69,35777
Kanada	2011	2887	152,9	0,05	40880	101,5634	38338330427	2,912135	61,7	11955,09	69,13352
Kanada	2012	2608	191,8	0,07	41540	101,0763	49368985104	1,515678	61,652	12433,53	68,89938
Kanada	2013	2303	139,6	0,06	43620	97,47757	67027866778	0,938292	61,761	13621,55	68,63089
Kanada	2014	2389	194,0	0,08	45010	91,4844	64174605786	1,906636	61,43	14632,44	68,31509
Kanada	2015	2184	225,9	0,10	43990	83,13296	59986208237	1,125241	61,29	13009,95	67,95488
Kanada	2016	2262	181,3	0,08	45900	81,5312	34201872161	1,42876	61,11	15287,59	67,64696
Kanada	2017	3566	165,0	0,05	47700	82,74495	25357801000	1,596884	61,591	16209,13	67,28747
Kanada	2018	3389	192,3	0,06	49140	82,29725	42603762049	2,268226	61,597	14322,86	66,89774
Kanada	2019	2328	117,92	0,05	48680	81,51759	48547493326	1,949269	61,991	17063,43	66,5062
Kanada	2020	2330	51,95	0,02	46090	80,62893	26558536715	0,717	57,964	17433,36	66,12039
Çin	1996	581	21,46	0,04	2030	86,35111	40180000000	8,31316	75,355	917,02	67,38887
Çin	1997	721	35,05	0,05	2240	93,00378	45439000000	2,786465	75,039	1194,1	67,567

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Çin	1998	787	26,06	0,03	2410	98,01551	45644000000	-0,77319	74,8	1146,7	67,60976
Çin	1999	882	38,81	0,04	2620	92,68744	41014000000	-1,40147	74,559	1366,58	67,84413
Çin	2000	1501	113,21	0,08	2890	92,76522	42095300000	0,347811	74,316	2073,48	68,39943
Çin	2001	1176	32,62	0,03	3160	96,76413	47053000000	0,719126	73,375	1645,97	68,84571
Çin	2002	1724	45,17	0,03	3500	94,55193	53073618897	-0,73197	72,507	1357,65	69,6382
Çin	2003	2357	44,83	0,02	3910	88,37593	57900937467	1,127603	71,71	1497,04	70,61836
Çin	2004	3229	51,59	0,02	4410	85,84613	68117272181	3,824637	71,23	1266,5	71,50885
Çin	2005	2880	103,43	0,04	5020	84,91638	104108693867,09	1,776414	70,652	1161,06	72,16408
Çin	2006	3163	98,65	0,03	5830	86,25452	124082035618,51	1,649431	70,154	2675,47	72,67358
Çin	2007	4198	184,33	0,04	6830	89,32941	156249335203,20	4,816768	69,64	5261,56	72,98537
Çin	2008	4380	215,68	0,05	7620	97,01066	171534650311,57	5,925251	68,886	1820,81	73,12961
Çin	2009	4065	191,55	0,05	8290	101,1054	131057052869,50	-0,72817	68,205	3277,14	73,20573
Çin	2010	4624	309,78	0,07	9210	100	243703434558,18	3,175325	67,746	2808,08	73,26559
Çin	2011	4809	229,67	0,05	10200	102,6957	280072219149,94	5,553899	67,836	2199,42	73,231
Çin	2012	4313	231,34	0,05	11140	108,677	241213868161,42	2,619524	67,584	2269,13	73,17703
Çin	2013	4547	325,23	0,07	11780	114,617	290928431467,00	2,62105	67,34	2115,98	73,08093
Çin	2014	5953	519,37	0,09	12500	118,3144	268097181064,34	1,921642	67,212	3234,68	72,89924
Çin	2015	7899	1.038,12	0,13	12840	129,9704	242489331627,40	1,437024	67,074	3539,18	72,61433
Çin	2016	8065	757,06	0,09	13420	123,6703	174749584584,05	2,000002	66,915	3103,64	72,20275
Çin	2017	7894	739,72	0,09	14220	120,0936	166083755721,65	1,593136	66,653	3307,17	71,71752
Çin	2018	7879	670,41	0,09	15430	121,7395	235365050036,34	2,07479	66,43	2493,9	71,20211
Çin	2019	4307	300,42	0,07	16610	120,8884	187169822364,76	2,899234	66,015	3050,12	70,7233
Çin	2020	3768	375,35	0,10	17090	123,3821	212475704712,91	2,419422	64,837	3473,07	70,31991
Fransa	1996	1258	67,15	0,05	21490	110,5952	21971888803	1,982884	48,871	2315,73	65,18639
Fransa	1997	1281	107,59	0,08	22510	105,2201	23047924755	1,203943	48,48	2998,91	65,11194
Fransa	1998	1359	134,70	0,10	23660	105,5931	29518429032	0,651127	48,766	3942,66	65,06423
Fransa	1999	1594	378,78	0,24	24790	102,5096	45971216472	0,537142	49,071	5958,32	65,04107
Fransa	2000	2416	260,19	0,11	26510	97,07293	41389082665	1,67596	50,007	5926,42	65,03561
Fransa	2001	1823	131,87	0,07	28000	96,75967	50142053919	1,634781	50,721	4624,58	64,99006
Fransa	2002	1213	112,65	0,09	28820	98,36323	51550483854	1,923412	50,872	3063,91	64,97819
Fransa	2003	1066	58,79	0,06	28520	103,7461	42350800678	2,098472	51,722	3557,9	64,98884
Fransa	2004	1352	139,99	0,10	29440	105,5382	35608535813	2,14209	51,238	3821,16	65,01053
Fransa	2005	1593	146,21	0,09	31020	104,0263	85137061931	1,745869	51,465	4715,23	65,03434
Fransa	2006	1996	286,36	0,14	33070	103,3541	78957053786	1,675124	51,405	5541,76	65,00602

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	dyy	enf	ist	end	demo
Fransa	2007	2267	252,02	0,11	34760	103,8755	83777598395	1,487998	51,969	5614,08	64,9929
Fransa	2008	1918	186,99	0,10	35860	104,4899	67997446905	2,812862	52,39	3217,97	64,96176
Fransa	2009	1572	81,99	0,05	35500	104,5367	18422928062	0,08762	51,635	3936,33	64,86392
Fransa	2010	1883	107,05	0,06	36760	100	38889439213	1,531123	51,498	3804,78	64,67013
Fransa	2011	2099	104,27	0,05	38440	99,21375	44205811127	2,111598	51,303	3159,81	64,37689
Fransa	2012	2011	51,40	0,03	38500	96,01695	32944663318	1,954195	51,162	3641,07	63,99616
Fransa	2013	1903	96,57	0,05	40410	97,30142	31589283791	0,863715	50,841	4295,95	63,56295
Fransa	2014	2612	250,72	0,10	41010	97,32769	5804878133	0,507759	50,336	4272,75	63,13889
Fransa	2015	3232	157,64	0,05	41730	92,04021	42825414106	0,037514	50,213	4637,06	62,76647
Fransa	2016	3241	151,41	0,05	43830	92,92776	32803666729	0,183335	50,21	4862,31	62,47034
Fransa	2017	2660	201,42	0,08	45580	93,36889	35868111746	1,032283	50,404	5312,56	62,22118
Fransa	2018	2506	147,64	0,06	47660	95,38944	77493098693	1,850815	50,603	4730,69	62,00891
Fransa	2019	2534	166,63	0,07	50130	93,77168	57482772401	1,108255	50,622	5978,06	61,80647
Fransa	2020	1654	34,97	0,02	47720	94,72435	13242547815	0,476499	50,162	5551,41	61,59289
Almanya	1996	1958	42,8	0,02	24020	116,8153	15591797829	1,449726	52,529	2880,07	68,18978
Almanya	1997	1840	77,6	0,04	24520	110,1926	18638443894	1,939369	51,984	4224,3	68,11961
Almanya	1998	1568	164,9	0,11	25200	110,3707	29526509277	0,911185	52,033	5006,57	68,04845
Almanya	1999	2562	497,9	0,19	26110	106,8951	86035665071	0,585433	52,743	6958,14	67,96026
Almanya	2000	3118	234,0	0,08	27060	99,68455	248007397121,85	1,440268	52,909	6433,61	67,83921
Almanya	2001	2075	130,1	0,06	28180	99,66582	56948542387	1,983857	53,014	5160,1	67,60596
Almanya	2002	1656	92,8	0,06	28870	100,7212	51268214891	1,420806	52,414	2892,63	67,37254
Almanya	2003	1584	67,6	0,04	29570	106,1294	65401516009	1,034228	51,714	3965,16	67,13906
Almanya	2004	1658	84,1	0,05	31500	107,648	-20408419557	1,665733	50,768	4256,08	66,91468
Almanya	2005	1928	163,3	0,08	32060	105,2172	59835195025	1,54691	51,894	5408,26	66,71504
Almanya	2006	2385	302,0	0,13	34690	104,2546	87444159239	1,577428	52,917	6596,92	66,50495
Almanya	2007	2709	249,3	0,09	36770	105,7702	50847183837	2,298342	54,028	8067,32	66,31167
Almanya	2008	2300	146,9	0,06	38160	105,8821	30954735498	2,628382	54,785	4810,2	66,13711
Almanya	2009	1774	118,4	0,07	37670	106,4631	56701916795	0,312738	54,793	5957,43	65,99267
Almanya	2010	1760	55,9	0,03	39760	100	86037502102	1,103809	55,232	6914,19	65,87887
Almanya	2011	2101	75,7	0,04	43630	98,89788	97535403953	2,075175	56,593	5898,35	65,78525
Almanya	2012	1885	94,4	0,05	44400	95,24024	65443087632	2,008491	56,838	7612,39	65,74821
Almanya	2013	1788	101,1	0,06	46040	97,57553	67199694459	1,504721	57,194	9552,16	65,73235
Almanya	2014	2037	182,1	0,09	47950	98,2326	19488312315	0,906798	57,402	9805,55	65,68374
Almanya	2015	2035	115,9	0,06	48690	92,52876	62422464519	0,514421	57,39	10743,01	65,56447

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Almanya	2016	2179	222,8	0,10	51830	94,01048	64707795193	0,491749	58,496	11481,06	65,39599
Almanya	2017	2117	143,6128	0,07	54340	94,79292	109505815446,82	1,509497	58,915	12917,64	65,17782
Almanya	2018	2228	156,9094	0,07	57010	97,01487	158515340630,94	1,732168	59,209	10558,96	64,91701
Almanya	2019	2097	127,8871	0,06	57460	95,43357	67618997074	1,445667	59,976	13249,01	64,63752
Almanya	2020	1880	93,17161	0,05	56320	96,70942	112617151973,21	0,50669	59,253	13718,78	64,35696
Hindistan	1996	115	1,6	0,01	1670	86,83	2426057022	8,977152	54,47	899,1	59,56507
Hindistan	1997	127	1,59	0,01	1740	92,18	3577330042	7,164252	54,405	1079,4	59,85723
Hindistan	1998	156	1,49	0,01	1840	89,43	2634651658	13,23084	54,236	884,25	60,186
Hindistan	1999	395	4,48	0,01	1990	87,98	2168591054	4,66982	54,057	1480,45	60,53972
Hindistan	2000	892	11,67	0,01	2070	92,08	3584217307	4,009436	54,019	1263,55	60,90862
Hindistan	2001	709	5,04	0,01	2190	94,02	5128093562	3,779293	54,124	1059,05	61,18899
Hindistan	2002	582	7,95	0,01	2270	90,75	5208967106	4,297152	54,264	1093,5	61,49938
Hindistan	2003	706	6,32	0,01	2450	90,6	3681984671	3,805859	54,312	1879,75	61,83084
Hindistan	2004	763	7,74	0,01	2680	91,52	5429250990	3,767252	54,433	2080,5	62,1739
Hindistan	2005	1254	36,24	0,03	2930	94,47	7269407226	4,246344	54,555	2836,55	62,52276
Hindistan	2006	1449	34,33	0,02	3210	93,64	20029119267	5,796523	53,763	3966,4	62,80843
Hindistan	2007	1510	56,40	0,04	3510	99,83	25227740887	6,372881	52,976	6138,6	63,10261
Hindistan	2008	1402	48,63	0,03	3630	94,94	43406277076	8,349267	52,257	2959,15	63,40925
Hindistan	2009	1294	41,10	0,03	3890	89,59	35581372930	10,88235	51,375	5201,05	63,74197
Hindistan	2010	1330	59,52	0,04	4190	100	27396885034	11,98939	50,561	6134,5	64,10821
Hindistan	2011	1046	35,38	0,03	4450	100,06	36498654598	8,858361	49,718	4624,3	64,4294
Hindistan	2012	1072	36,55	0,03	4800	93,75	23995685014	9,312446	48,816	5905,1	64,80552
Hindistan	2013	959	31,80	0,03	4990	89,37	28153031270	11,06367	48,239	6304	65,20849
Hindistan	2014	1087	31,47	0,03	5170	90,74	34576643694	6,6495	47,66	8282,7	65,59598
Hindistan	2015	1257	51,30	0,04	5400	97,53	44009492130	4,906973	47,088	7946,35	65,94416
Hindistan	2016	1316	52,02	0,04	5720	98,73	44458571546	4,948216	46,522	8185,8	66,27426
Hindistan	2017	1547	68,36	0,04	6120	103,11	39966091359	3,328173	45,981	10530,7	66,53819
Hindistan	2018	1870	119,77	0,06	6600	98,57	42117450737	3,945069	45,423	10862,55	66,76674
Hindistan	2019	1008	39,364	0,04	6930	100,6	50610647354	3,723276	45,603	12168,45	67,00381
Hindistan	2020	798	33,299	0,04	6440	101,19	64362364994	6,623437	41,332	13981,75	67,2655
Endonezya	1996	153	5,00	0,03	4760	107,7867	6194000000	7,973281	63,62	637,43	62,63378
Endonezya	1997	125	6,75	0,05	4980	101,2033	4677000000	6,226142	63,235	401,71	63,13691
Endonezya	1998	110	2,89	0,03	4200	49,9775	-240800000	58,45104	63,276	398,04	63,66524
Endonezya	1999	104	5,74	0,06	4140	71,3275	-1865620963	20,47783	62,945	676,92	64,16866

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Endonezya	2000	127	3,46	0,03	4430	69,21583	-4550355286	3,688619	63,64	416,32	64,60847
Endonezya	2001	176	6,55	0,04	4770	65,84583	-2977391857	11,50011	63,048	392,04	64,78682
Endonezya	2002	140	6,34	0,05	5040	79,705	145085548,7	11,90012	61,625	424,94	64,93127
Endonezya	2003	144	4,30	0,03	5260	85,4775	-596923827,8	6,757317	61,296	691,89	65,05655
Endonezya	2004	159	6,66	0,04	5550	81,59583	1896082770	6,06406	60,876	1000,23	65,18241
Endonezya	2005	202	10,65	0,05	5950	80,09167	8336257208	10,4532	59,287	1162,63	65,31797
Endonezya	2006	179	5,02	0,03	6420	92,86333	4914201435	13,10867	59,362	1805,52	65,61064
Endonezya	2007	212	9,12	0,04	6930	92,4475	6928480000	6,406563	60,892	2745,83	65,83622
Endonezya	2008	375	18,00	0,05	7440	88,94	9318453650	10,22666	61,585	1355,41	66,00301
Endonezya	2009	464	9,17	0,02	7740	88,55667	4877369178	4,386416	62,014	2534,36	66,11977
Endonezya	2010	590	16,66	0,03	8280	100	15292009411	5,134204	62,845	3703,51	66,20938
Endonezya	2011	465	16,12	0,03	8840	99,975	20564938227	5,356048	63,464	3821,99	66,43168
Endonezya	2012	322	19,61	0,06	9440	96,255	21200778608	4,2795	64,406	4316,69	66,60768
Endonezya	2013	211	9,58	0,05	9770	93,08333	23281742362	6,412513	63,863	4274,18	66,77005
Endonezya	2014	200	9,48	0,05	9930	87,11167	25120732060	6,394925	63,922	5226,95	66,95357
Endonezya	2015	146	4,70	0,03	9910	88,51833	19779127977	6,363121	63,577	4593,01	67,16559
Endonezya	2016	207	12,64	0,06	10160	92,50417	4541713739	3,525805	63,459	5296,71	67,24298
Endonezya	2017	178	12,26	0,07	10590	94,0075	20510310832	3,808798	64,17	6355,65	67,40315
Endonezya	2018	219	9,38	0,04	11300	88,1175	18909826044	3,198346	64,673	6194,5	67,59164
Endonezya	2019	214	8,95444	0,04	11940	92,11667	24993551748	3,030587	65,741	6299,54	67,73458
Endonezya	2020	119	4,33	0,04	11750	90,61	19122144808	1,920968	64,477	5979,07	67,80148
İtalya	1996	501	21,6	0,04	22780	99,25009	3548937154	4,006977	41,818	24402	68,26736
İtalya	1997	490	45,3	0,09	23760	98,757	3687266506	2,043108	41,8	24402	68,09104
İtalya	1998	547	57,6	0,11	24880	99,2305	2640065101	1,955086	41,989	35426	67,89901
İtalya	1999	788	277,6	0,35	25550	97,96701	6941768225	1,66346	42,442	41546	67,67116
İtalya	2000	1141	130,7	0,11	26980	93,17133	13172981900	2,537685	42,931	43662	67,39101
İtalya	2001	907	75,2	0,08	27960	94,44014	14878086499	2,785165	43,672	32317	67,17807
İtalya	2002	573	65,4	0,11	28610	96,73721	17239360005	2,465323	44,287	23508	66,91706
İtalya	2003	742	84,6	0,11	29030	102,8625	19572886734	2,672556	44,891	26887	66,63603
İtalya	2004	722	75,4	0,10	29480	104,6317	20100742902	2,206737	45,77	30903	66,3799
İtalya	2005	878	135,6	0,15	30180	102,8284	36762073075	1,985293	45,314	35704	66,17334
İtalya	2006	1055	157,4	0,15	32540	102,4408	56995485107	2,090844	45,752	41434	65,97208
İtalya	2007	1100	223,8	0,20	34130	103,0807	65975535145	1,829741	45,786	38554	65,84465
İtalya	2008	1123	63,8	0,06	35200	103,9332	-9501579210	3,347833	45,8	19460	65,75801

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
İtalya	2009	854	35,7	0,04	34610	105,0657	16607196345	0,774768	44,723	23248,39	65,65403
İtalya	2010	795	71,4	0,09	35110	100	9930501391	1,525516	44,18	20173,29	65,49437
İtalya	2011	760	37,2	0,05	36510	99,86727	34465481830	2,780633	44,115	15089,74	65,27119
İtalya	2012	604	42,8	0,07	36440	97,75809	34901033,01	3,041363	43,853	16273,38	65,02019
İtalya	2013	628	35,7	0,06	36250	99,47956	19531411962	1,219993	42,862	18967,71	64,75929
İtalya	2014	721	46,8	0,06	36200	99,33294	17032744039	0,241047	42,839	19011,96	64,52449
İtalya	2015	980	68,6	0,07	36640	93,8795	13303439230	0,03879	43,143	21418,37	64,33598
İtalya	2016	1164	51,0	0,04	40040	94,59258	25656663795	-0,09402	43,713	19234,58	64,16047
İtalya	2017	1317	81,5	0,06	41810	95,27287	11138429977	1,226533	44,226	21853,34	64,02524
İtalya	2018	1366	75,8	0,06	43510	96,80204	44249715319	1,137488	44,623	18324,03	63,9192
İtalya	2019	1435	41,2	0,03	44720	94,50121	31185214397	0,611247	44,926	23506,37	63,82121
İtalya	2020	830	37,6	0,05	42340	95,00203	-22090942205	-0,13771	44,066	22232,9	63,71082
Japonya	1996	487	11,94	0,02	24800	113,7209	-38203596,34	0,139022	61,341	19361	69,27092
Japonya	1997	485	15,96	0,03	25470	106,9475	2486935040	1,700651	61,534	15259	69,04268
Japonya	1998	608	20,74	0,03	25380	106,9616	2512021924	0,648409	60,705	13842,17	68,78648
Japonya	1999	1464	220,39	0,15	25630	118,8389	14780510031	-0,34755	59,944	18934,34	68,51506
Japonya	2000	1824	139,64	0,08	27220	125,4324	10688168326	-0,68901	59,474	13785,69	68,23168
Japonya	2001	1588	65,25	0,04	27890	111,7513	4926033619	-0,69379	58,878	10542,62	67,91357
Japonya	2002	1756	50,50	0,03	28560	104,1566	11557373874	-0,89702	57,93	8578,95	67,60306
Japonya	2003	1976	68,78	0,03	29380	105,0483	8771535612	-0,2611	57,58	10676,64	67,28178
Japonya	2004	2281	116,81	0,05	30920	106,0865	7527948175	-0,00873	57,562	11488,76	66,92461
Japonya	2005	2893	188,68	0,07	32350	99,46678	5459618343	-0,28798	57,731	16111,43	66,51777
Japonya	2006	2902	123,72	0,04	33960	90,05749	-2396909736	0,253807	57,888	17225,83	66,1353
Japonya	2007	3043	137,14	0,05	35540	82,47377	21631204436	0,043649	58,041	15307,78	65,71562
Japonya	2008	2973	130,49	0,04	35710	88,61364	24624845330	1,378709	57,754	8859,56	65,25158
Japonya	2009	2815	109,37	0,04	34010	99,55611	12226471579	-1,33414	56,825	10546,44	64,73165
Japonya	2010	2585	111,56	0,04	35890	100	7440979284	-0,74152	56,541	10228,92	64,14715
Japonya	2011	2385	131,01	0,05	36790	101,13	-850717035,1	-0,27246	56,554	8455,35	63,53572
Japonya	2012	2589	162,27	0,06	38190	99,892	546962692,2	-0,04406	56,437	10395,18	62,87958
Japonya	2013	2565	114,17	0,04	40280	79,6343	10648441636	0,335038	56,928	16291,31	62,20849
Japonya	2014	2573	112,69	0,04	40590	74,57431	19752249424	2,759227	57,262	17450,77	61,56881
Japonya	2015	2866	162,32	0,06	42510	69,41596	5252218412	0,79528	57,574	19033,71	60,99128
Japonya	2016	2970	150,98	0,05	42040	78,83975	40954181469	-0,12726	58,14	19114,37	60,49382
Japonya	2017	3208	127,08	0,04	43040	75,0319	18802251208	0,4842	58,806	22764,94	60,07613

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Japonya	2018	3554	233,49	0,07	43810	74,38314	25289367858	0,989095	60,024	20014,77	59,72678
Japonya	2019	3412	183,7622	0,05	44260	76,53028	40128439841	0,468776	60,61	23656,62	59,42492
Japonya	2020	1452	124,05	0,09	43130	77,24666	62723096983	-0,025	60,264	27444,17	59,15417
Güney Kore	1996	103	2,2	0,02	14640	164,4347	2782600000	4,92481	60,837	651,22	71,0386
Güney Kore	1997	105	9,8	0,09	15630	146,6486	3301100000	4,439064	60,869	376,31	71,33706
Güney Kore	1998	199	13,1	0,07	14780	97,89445	5989200000	7,51334	56,401	562,46	71,74912
Güney Kore	1999	289	31,7	0,11	16620	99,28867	10726300000	0,812997	56,758	1028,07	72,0648
Güney Kore	2000	361	28,2	0,08	18420	104,7319	11509400000	2,259185	59,07	504,62	72,19916
Güney Kore	2001	470	26,1	0,06	19580	98,4698	6522300000	4,06642	59,59	693,7	72,37674
Güney Kore	2002	368	26,4	0,07	21320	104,4455	5475100000	2,762511	60,545	627,55	72,37281
Güney Kore	2003	306	16,3	0,05	22010	103,1074	7010000000	3,514879	59,817	810,71	72,27668
Güney Kore	2004	290	13,2	0,05	23720	107,2416	13294400000	3,590591	60,546	895,92	72,23411
Güney Kore	2005	329	29,4	0,09	25010	127,0166	13643200000	2,75409	60,373	1379,37	72,30946
Güney Kore	2006	779	63,4	0,08	26800	136,102	9161900000	2,241847	60,488	1434,46	72,44724
Güney Kore	2007	809	74,8	0,09	28980	137,1451	8826900000	2,534847	60,561	1897,13	72,62789
Güney Kore	2008	1244	52,4	0,04	29950	108,142	11187500000	4,673796	60,136	1124,47	72,84455
Güney Kore	2009	1310	50,1	0,04	29480	91,61406	9021900000	2,756686	59,221	1682,77	73,05035
Güney Kore	2010	1095	46,6	0,04	31800	100	9497400000	2,939181	59,323	2051	73,20508
Güney Kore	2011	1272	52,9	0,04	32750	97,49126	9773000000	4,025846	59,69	1825,74	73,28282
Güney Kore	2012	1170	53,0	0,05	33910	105,1269	9495900000	2,187221	59,976	1997,05	73,35317
Güney Kore	2013	1168	49,8	0,04	34460	119,027	12766600000	1,301377	60,198	2011,34	73,4044
Güney Kore	2014	1410	76,7	0,05	35500	134,5236	9273600000	1,274715	60,972	1915,59	73,41365
Güney Kore	2015	1560	70,0	0,04	38020	142,0535	4104100000	0,706208	60,927	1961,31	73,35892
Güney Kore	2016	1818	82,7	0,05	39720	139,054	12104300000	0,971675	60,893	2026,46	73,16413
Güney Kore	2017	1729	68,3	0,04	41120	143,074	17912900000	1,944456	61,163	2467,49	72,92225
Güney Kore	2018	2130	91,04517	0,04	43200	152,969	12182600000	1,475862	60,94	2041,04	72,60812
Güney Kore	2019	2016	88,539	0,04	43420	147,5975	9634300000	0,382946	61,186	2197,67	72,19338
Güney Kore	2020	751	71,17942	0,09	45620	137,1251	9223600000	0,537258	60,342	2873,47	71,66628
Meksika	1996	133	7,5	0,06	8770	84,76882	9185600000	34,37838	55,967	3361,03	59,05074
Meksika	1997	176	15,6	0,09	9460	97,5975	12829800000	20,62563	57,849	5229,35	59,4897
Meksika	1998	201	9,8	0,05	9910	98,37301	12756764558	15,9284	58,123	3959,66	59,89477
Meksika	1999	156	8,0	0,05	10220	106,7745	13941043232	16,58562	57,963	7129,88	60,27939
Meksika	2000	240	32,3	0,13	10850	115,5418	18382284821	9,491561	57,651	5652,19	60,65263
Meksika	2001	158	22,5	0,14	10920	123,0187	30060020323	6,367738	56,795	6372,28	61,10149

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Meksika	2002	161	21,0	0,13	10990	123,0511	24055125415	5,030727	56,202	6127,09	61,50048
Meksika	2003	158	5,0	0,03	11280	110,1913	18223514102	4,5469	56,264	8795,28	61,86297
Meksika	2004	149	11,6	0,08	11910	105,9766	24916054094	4,688409	56,531	12917,88	62,20537
Meksika	2005	110	8,6	0,08	12390	109,8047	26018159827	3,988057	57,218	17802,71	62,53782
Meksika	2006	220	66,3	0,30	13600	109,9006	22141329780	3,629468	57,983	26448,32	62,86472
Meksika	2007	294	33,8	0,12	14050	108,3732	31110477542	3,966849	57,918	29536,83	63,23872
Meksika	2008	253	11,2	0,04	14710	106,0743	29782812959	5,124983	57,62	22380,32	63,63375
Meksika	2009	220	10,2	0,05	14310	92,78255	19656535677	5,297356	56,68	32120,47	64,01122
Meksika	2010	309	54,2	0,18	15080	100	30528745230	4,156727	56,498	38550,79	64,34913
Meksika	2011	278	26,8	0,10	16260	99,79615	23843294910	3,407378	56,67	37077,52	64,67883
Meksika	2012	259	34,0	0,13	16830	96,62506	18211136120	4,11151	57,456	43705,83	64,9568
Meksika	2013	251	32,2	0,13	16870	102,2709	50817288598	3,806391	57,32	42727,09	65,19529
Meksika	2014	249	23,1	0,09	17610	101,2449	28657288892	4,018616	56,886	43145,66	65,41881
Meksika	2015	234	19,2	0,08	17830	90,75397	35818480439	2,720641	57,223	42977,5	65,63932
Meksika	2016	219	13,7	0,06	18810	79,03133	38884161053	2,821708	57,376	45642,9	65,82179
Meksika	2017	208	16,6	0,08	19210	80,87874	33170534975	6,041457	57,311	49354,42	66,02
Meksika	2018	220	8,6	0,04	19550	80,99543	37701279465	4,89935	57,597	41640,27	66,21947
Meksika	2019	164	16,2	0,10	19290	83,69179	29463150396	3,635961	58,009	43541,02	66,39822
Meksika	2020	144	3,4	0,02	17810	77,35404	31049012561	3,396834	53,04	44066,88	66,54663
Rusya	1996	129	2,27	0,02	5440	74,49914	2579330000	47,75201	54,505	85,05	66,97572
Rusya	1997	97	0,94	0,01	5580	79,54421	4864650000	14,76133	51,953	85,05	67,50965
Rusya	1998	78	4,72	0,06	5230	70,17327	2761360000	27,68568	50,309	45,34	68,08718
Rusya	1999	183	7,18	0,04	5680	47,95285	3256530000	85,74649	53,176	151,87	68,69845
Rusya	2000	418	2,25	0,01	6650	54,05924	2678030000	20,79876	54,698	144,39	69,31176
Rusya	2001	398	4,85	0,01	7260	63,52528	2847300000	21,47701	54,521	237,63	69,60575
Rusya	2002	400	3,37	0,01	7880	66,46526	3473830000	15,78873	55,696	318,91	69,90659
Rusya	2003	488	8,78	0,02	8970	68,80523	7928630000	13,66329	55,175	514,71	70,22842
Rusya	2004	398	34,96	0,09	10010	74,30536	15402990000	10,88862	55,814	552,22	70,58993
Rusya	2005	467	25,18	0,05	11540	81,13384	15508050000	12,6853	56,564	1011	71,00293
Rusya	2006	655	63,46	0,10	14480	88,93348	37594770000	9,668655	56,842	1693,47	71,25773
Rusya	2007	961	54,35	0,06	16280	93,49701	55873680000	9,007299	58,28	1888,86	71,57902
Rusya	2008	1717	156,32	0,09	19600	99,06626	74782910000	14,11077	58,562	619,53	71,86081
Rusya	2009	3285	81,80	0,02	18760	92,14769	36583100000	11,64733	57,285	1370,01	72,00239
Rusya	2010	3684	35,95	0,01	19860	100	43167780000	6,849392	57,838	1687,99	71,96635

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Rusya	2011	3211	108,88	0,03	22130	104,3917	55083630000	8,440465	58,59	1402,23	71,73043
Rusya	2012	2532	87,92	0,03	23560	105,5518	50587560000	5,074743	59,28	1474,72	71,31759
Rusya	2013	2021	114,96	0,06	25170	106,9718	69218890000	6,75371	59,173	1504,08	70,77593
Rusya	2014	1915	67,13	0,04	24910	97,69633	22031340000	7,823412	59,398	1396,61	70,17778
Rusya	2015	1820	18,26	0,01	23420	79,56362	6852970000	15,53441	59,142	1761,36	69,56931
Rusya	2016	1849	26,61	0,01	23460	79,25287	32538900000	7,042448	59,28	2232,72	68,82512
Rusya	2017	1448	41,99	0,03	25230	91,43205	28557440000	3,683329	59,49	2109,74	68,10271
Rusya	2018	948	33,30	0,04	28120	84,53726	8784850000	2,878297	59,811	2369,33	67,41121
Rusya	2019	892	18,20	0,02	29020	86,71881	31974770000	4,470367	59,411	3045,87	66,75095
Rusya	2020	619	13,72	0,02	29110	80,31814	9478810000	3,381659	58,43	3289,02	66,12881
Suudi Arabistan	1996	10	0,04	0,00	38360	117,4964	-1127466667	1,22207	48,199	1413,1	56,1676
Suudi Arabistan	1997	18	2,54	0,14	38700	122,7955	3039466667	0,057155	47,803	1413,1	57,0164
Suudi Arabistan	1998	20	0,41	0,02	39860	128,7611	4283466667	-0,37127	47,416	1413,1	57,74579
Suudi Arabistan	1999	18	4,02	0,22	38290	123,3614	-778933333,3	-1,33376	46,993	2028,63	58,30002
Suudi Arabistan	2000	24	1,74	0,07	40070	124,8545	-1881066667	-1,12499	46,99	2258,29	58,72653
Suudi Arabistan	2001	21	0,45	0,02	39620	126,9345	19640000	-1,12094	46,278	2430,11	59,70093
Suudi Arabistan	2002	22	2,05	0,09	37930	123,1795	-614133333,3	0,247187	45,243	2518,08	60,61838
Suudi Arabistan	2003	17	2,92	0,17	41580	112,7996	-586506666,7	0,612194	45,798	4437,58	61,49084
Suudi Arabistan	2004	11	0,09	0,01	44900	104,9158	-334320000	0,515507	46,364	8206,23	62,33816
Suudi Arabistan	2005	20	0,97	0,05	47550	101,6183	12097333333	0,47923	46,942	16712,64	63,1615
Suudi Arabistan	2006	40	2,47	0,06	49050	99,76095	18293173333	2,209024	47,531	7933,29	64,05447
Suudi Arabistan	2007	60	18,87	0,31	50150	96,65574	24318560000	4,167823	47,663	11038,66	64,95823
Suudi Arabistan	2008	107	5,11	0,05	52960	94,30925	39455863929	9,870248	47,735	4802,99	65,82838
Suudi Arabistan	2009	53	0,68	0,01	50940	100,7208	36457666667	5,057223	47,206	6121,76	66,62121
Suudi Arabistan	2010	92	3,79	0,04	52220	100	29232706667	5,339417	48,672	6620,75	67,32711
Suudi Arabistan	2011	107	4,10	0,04	56940	96,53047	16308280000	5,826216	50,102	6417,73	68,33482
Suudi Arabistan	2012	79	4,39	0,06	58220	99,29154	12182373333	2,866269	51,133	6801,22	69,21985
Suudi Arabistan	2013	78	5,09	0,07	56920	101,4726	8864693333	3,532525	50,992	8535,6	69,98226
Suudi Arabistan	2014	86	5,00	0,06	56940	103,6528	8011786667	2,23629	50,968	8333,3	70,62653
Suudi Arabistan	2015	93	4,72	0,05	49900	113,2743	8141026667	1,206073	51	6911,76	71,15644
Suudi Arabistan	2016	85	4,99	0,06	46590	116,6827	7452533333	2,06884	51,845	7210,43	71,36899
Suudi Arabistan	2017	104	11,89	0,11	48040	114,3467	1418843614	-0,83819	51,685	7226,32	71,5334
Suudi Arabistan	2018	93	9,40	0,10	49210	113,4028	4247107441	2,458142	52,486	7826,73	71,64306
Suudi Arabistan	2019	90	74,2	0,82	49440	112,3475	4562573671	-2,09333	55,488	8389,23	71,72113

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Suudi Arabistan	2020	58	17,5	0,30	47790	115,0995	5399215693	3,445458	56,456	8689,53	71,80531
Güney Afrika	1996	373	8,46	0,02	7560	112,6181	816389273,8	7,354129	40,519	5800,07	58,92904
Güney Afrika	1997	455	17,37	0,04	7750	119,0559	3810543923	8,597771	40,364	5072,13	59,53828
Güney Afrika	1998	701	36,53	0,05	7740	109,4835	550338596	6,880553	40,198	4562,63	60,19037
Güney Afrika	1999	480	18,01	0,04	7920	103,5532	1503332454	5,181488	40,065	7981,01	60,88791
Güney Afrika	2000	488	17,74	0,04	8320	100,4048	968831356	5,338952	39,925	8038,84	61,6203
Güney Afrika	2001	318	19,61	0,06	8560	88,65212	7270344986	5,701905	39,341	10074,38	62,17939
Güney Afrika	2002	156	6,59	0,04	8960	75,98535	1479804589	9,494707	37,74	8682,03	62,78568
Güney Afrika	2003	260	10,70	0,04	9260	98,67045	783136092,3	5,679418	38,166	9495,76	63,40793
Güney Afrika	2004	241	27,04	0,11	9890	104,596	701422007,6	-0,69203	39,653	11405,72	63,99372
Güney Afrika	2005	244	16,34	0,07	10600	104,4772	6522098178	2,062852	39,73	16438,05	64,5069
Güney Afrika	2006	338	27,58	0,08	11390	98,51806	623291744,3	3,243902	40,087	22607,16	64,8325
Güney Afrika	2007	290	34,02	0,12	12010	92,0116	6586792253	6,177812	41,031	26250,29	65,08319
Güney Afrika	2008	436	26,10	0,06	12480	80,35655	9885001293	10,05528	43,287	19444,4	65,2714
Güney Afrika	2009	369	32,56	0,09	12320	87,49526	7624489974	7,264562	41,269	24996,97	65,43009
Güney Afrika	2010	370	27,46	0,07	12660	100	3693271715	4,063539	39,37	28639,4	65,57724
Güney Afrika	2011	356	20,64	0,06	13080	98,28107	4139289123	5,017158	39,315	28469,81	65,58434
Güney Afrika	2012	382	15,65	0,04	12880	92,44161	4626029122	5,723944	39,524	34795,5	65,62772
Güney Afrika	2013	333	11,43	0,03	13280	82,09212	8232518816	5,776404	40,044	41482,39	65,67566
Güney Afrika	2014	402	20,07	0,05	13260	77,06847	5791659020	6,13602	40,041	43969,96	65,69501
Güney Afrika	2015	450	44,89	0,10	13390	75,15241	1521139945	4,509208	40,861	45797,3	65,67944
Güney Afrika	2016	432	22,32	0,05	13400	70,42823	2215307020	6,594604	40,19	43901,99	65,66442
Güney Afrika	2017	451	16,69	0,04	13480	79,36137	2058579911	5,181082	40,391	52533,04	65,63056
Güney Afrika	2018	329	17,44	0,05	13810	80,71238	5569462350	4,504577	40,316	46726,59	65,60251
Güney Afrika	2019	310	17,94	0,06	13930	78,14046	5116098443	4,124351	39,535	50816,05	65,61642
Güney Afrika	2020	449	3,66	0,01	13140	70,91531	3200123182	3,223885	35,779	54379,58	65,68944
Türkiye	1996	34	0,8	0,02	10980	60,12	722000000	80,41215	50,168	9,76	62,101
Türkiye	1997	36	1,0	0,03	11820	63,31	805000000	85,66936	48,956	34,51	62,40994
Türkiye	1998	49	2,8	0,06	9000	69,4	940000000	84,64134	49,162	25,98	62,7002
Türkiye	1999	51	0,9	0,02	8650	72,87	783000000	64,86749	48,647	152,09	62,9945
Türkiye	2000	80	0,7	0,01	9490	81,25	982000000	54,91537	46,703	94,37	63,30461
Türkiye	2001	148	2,2	0,02	9050	65,93	3352000000	54,40019	45,645	137,83	63,54687
Türkiye	2002	84	0,7	0,01	9220	72,21	1082000000	44,96412	44,444	103,7	63,84118
Türkiye	2003	82	1,1	0,01	9520	78,81	1702000000	21,60244	43,236	186,25	64,15604

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Türkiye	2004	64	3,2	0,05	10820	81,33	2785000000	8,598262	41,29	249,72	64,45434
Türkiye	2005	120	31,2	0,26	11880	89,43	10031000000	8,17916	41,49	397,78	64,72229
Türkiye	2006	167	21,4	0,13	13580	88,64	20185000000	9,597242	41,551	391,17	65,00197
Türkiye	2007	238	22,9	0,10	14830	95,95	22047000000	8,756181	41,501	555,38	65,24309
Türkiye	2008	267	19,1	0,07	16020	97,03	19851000000	10,44413	41,705	268,64	65,46181
Türkiye	2009	183	7,1	0,04	15430	90,8	8585000000	6,250977	41,154	528,25	65,67709
Türkiye	2010	245	22,9	0,09	17410	100	9099000000	8,566444	42,999	660,04	65,88643
Türkiye	2011	269	12,6	0,05	19630	88,43	16182000000	6,47188	44,971	512,67	66,04212
Türkiye	2012	320	23,6	0,07	20620	91,67	13744000000	8,89157	45,356	782,08	66,18871
Türkiye	2013	364	19,0	0,05	22240	90,46	13563000000	7,49309	45,9	678,02	66,31928
Türkiye	2014	363	16,1	0,04	23880	85,34	13337000000	8,854573	45,502	857,21	66,43124
Türkiye	2015	347	18,0	0,05	25460	83,45	19263000000	7,670854	45,993	717,27	66,53135
Türkiye	2016	230	6,7	0,03	26230	81,96	13835000000	7,775134	46,336	781,39	66,62572
Türkiye	2017	168	6,0	0,04	27550	73,08	11042000000	11,14431	47,078	1153,33	66,74153
Türkiye	2018	202	12,83	0,06	27530	62,32	12822000000	16,33246	47,371	912,7	66,86738
Türkiye	2019	248	3,76174	0,02	26410	61,7	9266000000	15,17682	45,677	1144,25	66,98289
Türkiye	2020	99	4,28863	0,04	26900	55,63	7600000000	12,27896	42,837	1476,72	67,07688
Amerika	1996	11856	750,39	0,06	29870	103,7376	97660000000	2,931204	62,293	740,74	65,34179
Amerika	1997	13147	1.116,22	0,08	31500	108,8663	122150000000	2,33769	62,885	970,43	65,44818
Amerika	1998	14780	1.816,41	0,12	33120	116,7199	211150000000	1,552279	63,105	1229,23	65,61045
Amerika	1999	13245	2.138,18	0,16	34730	115,5687	312449000000	2,188027	63,311	1469,25	65,78854
Amerika	2000	14114	1.965,81	0,14	36800	119,4697	349125000000	3,376857	63,455	1320,28	65,96338
Amerika	2001	9652	1.010,58	0,10	37710	126,224	172496000000	2,826171	62,724	1148,08	66,15757
Amerika	2002	8571	520,54	0,06	38430	125,9118	111055000000	1,586032	61,802	879,82	66,3122
Amerika	2003	9272	668,86	0,07	39760	117,9891	117106000000	2,270095	61,329	1111,92	66,45415
Amerika	2004	10744	1.006,42	0,09	42070	112,399	213641000000	2,677237	61,38	1211,92	66,61751
Amerika	2005	11436	1.342,10	0,12	44550	110,839	142344000000	3,392747	61,698	1248,29	66,80715
Amerika	2006	13019	1.843,89	0,14	47140	109,9241	298463000000	3,225944	62,112	1418,3	66,80156
Amerika	2007	13999	1.967,06	0,14	48300	104,8924	346613000000	2,852672	61,971	1468,36	66,83822
Amerika	2008	11731	1.215,09	0,10	48400	100,4427	341092000000	3,8391	61,171	903,25	66,88005
Amerika	2009	9466	877,61	0,09	47030	104,6958	161083000000	-0,35555	58,347	1115,1	66,87808
Amerika	2010	10191	981,80	0,10	49050	100	264039000000	1,640043	57,522	1257,64	66,81343
Amerika	2011	10536	1.247,04	0,12	50870	95,00978	263497000000	3,156842	57,425	1257,6	66,7246
Amerika	2012	10629	995,65	0,09	53130	97,3748	250345000000	2,069337	57,659	1426,19	66,6154

Tablo EK.2 devam. Veriler (1996-2020)

Ülkeler	T	işlem sayısı	işlem hacmi	bs	Gdp	kur	Dyy	enf	ist	end	demo
Amerika	2013	10877	1.214,79	0,11	54380	97,53442	288131000000	1,464833	57,699	1848,36	66,47791
Amerika	2014	12283	2.153,80	0,18	56670	99,167	251856000000	1,622223	58,116	2058,9	66,31606
Amerika	2015	12885	2.417,39	0,19	58180	109,8867	511434000000	0,118627	58,464	2043,94	66,13339
Amerika	2016	13430	1.784,77	0,13	58870	114,3613	474388000000	1,261583	58,848	2238,83	65,94298
Amerika	2017	15558	1.761,54	0,11	61190	114,0629	380823000000	2,13011	59,237	2673,61	65,72211
Amerika	2018	14936	1.931,81	0,13	64090	112,9822	214315000000	2,442583	59,549	2506,85	65,48331
Amerika	2019	17759	1.887,57	0,11	66120	116,2235	302199000000	1,81221	59,923	3230,78	65,24108
Amerika	2020	15271	1.125,82	0,07	64610	117,8015	211298000000	1,233584	55,979	3756,07	64,99733
Birleşik Krallık	1996	3064	175	0,06	21190	106,446	32412668835	2,851782	56,638	4118,5	64,64276
Birleşik Krallık	1997	3788	227	0,06	22700	123,3211	51311836384	2,201143	57,486	5135,5	64,6959
Birleşik Krallık	1998	4313	353	0,08	23790	129,2522	109817612847	1,820562	57,931	5882,58	64,79648
Birleşik Krallık	1999	4459	791	0,18	24380	129,1085	129891584490	1,752951	57,945	6930,2	64,92635
Birleşik Krallık	2000	5171	651	0,13	26580	130,4209	164130335444	1,182956	58,468	6222,46	65,07446
Birleşik Krallık	2001	3826	239	0,06	28020	127,2611	56090924809	1,53235	58,657	5217,35	65,22559
Birleşik Krallık	2002	3081	212	0,07	29440	128,1595	89760582753	1,520402	58,676	3940,36	65,41405
Birleşik Krallık	2003	3498	180	0,05	30710	122,9315	36011240473	1,3765	58,904	4476,87	65,61917
Birleşik Krallık	2004	3549	335	0,09	32360	127,765	87059621382	1,390398	59,04	4814,3	65,81703
Birleşik Krallık	2005	3837	373	0,10	33180	125,4279	252653397148	2,089136	59,312	5618,76	65,98666
Birleşik Krallık	2006	4325	533	0,12	34830	126,1768	203636431868	2,455662	59,336	6220,81	66,06241
Birleşik Krallık	2007	4901	904	0,18	35480	128,2698	209514959647	2,386562	59,231	6456,91	66,10823
Birleşik Krallık	2008	4077	398	0,10	36510	111,766	253454117907	3,521409	59,233	4434,17	66,10844
Birleşik Krallık	2009	2901	261	0,09	34960	100,3058	14547108445	1,961732	57,843	5412,88	66,05216
Birleşik Krallık	2010	3335	332	0,10	36620	100	66734551294	2,492655	57,493	5899,94	65,93477
Birleşik Krallık	2011	3399	246	0,07	37510	99,83005	27012050072	3,856112	57,319	5572,28	65,64103
Birleşik Krallık	2012	3307	211	0,06	38120	103,4029	46750789728	2,573235	57,557	5897,81	65,34135
Birleşik Krallık	2013	2975	157	0,05	39400	102,0529	54473175400	2,291667	57,902	6749,09	65,03615
Birleşik Krallık	2014	3471	405	0,12	40720	108,704	58890445253	1,45112	58,85	6566,09	64,74007
Birleşik Krallık	2015	3733	521	0,14	41890	113,7555	45333483122	0,368047	59,424	6242,32	64,46995
Birleşik Krallık	2016	3665	334	0,09	43520	102,3831	324813224213	1,008417	59,913	7142,83	64,25193
Birleşik Krallık	2017	4312	428	0,10	45770	97,07596	125358809934	2,557756	60,186	7687,77	64,07386
Birleşik Krallık	2018	4747	457,22	0,10	46910	98,84477	-25055440307	2,29284	60,557	6728,13	63,92605
Birleşik Krallık	2019	4135	217	0,05	48760	98,42252	2236675458	1,738105	60,856	7542,44	63,7956
Birleşik Krallık	2020	3367	285	0,08	45870	98,61806	31058892892	0,989487	59,991	6460,52	63,66938

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı ve Soyadı: Esra AKSOY

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi: Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İşletme Bölümü (2007-2012)

Yüksek Lisans Öğrenimi:

1. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı (2013-2016)
2. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı (2018-2019)

İş Deneyimi

1. Süleyman Demirel Üniversitesi Araştırma Görevlisi (2018-Devam)

Bilimsel Yayınlar ve Çalışmalar

Makaleler:

- 1.KARAATLI Meltem, ÖMÜRBEK Nuri, **AKSOY Esra**, KARAKUZU Hanife, 2014, "Turizm İşletmeleri İçin AHP Temelli Bulanık TOPSIS Yönetimi ile Tur Operatörü Seçimi", Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 14, Sayı 2, ss.53-70.
2. KARAATLI Meltem, ÖMÜRBEK Nuri, **AKSOY Esra**, ATASOY Mehmet, 2015, Çok Kriterli Karar Verme Teknikleri ile Performans Değerlendirmesine İlişkin Bir Uygulama, Social Sciences Research Journal, Volume 4, Issue 2, June 2015, ss. 176-186.
3. **AKSOY Esra**, ÖMÜRBEK Nuri, KARAATLI Meltem, 2015, "AHP Temelli MULTIMOORA ve COPRAS Yöntemi ile Türkiye Kömür İşletmeleri'nin Performans Değerlendirmesi", Hacettepe Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 33, Sayı 4, s. 1-28.

4. TUNCA M.Zihni, **AKSOY Esra**, BÜLBÜL Hasan ve ÖMÜRBEK Nuri, 2015, "AHP Temelli TOPSIS ve ELECTRE Yöntemiyle Muhasebe Paket Programı Seçimi", Niğde Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Yıl: Ocak 2015 Cilt-Sayı: 8 (1) ss: 53-71.
5. TUNCA M.Zihni, ÖMÜRBEK Nuri, CÖMERT Hafize Gonca ve **AKSOY Esra**, 2016, "OPEC Ülkelerinin Performanslarının Çok Kriterli Karar Verme Yöntemlerinden ENTROPİ ve MAUT İle Değerlendirilmesi", Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Yıl: 2016, Cilt: 7, Sayı: 14, ss.1-12.
6. ÇAĞLIYAN Vural, ÖMÜRBEK Nuri, **AKSOY Esra**, KARAATLI Meltem, İŞIKLAR Ergen Zeynep, "Determination Of Profitability Performances Of Industrial Sectors By Means Of TOPSIS Method: Application Of Turkey", European Scientific Journal, ESJ MAY 2015 /Special/ Edition Vol.1, Pp. 43-53.
7. ÖMÜRBEK, Nuri, **AKSOY Esra**, "Bir Petrol Şirketinin Çok Kriterli Karar Verme Teknikleri İle Performans Değerlendirmesi", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2016, C.21, S.3, s. 723-756.
8. ÖMÜRBEK Nuri, AKSOY Esra, 2017, "Ulusal Verimlilik İstatistiklerine Göre İmalat Sektörlerinin Performansının Değerlendirmesinde MULTI-MOORA Yönteminin Uygulanması", Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2017, 22(1), s.1-19.
9. AKÇAKANAT Özen, EREN Hande, **AKSOY Esra**, ÖMÜRBEK Vesile, Bankacılık Sektöründe ENTROPİ ve WASPAS Yöntemleri ile Performans Değerlendirmesi, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Y.2017, 22(2), s.285-300.
10. ÖMÜRBEK Vesile, AKSOY Esra ve AKÇAKANAT Özen, (2017)."Bankaların Sürdürülebilirlik Performanslarının ARAS, MOOSRA ve COPRAS Yöntemleri İle Değerlendirilmesi", Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, Yıl: 2017, Cilt: 8, Sayı: 19, Ss.14-32.
11. ÖMÜRBEK Vesile, AKÇAKANAT Özen, **AKSOY Esra** (2018), Kamu Sermayeli Mevduat Bankalarının Karlılıklarının Gri Tahmin Yöntemi İle

Değerlendirilmesi, Journal of Social and Humanities Sciences Research (JSHSR), 5(29), 3455-3468.

12. AKÇAKANAT Özen, AKSOY Esra, TEKER Türker (2018), CRITIC ve MDL Temelli EDAS Yöntemi İle TR-61 Bölgesi Bankalarının Performans Değerlendirmesi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1(32), 1-24.

13. ÖMÜRBEK Vesile, AKSOY Esra ve AKÇAKANAT Özen, (2018), "Bankaların Grup Bazlı Karlılıklarının Gri Tahmin Yöntemi İle Değerlendirilmesi", Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 10, Sayı 23, s. 75-89.

14. ÇETİNCELİ Koray, ÖMÜRBEK Vesile ve AKSOY Esra, (2018), “Finansal Kurumların Modifiye Edilmiş Dijital Mantık (MDL) Temelli Gri İlişkisel Analiz İle Performans Değerlendirmesi”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, C.23, S.2, s.425-438.

15. BAYRAKÇI Eylem, AKSOY Esra (2019), Gri Tahmin Yöntemi: Bireysel Emeklilik Sistemi Üzerine Bir Uygulama, Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi (ASEAD), Cilt 6, Sayı 1, 20-33.

16. AKSOY Esra, TEKER Türker (2019), OECD Ülkelerinin Daha İyi Yaşam Endekslerinin Değerlendirilmesinde CRITIC Temelli SAW Yöntemi: Polonya ve Türkiye Karşılaştırması, ACTA TURCICA Çevrimiçi Tematik Türkoloji Dergisi, Kasım 2019(257-270).

17. AKSOY Esra, AKÇAKANAT Özen (2019), Bankalarda Bireysel Kredilerin Riskinin GM(1,1) Modeli İle Tahmin Edilmesi, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 21(2), 70-98.

18. BAYRAKÇI Eylem, AKSOY Esra, (2019), Bireysel Emeklilik Şirketlerinin Entropi Ağırlıklı ARAS ve COPRAS Yöntemleri ile Karşılaştırmalı Performans Değerlendirmesi, Business and Economics Research Journal (BERJ), 10(2):415-433.

19.ÖMÜRBEK Vesile, AKÇAKANAT Özen ve AKSOY Esra (2019), Aktif Büyüklüklerine Göre Değerlendirilen Büyük Ölçekli Bankaların Yapay Sinir Ağları İle Karlılıklarının Öngörüsü, Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, 33(2), 451-466.

20. KOCABIYIK Turan, AKSOY Esra, TEKER Türker (2020), Makroekonomik Değişkenlerin Park Mavera III Gayrimenkul Sertifikası Fiyatı Üzerine Etkisinin Toda-

Yamamoto Analizi ile Keşfi, AVRASYA Uluslararası Araştırmalar Dergisi Cilt : 8 Sayı : 21 Sayfa: 347 - 365.

21. KOCABİYİK Turan, TEKER Türker, **AKSOY Esra** (2020), Google Trends ‘Dolar’ Aramaları İle Dolar Kuru Arasındaki İlişkinin Keşfi, IBAD Sosyal Bilimler Dergisi, 6, 258-271.

22. BEKÇİ İsmail, KÖSE Eda, **AKSOY Esra** (2020), Covid-19'un Türkiye’de Bankalar Üzerindeki Ekonomik Etkisine Dair Bir Tahmin, Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi 5(Özel Sayı), 185-205.

23. **AKSOY Esra**, TEKER Türker, MAZAK Mehmet, KOCABİYİK Turan (2020), Kripto Paralar ve Fiyat İlişkileri Üzerine Bir Analiz: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi İle Bir İnceleme, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 37, 110-129.

24. TATOĞLU Tuğçe **AKSOY Esra** (2020), Türkiye’de Banka ve Kredi Kartı Harcamalarının Reel Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi: VAR Analizi ve Toda-Yamamoto Nedensellik Testi, Fiscaeconomia, 4(3), 747-775.

25. EREN Hande, **AKSOY Esra** (2021), Ülkelerin Lojistik Performanslarına Göre Uluslararası Demiryolları İstatistikleri Açısından Kümelenmesi, Ekonomi Bilimleri Dergisi, 13(2),1-27.

26. AKÇAKANAT Özen, **AKSOY Esra** (2021), Kurumsal Yönetim ve Denetim Kalitesinin İşletme Performansına Etkisi, İda Academia Muhasebe ve Maliye Dergisi, 4(2), 71-86.

27. **AKSOY Esra** (2021), An Analysis on Turkey's Merger and Acquisition Activities: MAIRCA Method, Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi, 12(1), 1-11.

28. GENÇTÜRK Mehmet, SENAL Serpil, **AKSOY Esra** (2021), COVID-19 Pandemisinin Katılım Bankaları Üzerine Etkilerinin Bütünleşik CRITIC-MARCOS Yöntemi İle İncelenmesi, Muhasebe ve Finansman Dergisi,, 92, 139-160.

Kitap Bölümü:

1. TEKER Türker, **AKSOY Esra**, MAZAK Mehmet, (2020), Dijitalleşmenin Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Banka Bazlı Bir

İnceleme, (Editör: Yavuz Demirdöğen), Nobel Yayınevi, Dijital Dönüşüm ve Finansal Teknolojilere Yansımaları İçinde Bölüm 10.

2. **AKSOY Esra**, **TEKER Türker**, (2018) "Bankaların Bölgesel Bazlı Performansının Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri İle Değerlendirilmesi", (Editör: Kürşat Özdaşlı, Murat Cem Demir, Olcay Tire, İbrahim Sena Arvas), Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimlerde Alanında Yenilikçi Yaklaşımlar 1, Gece Yayınevi, Ankara, (675-700).

3. **TEKER Türker**, **AKSOY Esra**, (2018) "Sosyal Medya Kullanımı-Finansal Performans İlişkisi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Analiz", (Editör Kürşat Özdaşlı, Murat Cem Demir, Olcay Tire, İbrahim Sena Arvas), Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimlerde Alanında Yenilikçi Yaklaşımlar 1 , Gece Yayınevi, Ankara, (257-270).

Uluslararası Toplantıda Sunularak Tam Metin Olarak Yayımlanan Bildiri

1. **AKÇAKANAT Özen**, **AKSOY Esra**, (2019), PROMETHEE Yöntemi İle Finansal Performans Analizi: Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Uygulama, 23. Milletlerarası Türk Kooperatifçilik Kongresi , 26-28 Eylül 2019 Kiev-UKRAYNA, 323-334.

2. **AKSOY Esra**, **AKÇAKANAT Özen**, **ÇELİK İsmail** (2019), Zamana Bağlı Değişen Betada Uzun Hafıza, Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama, 23. Finans Sempozyumu 9-12 Ekim 2019, Antalya, 823-833.

3. **ÖMÜRBEK Vesile**, **AKÇAKANAT Özen** ve **AKSOY Esra**, 2018, Kamu Sermayeli Mevduat Bankalarının Karlılıklarının Gri Tahmin Yöntemi İle Değerlendirilmesi, 1. Uluslararası Bankacılık Kongresi, 4-5 Mayıs, Ankara, s.496-508.

4. **AKSOY Esra**, **KARAATLI Meltem**, **ÖMÜRBEK Nuri**, (2018), Temel Gri GM(1,1) ve Genişletilmiş GM(1,1) Modelleri ile Tahminleme Üzerine Bir Uygulama, 19. Uluslararası Ekonometri, Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu, 17-20 Ekim, Antalya, ss.898-910.

5. **ÖMÜRBEK Vesile**, **AKÇAKANAT, Özen**, **AKSOY Esra** (2018), Katılım Bankalarının Ekonomik Sürdürülebilirlik Performansının ARAS ve WASPAS Yöntemleri İle Karşılaştırmalı Değerlendirilmesi, 17. Uluslararası Katılım İşletmecilik Kongresi, 26-28 Nisan, Çeşme İzmir, ss.627-639.

6.CAGLIYAN Vural, ÖMÜRBEK Nuri, **AKSOY Esra**, KARAATLI Meltem, ISIKLAR Zeynep Ergen, 2015. "Determination Of Profitability Performances Of Industrial Sectors By Means Of TOPSIS Method: Application Of Turkey", 1st Pan-American Interdisciplinary Conference, Pic 2015, Proceedings, Vol.1, 13-16 March 2015, Buenos Aires Argentina, 2015, 43-53.

7.KARAATLI Meltem, DEMİRCİ Nazlı, **AKSOY Esra**, ÖMÜRBEK Nuri, 2014, "Borsa Performanslarının Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri İle Karşılaştırılması", 15. Uluslararası Ekonometri, Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu, 22-25 Mayıs 2014, Isparta, s.41.

8.ATMACA Şerafettin and **AKSOY Esra** (2021), Integrated Evaluation of Countries' Logistic Performances, Economic and Financial Indicators: SD-ROV Analysis, International Conferences on Social Science Research, September 8-10 2021 In Budva, Montenegro 145-155.

Uluslararası Toplantıda Sunularak Özet Metin Olarak Yayımlanan Bildiriler

1. KARAATLI Meltem, ÖMÜRBEK Nuri, **AKSOY Esra** ve URMAYAK Ezgi Dilan, (2017), "Yapay Sinir Ağları Yöntemi İle İşsizlik Oranının Tahmini", XVIII. Uluslararası Ekonometri Yöneylem Araştırması ve İstatistik Sempozyumu 05-07 Ekim, 2017 Trabzon/Türkiye.

2.KARAATLI Meltem, ÖMÜRBEK Nuri, **AKSOY Esra**, ATASOY Mehmet (2015), A Study on Multiple-Criteria Decision Making Techniques and Performance Evaluation, 16th International Symposium on Econometrics, Operations Research and Statistics, May 07–12, Trakya University.

Projeler

1.KA107- Higher Education Student and Staff Mobility Between Programme and Partner Countries, Penza State University, Rusya (Araştırmacı, 01.08.2020-31.07.2023).

2.“Kriterli Karar Verme Teknikleriyle Karşılaştırılmalı Performans Analizi ve Bir Uygulama”, Başlıklı SDÜ Bilimsel Araştırma Projeleri, 4325-YL1-15 Nolu Proje 2016. (Yüksek Lisans 1 BAP projesi)

3.Bankalarda Bireysel Kredilerin Riskinin GM(1,1) Modeli ile Tahmin Edilmesi”,
Başlıklı SDÜ Bilimsel Araştırma Projeleri, SYL-2018-6849 Nolu Proje 2019. (Yüksek
Lisans 2 BAP projesi)

