

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN HALKA AÇIK
FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİLERİNİN
SAPTANMASI**

DURAN ALİ APRAŞ

2501180221

TEZ DANIŞMANI

DR. ÖĞRETİM ÜYESİ EMİR OTLUOĞLU

İSTANBUL - 2021

ÖZ

BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN HALKA AÇIK FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİLERİNİN SAPTANMASI

DURAN ALİ APRAŞ

Satın alma ve birleşme işlemlerinin şirketlerin finansal performanslara olan etkisini ölçmek için birçok farklı yöntem kullanılmaktadır. Yapılan çalışmalarda şirketlerin finansal oran analizleri yapılmış olup geçmiş verilerle işlem sonrası veriler karşılaştırılarak gerçekleşen değişimler incelenmiştir.

Gerçekleştirilen bu çalışmada, BİST 100 endeksinde yer alan şirketlerin yaptıkları işlemler ele alınmıştır. 31.12.2012-31.12.2016 tarihlerinde gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemlerinin incelendiği veri setinde 35 farklı şirketin finansal oranlarındaki değişimler incelenmiştir.

Çalışma boyunca satın alma ve birleşme ile ilgili anekdotlar verilmiş olup gerekli bilgiler paylaşılmıştır. Uygulama kısmında finansal tablolar yardımıyla her bir şirket için birleşme ve satın alma öncesinde 7 farklı oran için analizler yapılmış ve işlem sonrası ortaya çıkan 3 yıllık verilerle aynı oranlar hesaplanıp karşılaştırılma yapılmıştır.

Sonuç olarak, satın alma ve birleşme işlemlerinin şirketlerin finansal yapılarında negatif bir etkiye sebep olduğu saptanmıştır. Bununla beraber 7 orandan yalnızca 4 tanesinde anlamlı bir farklılık meydana geldiği ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: BİST 100, satın alma ve birleşme, finansal oranlar, finansal tablolar

ABSTRACT

DETERMINATION OF THE EFFECTS OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF PUBLICLY TRADED FIRMS

DURAN ALİ APRAS

Many different methods are used to measure the impact of acquisitions and mergers on companies' financial performance. Financial ratio analyzes of the companies have been made in the conducted studies, and the changes that have occurred have been analyzed by comparing the past data with the post-transaction data.

In this study, the transactions made by the companies included in the BIST 100 index are discussed. In the data set that examines the merger and acquisition transactions between 31.12.2012 and 31.12.2016, the changes in the financial ratios of 35 different companies were examined.

Throughout the study, anecdotes about the acquisition and merger were given and the necessary information was shared. In the last part, with the help of the financial statements, 7 different rates were analyzed for each company before the merger and acquisition, and the same rates were calculated and compared with the 3-year data after the transaction.

As a result, it has been determined that the merger and acquisition transactions have a negative impact on the financial structures of companies. However, it was revealed that only 4 out of 7 rates had a significant difference.

Key Words: BİST 100, merger and acquisition, financial ratios, financial statements

ÖNSÖZ

Şirketler, gelişen piyasa koşulları ve artan rekabet yüzünden varlıklarını sürdürebilmek, rekabet gücünü kaybetmemek, pazar gücünü arttırmak amacıyla satın alma ve birleşme işlemlerini kullanabilmektedirler. Firmaların yararı gözetilerek yapılan bu işlemler yöneticiler ve hissedarların amaçladığının tersine negatif etki yaratabilmektedirler.

Ele alınan bu çalışma BİST 100 içerisinde yer alan büyük şirketlerin, birleşme ve satın alma işlemlerinin ardından önceki dönemler baz alınarak finansal oranlarında nasıl bir değişim sergilediklerini bulmayı hedeflemiştir.

Çalışmamda yardımlarını hiç esirgemeyen tez danışmanım Sayın Emir Otluoğlu'na ve arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Duran Ali APRAŞ

İSTANBUL, 2021

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	viii
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	ix
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVEDE ŞİRKET SATIN ALMA VE BİRLEŞME İŞLEMLERİ

1.1. SATIN ALMA VE BİRLEŞMENİN TANIMLARI VE ETKİLERİ	3
1.1.1. Şirket Birleşmeleri (Evlilikleri)	4
1.1.1.1. Şirket Birleşme Türleri.....	4
1.1.1.1.1. Yatay Birleşme.....	4
1.1.1.1.2. Dikey Birleşme	5
1.1.1.1.3. Karma Birleşme.....	5
1.1.2 Şirket Satın Almaları.....	5
1.1.2.1. Kurtarma	6
1.1.2.2. İş birliği	6
1.1.2.3. Tartışma	6
1.1.2.4. Ele Geçirme.....	7
1.1.3. Devralma İşlemi	7
1.1.3.1. Devralma İşleminin Sebepleri.....	8
1.1.4. Şirketlerin Politika Olarak Satın Alma ve Birleşmeyi Seçmesi.....	9
1.1.4.1. Verimlilik Yaratmak.....	9
1.1.4.1.1. Finansal Sinerji.....	10
1.1.4.1.2. İşletme Sinerjisi	10
1.1.4.1.3. Yönetimsel Sinerji	10
1.1.4.2. Pazar İhtiyaçlarını Karşılama	11
1.1.4.3. Küreselleşme Sonucu Oluşan Gereklilikler	11
1.1.4.4. Maliyetleri Kontrol Etme İhtiyacı	12
1.1.4.5. Ürün ve Hizmet Konusundaki Oluşan Zorunluluklar	12

1.1.4.6. Risk Çeşitlendirme ve Azaltma Durumu	13
1.1.4.7. Rakiplere Üstünlük Kurma ve Yeni Teknolojik İhtiyaçlar	13
1.1.4.8. Vergi İndirimi Sağlamak.....	14
1.1.5. Satın Alma ve Birleşme İşlemlerinin Zorlukları.....	14
1.1.5.1. Yeni Bir Bölgeye Açılma.....	14
1.1.5.2. Kültür Farklılıkları.....	15
1.1.5.3. Üretim ve İşletme Tarzlarının Farklılığı.....	15
1.1.5.4. Yönetimsel Zorluklar.....	15
1.1.6. Dünya Çapında Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlemleri	15
1.1.7. Türkiye’de Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlemleri	21

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL ORAN ANALİZİNİN TARİHÇESİ

2.1. FİNANSAL ORANLARIN KEŞFİ VE KULLANIMI	26
2.1.1. FİNANSAL ORANLAR	28
2.1.1.1. LİKİTİDE ORANLARI	28
2.1.1.1.1. Cari Oran.....	29
2.1.1.1.2. Asit-Test Oranı.....	29
2.1.1.1.3. Nakit Oranı.....	30
2.1.1.2. Faaliyet Oranları.....	30
2.1.1.2.1. Alacak Devir Hızı	31
2.1.1.2.2. Stok Devir Hızı	31
2.1.1.2.3. Ticari Borçlar Devir Hızı	32
2.1.1.2.4. Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı.....	33
2.1.1.2.5. Aktif Devir Hızı	33
2.1.1.2.6. Özsermaye Devir Hızı.....	34
2.1.1.3. Karlılık Oranları.....	35
2.1.1.3.1. Satış Karlılıkları ile İlgili Oranlar	35
2.1.1.3.1.1. Brüt Kar Marjı	35
2.1.1.3.1.2. Faaliyet Kar Marjı	36
2.1.1.3.1.3. Net kâr marjı	36
2.1.1.3.2. Aktif Karlılığı	36
2.1.1.3.3. Özsermaye Karlılığı	37
2.1.1.4. Kaldıraç Oranları	38
2.1.1.4.1. Borç Oranı	38
2.1.1.4.2. Özsermaye Oranı	38

2.1.1.4.3. Borç-Özsermaye Oranı.....	39
2.1.1.4.4. Faiz Karşılama Oranı	39
2.1.1.4.5. Kısa Vadeli Borç-Toplam Borç Oranı	39
2.1.1.4.6. Finansal Borç-Aktifler Oranı.....	40
2.1.1.5. Piyasa Değeri Oranları.....	41
2.1.1.5.1. Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı.....	41
2.1.1.5.2. Fiyat / Kazanç Oranı.....	41
2.1.1.5.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı.....	42
2.1.1.5.4. Temettü Verimi	42

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI	43
--------------------------	----

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	53
4.2. Araştırmanın Hipotezi	53
4.3. Araştırmanın Yöntemi.....	54
4.4. Araştırmanın Kısıtları	55
4.5. Normal Dağılım Ölçümü	61
4.6. Nonparametrik Testler	66

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÇALIŞMANIN AMACI VE BULGULARI

5. ARAŞTIRMA SONUCU	72
KAYNAKÇA	76
EKLER.....	88

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Dünya Çapında Gerçekleşmiş En Büyük 10 İşlem (milyar dolar (\$)	
cinsinden	16
Tablo 2: 1985-2019 Yılları arasında gerçekleşen M&A işlemleri	18
Tablo 3: 1985-2019 yıllarında gerçekleşen M&A işlem sayısı.....	19
Tablo 4: Türkiye’de Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlem Hacmi ..	22
Tablo 5: Türkiye’de Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlem Sayısı....	23
Tablo 6: M&A İşlemlerini Yapan Şirketlerin Uyrugu.....	24
Tablo 7: Şirketlerin Performanslarını Ölçmek İçin Kullanılan Oranlar..	54
Tablo 8: Tanımlayıcı Ortalama İstatistikleri	56
Tablo 9: Basıklık ve Çarpıklık Tablosu.....	62
Tablo 10: Cari Oran Normallik Test Tablosu	63
Tablo 11: Alacak Devir Hızı Normallik Test Tablosu.....	63
Tablo 12: Ticari Borçlar Devir Hızı Normallik Test Tablosu	64
Tablo 13: Net Kar Marjı Normallik Test Tablosu	64
Tablo 14: Varlık Karlılığı Normallik Test Tablosu.....	64
Tablo 15: Özsermaye Karlılığı Normallik Test Tablosu.....	64
Tablo 16: Borç/Özsermaye Oranı Normallik Test Tablosu.....	65
Tablo 17: Cari Oran Anlamlılık Tablosu	66
Tablo 18:Alacak Devir Hızı Anlamlılık Tablosu	67
Tablo 19:Borçlar Devir Hızı Anlamlılık Tablosu	67
Tablo 20:Net Kar Marjı Anlamlılık Tablosu	68
Tablo 21:Varlık Karlılığı Anlamlılık Tablosu	68
Tablo 22:Özsermaye Karlılığı Anlamlılık Tablosu	69
Tablo 23:Borç/Özsermaye Oranı Anlamlılık Tablosu	69
Tablo 24:Hipotezlerin Sonuçları	70

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil 1: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Histogramı....88

Şekil 2: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Detrended Grafiği... 89

Şekil 3: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Histogramı....89

Şekil 4: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Detrended Grafikleri..... 90

Şekil 5: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı Histogramı.....91

Şekil 6: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı Detrended Grafikleri..... 92

Şekil 7: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı Histogramı.....93

Şekil 8: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı Detrended Grafikleri..... 94

Şekil 9: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar Devir Hızı Histogramı..... 95

Şekil 10: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar Devir Hızı Detrended Grafikleri..... 96

Şekil 11: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar Devir Hızı Histogramı..... 97

Şekil 12: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar Devir Hızı Detrended Grafikleri..... 98

Şekil 13: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Histogramı.....99

Şekil 14: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Detrended Grafikleri..... 100

Şekil 15: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Histogramı.....101

Şekil 16: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Detrended Grafikleri..... 102

Şekil 17: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı Histogramı..... 103

Şekil 18: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı Detrended Grafikleri.....104

Şekil 19: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı Histogramı..... 105

Şekil 20: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı Detrended Grafikleri.....106

Şekil 21: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Histogramı..... 107

Şekil 22: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Detrended Grafikleri..... 108

Şekil 23: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Histogramı..... 109

Şekil 24: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Detrended Grafikleri..... 110

Şekil 25: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı Histogramı....111

Şekil 26: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı Detrended Grafikleri..... 112

Şekil 27: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı Histogramı.... 113

Şekil 28: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı Detrended Grafikleri..... 114

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
M&A	: Mergers & Acquisitions
M. Ö.	: Milattan Önce
S&P	: Standard&Poors's
BİST	: Borsa İstanbul
SPSS	: Statistical Package for the Social Sciences
İÖ	: İşlem Öncesi
İS	: İşlem Sonrası
Alacak DV	: Alacak Devir Hızı
T. Borçlar DV	: Ticari Borçlar Devir Hızı
Net Kar M.	: Net Kar Marjı
Varlık K.	: Varlık Karlılığı
Özs. K.	: Özsermaye Karlılığı
B/Ö	: Borç/Özsermaye Oranı
Ortalama Std Hata:	Ortalama Standart Hata
Çarpıklık Std Hata:	Çarpıklık Standart Hata
Basıklık Std Hata	: Basıklık Standart Hata
S	: Çarpıklık Katsayısı
K	: Basıklık Katsayısı
S_s	: Çarpıklık Standart Hata
S_K	: Basıklık Standart Hata
P	: Anlamlılık Değeri
ROA	: Varlık Karlılığı

ROE	: Özsermaye Karlılığı
N	: Örneklem Sayısı
Ort	: Ortalama
PD/DD	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
F.B.	: Finansal Borçlar



GİRİŞ

Gelişen piyasa koşullarıyla beraber şirketler, rekabet gücünü arttırmak, maliyetlerini düşürmek ve kar elde etme güdüsüyle satın alma ve birleşme işlemlerine başvurmaktadırlar. Satın alma ve birleşme işlemi gelişmiş ülkelerde hizmet veren şirketler için çok önemli bir büyüme hamlesi olmaktadır. Şirketin finansal açıdan en uygun duruma ulaşabilmesi amacıyla uygulanan satın alma ve birleşme işlemleri pratikte şirketlerin borç yükünü azaltmasında, pazar payını genişletmesinde şirketlere yardım etmektedir ancak Avrupa'nın birçok yerinde satın alma ve birleşmenin etkinliği konusunda birçok tartışma yaşanmaktadır¹.

Beklediği etkinin tersi olarak şirketlerin satın alma ve birleşme sonrasında finansal borç yükünde yükselmeler görülebilmektedir. Bu soruna başlıca sebepler olarak işlem sonrası borçlanma konusunda artış ve işlem öncesinde ilgili tarafların borçlanma politikalarındaki etkisi gösterilebilir². Yöneticiler tarafından yeterli analiz yapılmaması, entegrasyon aşamasında birleşen iki şirketin etkili yönetilememesi gibi sebeplerden dolayı şirketlerin finansal performanslarında düşüşler ve şirketin nakitlerinden yarattığı faydalarda azalma görülmüştür³.

¹ Lehto, E., & Böckerman, P. (2008). *Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. Journal of Economic Behavior & Organization*, 68 (1), S. 112.

² Ghosh, A., & Jain, P. C. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6 (4), S. 377–378.

³ Shrivastava, P. (1986). *Postmerger Integration. Journal of Business Strategy*, 7 (1), S. 65.

Healy, P. M. v.d. (1992) çalışmalarına göre, birleşme işlemi sonrasında şirketlerin ekonomik faaliyetlerinde pozitif ivme göstermektedir; öte yandan ölçülebilir verilerin yanı sıra sinerji gibi ölçülemeyen ancak şirketin işleyişi için çok önemli kaynaklar elde edilebilmektedir⁴. Hogarty, T. F. (1970) çalışmasında şirketlerin finansal performanslarını ele alarak oluşturduğu gösterge sayesinde birleşme işlemlerinin şirketler için riskli bir yatırım olabileceğini böylece işlem yapanların beklediklerinden daha az getiri elde edeceğini söylemiştir⁵. Bu çalışmada şirketlerin satın alma ve birleşme işlemlerinin uzun vadeli olarak finansal oranlar üzerindeki etkisi incelenmiştir. Satın alma ve birleşme işlemlerinin şirketin finansal durumunu nasıl etkilediğine dair yapılan birçok analiz literatürde bulunmaktadır. Kumar, S. ve Baysal, L. K. (2008) çalışmaları sonucunda finansal performans ölçüm araçlarından biri olarak finansal oranları kullanmışlardır⁶. Benzer bir şekilde Mantravadi, P. ve Reddy, A. V. (2008) finansal performans ölçütü olarak net kar marjı, borç/özsermaye oranından yararlanmışlardır⁷.

Çalışma kapsamında finansal performans analizi yapmak amacıyla yaygın bir şekilde kullanılan finansal oranlar kullanılmıştır. 2012 - 2016 zaman aralığının kullanılarak 2008 krizinin etkileri azaltılmıştır. BİST 100’de yer alan 35 firmanın incelendiği çalışmada satın alma ve birleşme sonrasında şirketlerin finansal oranlarındaki değişim göz önüne alınarak performanslarındaki değişim incelenmek istenmiştir. SPSS 22 paketinin yardımıyla yapılan incelemelerle birleşme ve satın alma öncesinde yer alan 3 yıllık süreç ile işlem sonrasındaki 3 yıllık süre zarfındaki 7 oran arasında ilişki incelenmiştir.

⁴ Healy P.J., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers. *Journal of Financial Economics*, 31 (2), S. 135–136.

⁵ Hogarty, T. F. (1970). The Profitability of Corporate Mergers. *The Journal of Business*, 43 (3), S. 325-326.

⁶ Kumar, S., & Bansal, L. K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. *Management Decision*, 46 (10), S. 1541.

⁷ Mantravadi, P., Reddy, A. V. (2008). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22, S. 197-198.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVEDE ŞİRKET SATIN ALMA VE BİRLEŞME İŞLEMLERİ

1.1. SATIN ALMA VE BİRLEŞMENİN TANIMLARI VE ETKİLERİ

Satın alma ve birleşme işlemleri birbirinden farklı tanımlamalarla anlatılmasına rağmen, her iki kavramın da işletmeler açısından doğurduğu sonuçlar çoğu zaman aynı olmaktadır. Her iki kavram da iki farklı şirketin aynı amaç için beraber çalışmasını anlatmaktadır⁸.

Satın alma ve birleşmeler finans literatüründe üç ana etken altında incelemiştir. Bu etkenler finansal performans, insanların sosyal refahı ve piyasa yoğunluğudur. Kurumların finansal etkinlikleri, şirket evliliklerinin ardından oluşan uyumların veya uyuşmazlıkların, şirketin üzerinde yarattığı olumlu ya da olumsuzluklardan dolayı değişim göstermektedir. Piyasadaki yoğunluk, bir veya birden fazla aynı sektörde yer alan şirketin birleşmesiyle piyasada yer alan aktör sayısında azalma meydana gelecektir. Üçüncü etken olarak kurumlarda finansal performans ve piyasa yoğunluğunun değişime uğraması sonucunda bireylerin sosyal refahı farklılaşacaktır⁹.

⁸ Sherman, A. J., Hart M. A. (2006). Mergers and Acquisitions from A to Z. II Edition, New York: American Management Association, S. 11.

⁹ Claessens, S., Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. Emerging Markets Review, 15, S. 1-33.

1.1.1. Şirket Birleşmeleri (Evlilikleri)

Şirket birleşmeleri Türkiye Ticaret Kanunu'nun tanımına göre hedef firmanın bütün varlığına karşılık olarak o firmanın hissedarlarına, satın alma işlemini gerçekleştiren şirketten eşit değerde pay tahsil edilmesidir. Kanuna göre birleşme işlemi devralma şeklinde yani bir şirketin diğerini devralması ve yeni kuruluş şeklinde yani iki şirketin yeni bir yapı haline gelmesi şeklindedir¹⁰. Birleşme işlemi birden çok şirketin güçlerini birleştirme usulüyle tek bir varlık olmasıdır¹¹. Kısıtlı bütçeyle yapılan yatırım planıdır¹².

1.1.1.1. Şirket Birleşme Türleri

Birleşme türleri genellikle yatay, dikey ve karma birleşmeler olarak tanımlanır.

1.1.1.1.1. Yatay Birleşme

Yatay birleşme, iki rakip firmanın birlik olma durumudur. 2 petrol devinin aynı çatı altında toplanması bu tip birleşmeye örnektir. Güçlenen bu şirketler pazarda etkinliğini arttırırsa ülkelerde tekellik yaratabilirler¹³.

¹⁰ Türk Ticaret Kanunu (2011). Kanun no: 6102, Sayı 27846, Genel Hükümler İlke a, Madde 136, s. 11006.

¹¹ Sherman, A. J., Hart M. A., Mergers and Acquisitions from A to Z, S. 11.

¹² Stevens, D. L. (1973). Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 8(2), S. 149.

¹³Gaughan, P. A. (2007). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings. IV Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, S.13.

1.1.1.1.2. Dikey Birleşme

Dikey birleşme, satın alma işlemini yapacak olan şirketin kendisine taşımacılık, satış gibi konularda yardımcı olabilecek ve genellikle hedef firmanın ürün ağından faydalanabileceği fırsatlardan yararlanması sonucunda olur. Birleşme işlemi sonucunda kalite kontrol konusunda gelişim sağlanabilmektedir. Ürün ağını rahatça kontrol edebilen şirketler hammaddeye ulaşımı kolaylaştırıp maliyet kar denklemini rahatça kurabilmektedir ¹⁴.

1.1.1.1.3. Karma Birleşme

Yatay ve dikey birleşmenin aksine, ne rakip firmalarla birlik olma ne de karşılıklı fayda yaratacak olan üretici - tüketici firma birleşmeleridir. Örnek olarak bir tütün şirketinin gıda sektöründe faaliyet gösteren bir firmayı satın almasıdır¹⁵.

1.1.2 Şirket Satın Almaları

Satın alma şirketler arasındaki yönetim ve sahiplik değişimi işlemidir.¹⁶ Satın alma işlemi sonucunda iki şirketin yeni bir yapının oluşturmadığı finansal işlemlerdir. Satın alan şirket, hedefteki firmanın tamamını veya belli çoğunluğunu satın alabilmektedir¹⁷.

Satın alma işlemi dört farklı türde gerçekleşmektedir.

¹⁴ Reed, S. F., Lajoux, A. R., Nesvold, H. P. (2007). The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide, IV Edition, The McGraw-Hill Companies, New York, S. 19.

¹⁵ Gaughan, P. A. (2007). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings. S.13.

¹⁶ The Art of M&A, Fourth Edition: A Merger Acquisition Buyout Guide. S. 4.

¹⁷ Whitaker, S. C. (2012). Mergers & Acquisitions Integration Handbook: Helping Companies Realize The Full Value of Acquisitions. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, S. 7.

1.1.2.1. Kurtarma

Hedef şirketler iki ana sebepten dolayı başka şirketler tarafından satın alınmak istenirler. Bu sebeplerden ilki, varlık ve finansman sorunlarının çok yüksek olduğu şirketlerde batma ihtimalinden kurtulmak için satın alınma işlemini gerçekleştirilmesidir. Diğer sebep ise istenmeyen bir şirket tarafından satın alınmamak için diğer şirketlere kurtarıcı edasıyla yaklaşıp satın alınmayı istemektir. Her iki koşulda da işlem sahibi şirket sonuçtan hoşnut olmaktadır.

1.1.2.2. İş birliği

Satın alma işlemini ve satma işlemini yapan iki şirketin de psikolojik olarak en mutlu olduğu ve her iki şirketin de en istekli olduğu işlemdir. Uygulamaya bakıldığında diğer işlemlere oranla en çok iş birliği yoluyla satın alma işlemi yapıldığı gözlemlenmektedir. Diğer satın alma türlerine kıyasla sakın bir şekilde geçen anlaşma sürecini, her iki tarafın da kazanımlar elde edeceği satın alma süreci takip etmektedir.

1.1.2.3. Tartışma

Bu tarz anlaşmalarda iki şirketten sadece biri işlemi gerçekleştirme konusunda diğerine göre çok isteklidir ya da anlaşma şartlarında tam olarak bir mutabakata varılamamaktadır eğer hedefteki şirketin birden çok alıcısı olursa alıcı şirketler fiyat arttırma usulü bir yarışa girebilmektedirler. Anlaşma aşamasında taraflar farklı düşüncelere sahip oldukları için zorlu ve uzun bir süreç yaşanabilmektedir.

1.1.2.4. Ele Geçirme

Düşmanca davranışların görüldüğü bu işlemde her iki taraf da anlaşmaya varmak için uzlaşma yerine bireysel isteklerini ortaya koyarlar. Pragmatik bakış yerine duygusal yoğunlukta geçen anlaşma sürecinde bilgi alışverişleri, gerçeklik ve doğruluk yerine söylentilerin üzerine kurulmaktadır¹⁸.

1.1.3. Devralma İşlemi

Devralma işlemini gerçekleştirmek isteyen şirketler potansiyel hedefleri bulduktan sonra bir dizi işlem yapmaktadır. Bu işlemler hedef belirleme, şirket değerlemesi ve değerlerin mevcut pazar değeriyle karşılaştırılmasıdır. Devralma işleminin sağlıklı bir şekilde olabilmesi için halka açık kesin bilgiler olmasa bile hedef firmanın iyi değerlendirilmesi ve fiyatlandırılmasından gerekmektedir. Araştırma sonucunda belirlenen değer, pazardaki diğer benzer şirketlerle mukayese edilmektedir. Mevcut teklif gelecekte kazanılacak sinerji ve getiriler hesaplanarak yapılır¹⁹.

¹⁸ Pritchett, P. (1997). After the Merger: The Authoritative Guide for Integration Success. The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, S. 18-31.

¹⁹ Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. The Journal of Business, 59 (2), I. Kısım, S. 198.

1.1.3.1. Devralma İşleminin Sebepleri

Devralma işlemi üç farklı bakış açısıyla yapılmaktadır. Bu farklı bakış açıları, sinerji güdüsü, ajans güdüsü ve kibir hipotezi olarak isimlendirilmektedir.

Sinerji güdüsü, hedef ve alıcı şirketlerin çalışanlarının ve yöneticilerinin amacının firmaya kaynak sağlayan finansörleri mutlu etmek olduğunu varsaymaktadır. Bu varsayım uyarınca devralma sonucu her iki kurum da kazanç elde edecektir.

Ajans güdüsüne göre, alıcı şirketin yönetimi kendi faydalarını maksimize etme amacıyla hedef şirketleri belirlemektedir. Kendi toplam şirket değerlerini iyi bilen hedef firma hissedarları, alıcı ile pazarlık yaparak iki şirket için de karlı bir anlaşma yaparlar.

Kibir hipotezine göre ise, yönetim kadrosunun değer tespiti sırasında ederinden fazla değer bulması sonucunda hedef şirketin devralınması ile alıcının zarar ederken, hedef firmanın farklı olarak fazla getiri sağlamasıdır²⁰.

²⁰ Berkovitch, E., Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 28(3), S. 350-351.

1.1.4. Şirketlerin Politika Olarak Satın Alma ve Birleşmeyi Seçmesi

Şirketler 2 amaç için satın alma ve birleşme işlemlerini gerçekleştirirler. Bunlar hissedarların kazanımları ve yöneticilerin kazanımlarıdır. Şirketler, fon sağlayanların faydasını maksimize etmek için piyasadaki değerlerini yükselmeye çalışmaktadırlar. Amaçlarına ulaşmak için firmaların getirilerini arttırması gerekmektedir. Operasyonel maliyetleri düşürmek, üretim bandında oluşabilecek sorunları en aza indirmek gelirleri arttıracaktır. Yöneticiler ise çoğu zaman hissedarlarla çatışarak karşı karşıya gelmektedir. Teoriye göre hissedarlar şirket değerine odaklanırken, yöneticilerin isteği kendi maaşlarını maksimize etmek olacaktır.²¹.

1.1.4.1. Verimlilik Yaratmak

Şirketlerin yaptığı işlem sonucunda iki veya ikiden fazla firmanın oluşturduğu yapı sonucu yakalanan sinerji ile pazarda rakiplere karşı bir üstünlük kurmak amaçlamaktadır²².

²¹ Motis, J. (2007). Mergers and Acquisitions Motives. University of Crete, Department of Economics, 730, S. 8.

²² Porter, M. E. (1985). *Technology and Competitive Advantage*. *Journal of Business Strategy*, 5 (3), S. 61.

1.1.4.1.1. Finansal Sinerji

Firmalar Finansal sinerjiyi yakalamak amacıyla birçok yönteme başvurabilmektedirler. Paranın maliyetini düşürmek başlıca bu yöntemlerin başını çekmektedir ve bu maliyet şirketin yatırım portföyündeki araçların çeşitliliği arttırılarak yapılabilmektedir. Bu yaklaşımdan yola çıkararak farklı sektörlerde yer alan şirketleri bünyeye katarak kaynak maliyetini düşürmek etkili bir yatırım stratejisi olmaktadır. Diğer bir bakış açısı ise yapılan satın alma ve birleşme işlemi sonrası toplam varlıklardaki artış yatırımcı çekmeye ve ucuz kaynak yaratmada yardımcı bir araç olacaktır.²³

1.1.4.1.2. İşletme Sinerjisi

şirketler i  yapılarında meydana gelen ve farklı türdeki işlemleri birbiriyle uyumlu yaparak, gerekli bilgileri hızlı bir şekilde kendi aralarında transfer ederek sinerji yakalayabilmektedir. Bu işlemler neticesinde oluşabilecek maliyetler elde edilecek getirilerle kapatılmalıdır²⁴.

1.1.4.1.3. Yönetimsel Sinerji

Alıcı firmalarda görev alan yöneticilerin planlama ve inceleme konusunda gösterecekleri başarı, hedef şirketten yaratılabilecek maksimum faydanın belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Bu tarz yaratılan sinerji yönetimsel sinerjidir.²⁵

²³ Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. Strategic Management Journal, 11 (4), S. 284.

²⁴ Porter, M. E. (1985). *Technology and Competitive Advantage*. S. 62.

²⁵ Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. Strategic Management Journal, 11 (4), S. 284.

1.1.4.2. Pazar İhtiyaçlarını Karşılama

İşletme tarafından satın alma ve birleşme sonrası elde edilen yeni bilgiler ve işletmeye katılan yeni uzman görüşü, rakiplerine karşı avantaj sağlanmasını sağlamaktadır. Kazanılan yeni üretim ağı ve üretim hacmi, rakiplerden daha çok ürün üretilmesine ve pazarda üstünlük sağlamasına yardımcı olur. Kazanılan bu pazargücü, firmanın muhtemel müşterilere karşı fiyat avantajı kazanmasını sağlamaktadır²⁶.

1.1.4.3. Küreselleşme Sonucu Oluşan Gereklilikler

Farklı kültürlerdeki tüketim alışkanlıklarının değişikliği her ne kadar büyük bir bilinmezlik taşısa da şirketin satış hacmini ve müşteri portföyünü arttırmak için şirketler, birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmektedir²⁷.

²⁶ Buckley, P. J., Ghauri, P. N. (2002). International Mergers and Acquisitions: A Reader. Cengage Learning EMEA, Hampshire, S. 91.

²⁷ Galpin, T. J., Herndon, M. (2007). The Complete Guide to Mergers and Acquisitions: Process Tools to Support M&A Integration at Every Level. II. Baskı, John Wiley & Sons, Inc., San Francisco, S. 4.

1.1.4.4. Maliyetleri Kontrol Etme İhtiyacı

Finansal araçların en önemli unsurlarından biri olan paranın, şirketler için faydası olduğu kadar zararı da olabilmektedir. Alınan borç paranın gerek maliyeti gerekse doğurduğu yükümlülükler şirketler tarafından zorlayıcı olabilmektedir. Satın alma ve birleşme işlemlerindeki en büyük sebeplerden biri, mali yapısı bozuk olan firmaların işlem sonrası borçluluklarını ve kaynak maliyetini azaltma çabasıdır²⁸. Birleşme işlemi, üretim yapan şirketler için de üretim maliyetlerini azaltmak için seçenek olabilmektedir. İşlem sonrası firmaların kazandıkları değişik ürün ağırları ve çeşitliliği maliyetleri azaltmada yardımcı etkenler olarak sıralanabilir²⁹.

1.1.4.5. Ürün ve Hizmet Konusundaki Oluşan Zorunluluklar

Birleşme sonrası firmalar gerek oluşturdukları çeşitlilik ve esneklik ile ürünlerin fiyatında gerekse üretim aşamasındaki değişimleri sayesinde ulaştıkları geniş çaplı üretim ağırları ile tüketiciler için farklı ürün ve hizmetler sunabilmektedirler. Bunlarla beraber, üretim ve hizmet şirketleri, kar elde etmeyecekleri bazı görevleri, iki ayrı firma ile gerçekleştirmek yerine tek firmanın ile yaparak bu hizmetlerden belirli bir ölçüde kurtulabilmektedirler³⁰.

²⁸ Kaur, P., Kaur, G. (2010). Impact of Mergers on the Cost Efficiency of Indian Commercial Banks. Eurasian Journal of Business and Economics, 3 (5), S. 28.

²⁹ Odeck, J. (2008). The effect of mergers on efficiency and productivity of public transport services. Transportation Research Part A: Policy and Practice, 42 (4), S. 697.

³⁰ Krishnan, R. A., Joshi, S., & Krishnan, H. (2004). The influence of mergers on firms' product-mix strategies. Strategic Management Journal, 25 (6), S. 590.

1.1.4.6. Risk Çeşitlendirme ve Azaltma Durumu

Şirket yöneticileri karma birleşme stratejisini uygulayarak şirketlerindeki riski, farklı bir iş kolunda bulunan şirketle birleşerek azaltabilmektedir. Bu çeşitlendirme stratejisi, yöneticilerin iş kolu riski sonucu oluşabilecek ekonomik sıkıntılar ile çalışanların işlerine son verilme durumunun önüne geçilmek için uygulanmaktadır. Hissedarlar ise oluşan riski görece olarak düşük bu yapıya, getirilerinde oluşacak azalmayı düşünerek negatif bir bakış açısıyla yaklaşmaktadırlar³¹.

1.1.4.7. Rakiplere Üstünlük Kurma ve Yeni Teknolojik İhtiyaçlar

Geçmiş yıllara göre sürekli ve hızla değişim içinde olan teknolojik gelişmeler, firmaları değişen ekosisteme ayak uydurmaya zorunlu kılmıştır. Yeni teknolojinin finansal ve yapısal ihtiyaçlarını karşılamak için şirketler, birleşme ve satın alma işlemlerine başvurmuşlardır. Benzer finansal performanslara sahip olan şirketler, pazardaki rakiplerine üstünlük sağlamak için satın alma ve birleşme işlemlerini kullanmaktadır. İşlem sonrasında kazanılan varlıklar ve etkin çalışanlar, pazardaki rakiplerine üstünlük sağlamasında firmalara yarar sağlayabilmektedir³².

³¹ Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. The Bell Journal of Economics, 12 (2), S.615.

³² Sherman, A. J., Hart M. A., Mergers and Acquisitions from A to Z, S. 13-18.

1.1.4.8. Vergi İndirimi Sağlamak

Şirketler ve kaynak sağlayanlar, satın alma ve birleşme işlemleri sayesinde vergi ödemelerinin azalmasını beklemektedirler. Kaynak sağlayanlar, işlem sırasında alacağı veya satacağı hisse senetlerine uygulanan vergi politikasına göre, eğer vergi alınmazsa karlarını arttırabilmektedirler³³. Şirketler, işlemler sonucunda vergi sisteminden yararlanarak maliyetlerini düşürebildikleri gibi diğer vergi avantajlarını da kendi faydaları için kullanabilmektedirler³⁴.

1.1.5. Satın Alma ve Birleşme İşlemlerinin Zorlukları

Satın alma sürecinde şirketler beklemedikleri birçok sorunla karşılaşabilmektedirler. Şirketin iç yapısının etken olduğu kadar, işlem yapılan bölgelerin de etkili olduğu bu süreçte şirketler ağır yaralar alabilmektedir.

1.1.5.1. Yeni Bir Bölgeye Açılma

Satın alma ve birleşme öncesinde, hedef firmanın bulunduğu bölgedeki demografik ve ekonomik yapı gereken şekilde incelenip, muhtemel sorunlara çözüm bulunmadığı takdirde, alıcı firma para, zaman ve emek gibi birçok konuda fazladan mesai vermek zorunda kalacaktır.

³³ Auerbach, A. J., Reishus, D. (1987). The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions. National Bureau of Economic Research, S.71.

³⁴ Joash, G. O., Njangiru, M. J. (2015). The Effect of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Banks (A Survey of Commercial Banks in Kenya). International Journal of Innovative Research & Development, 4 (8), S.104.

1.1.5.2. Kültür Farklılıkları

Yatırım yapmak isteyen firmalar, muhtemel adaylarda istihdam edilen çalışanların yaşayış biçimleri, çalışma alışkanlıkları, performanslarını arttırmasına yardımcı motivasyonları, inançları ve değerleri gibi farklılıklardan dolayı gerekli sinerjiyi yakalayamayabilirler.

1.1.5.3. Üretim ve İşletme Tarzlarının Farklılığı

İki farklı yapıda yer alan şirketlerin, eskiden süre gelen üretim tarzı, yeni oluşan yapıda alıcı firmayı negatif etkileyebilmektedir. Yeni firmanın mevcut düzene alıştırılması ve şirket kimliğini kazanması için zaman ve para kaybı yaşanabilmektedir.

1.1.5.4. Yönetimsel Zorluklar

Satın alma ve birleşme sonrasında hissedarların harcadıkları paraların getirisi bekleme arzusu yöneticileri baskı altına alabilmektedir. Yöneticiler, işlem sonrasında yeni bir pazara girmenin zorluklarını yaşadıkları gibi, hedef firmanın mali dengesini de sağlamak için büyük bir çaba göstermek zorunda kalmaktadır³⁵.

1.1.6. Dünya Çapında Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlemleri

Global ekonomilerde birçok şirket hem yurtiçi hem de yurtdışındaki rakipleriyle mücadele vermek zorunda kalmaktadır. Bu mücadelede şirketler, kaynak yaratmak veya başka pazarlara açılmak için birleşme ve satın alma işlemleri uygulamaktadır³⁶. Tablo 1’de özetlenen verilerde dünyada şu zamana kadar gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemlerinin en büyük hacimlileri yer almaktadır.

³⁵ Pritchett P. (1997). After the Merger: The Authoritative Guide for Integration Success, S. 7-15.

³⁶ DiGeorgio, R. (2002). Making mergers and acquisitions work: What we know and don’t know – Part I. Journal of Change Management, 3 (2), S.135.

**Tablo 1: Dünya Çapında Gerçekleşmiş En Büyük 10 İşlem (milyar dolar (\$)
cinsinden**

Sıralama	Yıl	Satın Alan Şirket	Hedef Şirket	İşlemin Değeri
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	Shareholders (Spin off)	Philip Morris Intl Inc	107,6
5	2015	Anheuser-Busch Inbev SA/NV	SABMiller PLC	101,5
6	2007	RFS Holdings BV	ABN-AMRO Holding NV	98,2
7	1999	Pfizer Inc	Warner-Lambert Co	89,6
8	2017	Walt Disney Co	21st Century Fox Inc	84,2
9	2016	AT&T Inc	Time Warner Inc	79,4
10	2019	Bristol-Myers Squibb Co	Celgene Corp	79,4

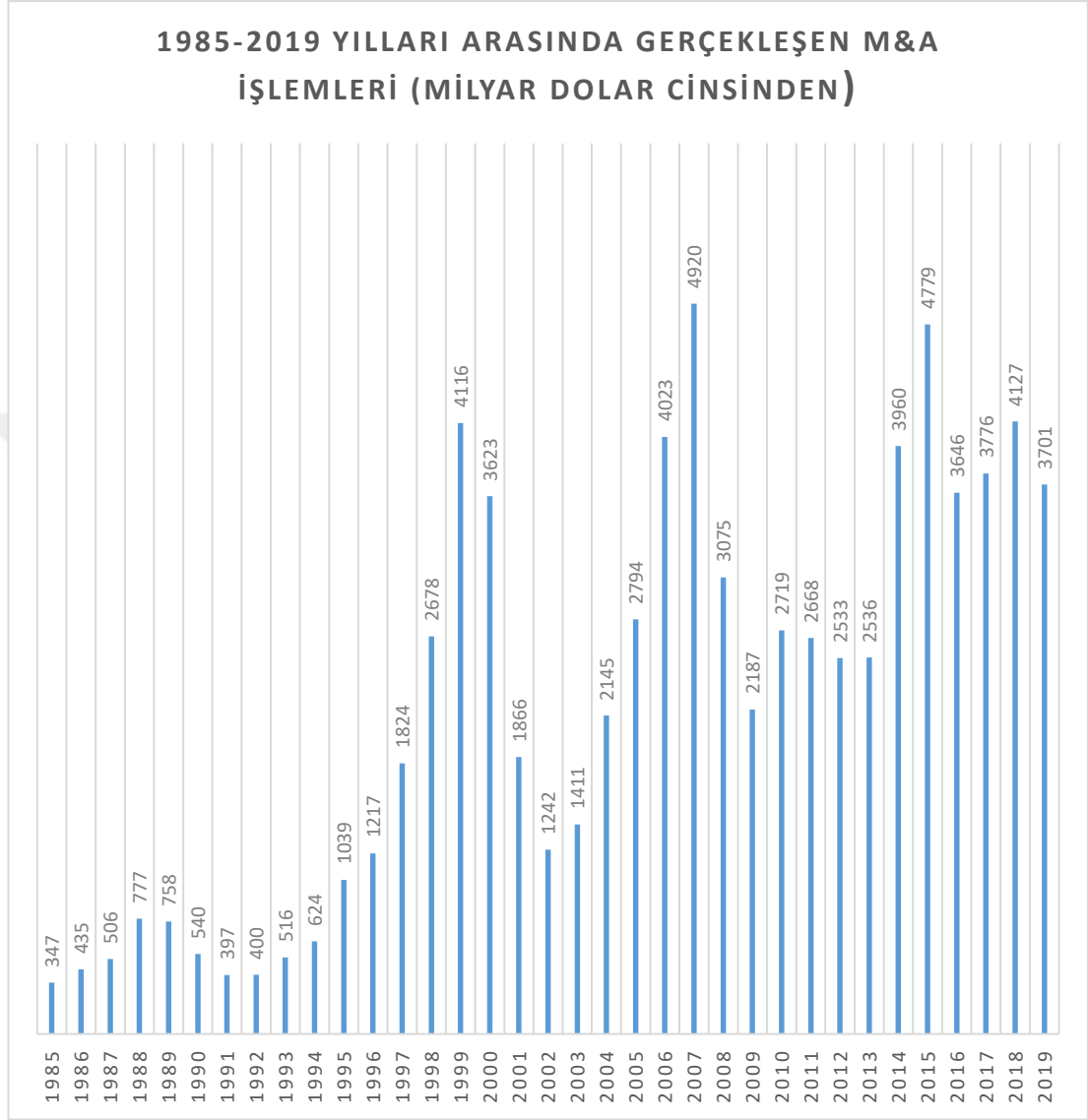
Dünya çapında gerçekleşen en büyük on birleşme ve satın alma işleminin altısı Kuzey Amerika'da gerçekleşmiştir. Geriye kalan dört işlem ise Avrupa kıtasında gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemleridir³⁷. Dünya çapında gerçekleşen işlemlerin mihenk taşı olarak, 1999 yılında gerçekleşen Vodafone'nun Mannesmann'ı alması gösterilmektedir. Kayda geçen en büyük işlem hacminin yakalandığı bu işlemi ise American Online'ın Time Warner'ı alması izlemiştir. Aynı beş haftayı takip eden süreçte dünyada toplam 500 milyar dolarlık satın alma ve birleşme işlemi yapılmıştır³⁸.



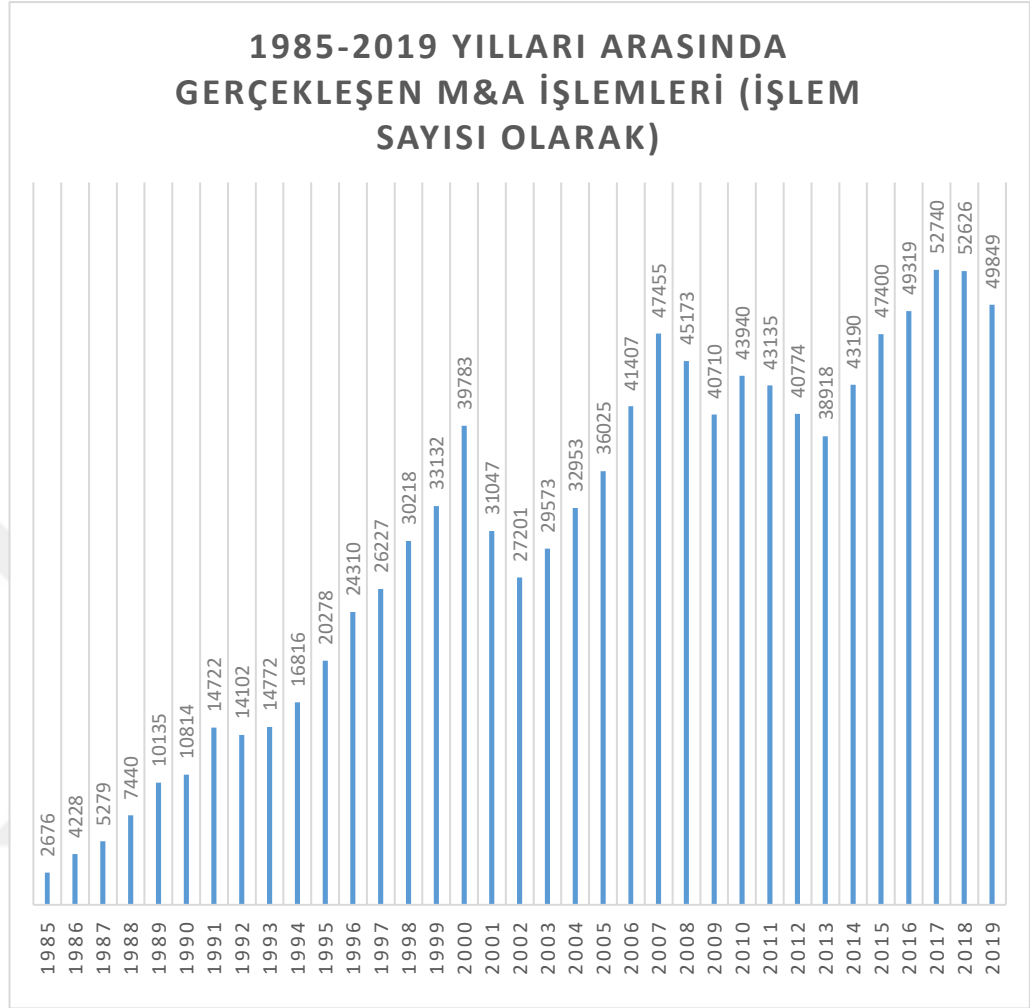
³⁷ Largest M&A Transactions Worldwide, IMAA analysis ; <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/#Mergers-Acquisitions-Worldwide>

³⁸ Pryor, F. L. (2001). Dimensions of the Worldwide Merger Boom. Journal of Economic Issues, 35 (4), S. 825.

Tablo 2: 1985-2019 Yılları arasında gerçekleşen M&A işlemleri



Tablo 3: 1985-2019 yıllarında gerçekleşen M&A işlem sayısı



Tablo 2 ve Tablo 3'te 1985 yılından başlayıp 2019 yılında biten süreçte dünyada gerçekleşmiş bütün satın alma işlemleriyle ilgili bilgiler yer almaktadır. 1989 yılından başlayıp 1993'e kadar süren süreçte, satın alma ve birleşme işlemlerinin sayısında düşüşler dikkat çekici olmasa bile işlem hacmi açısından düşüş yaşanmıştır. Düşüşlerin ardında 1999 yılına kadar, işlem hacmi ve sayısında büyük artışlar yaşanmıştır ancak Tablo 2'de görüldüğü gibi, 1999 yılından 4 trilyon 116 milyar Dolarlık işlem hacmi 2002 yılında 1 trilyon 242 milyar Dolar'a kadar gerileme göstermiştir. Tablo 3'de 2000 yılındaki dikkat çekici işlem artışı olmasına rağmen, ilerleyen yıllarda benzer bir trend yakalanamıştır. Bu kriz sürecinde, ABD'de faiz oranları %6,5'dan %1'e kadar gerilemiştir. Benzer bir düşüş 2008 yılında gerçekleşen krizin de etkisiyle tekrar yaşanış ve etkileri uzun süre devam etmiştir. 2019 yılına gelinceye kadar 2008'in yarattığı benzer düşüşler gözlenmemiştir³⁹.

³⁹ Szmigiera, M. (2020). Value of M&A transactions globally. The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), <https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/>

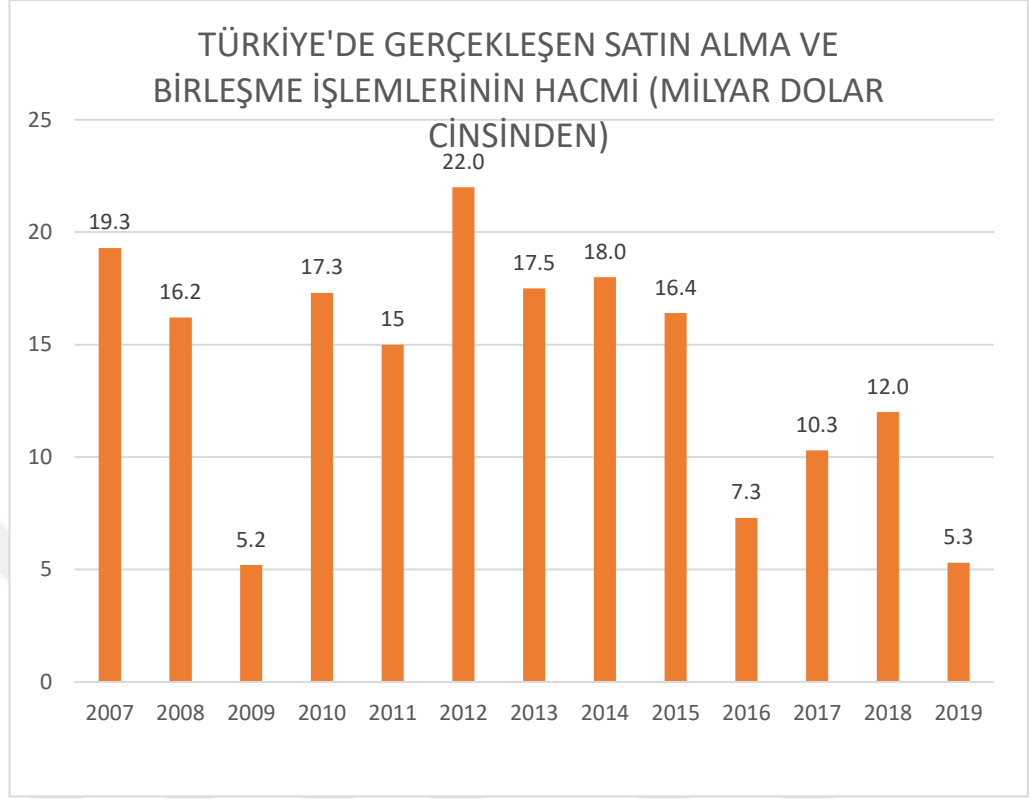
1.1.7. Türkiye’de Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlemleri

1990’larda başlayan küreselleşmeyle beraber, dünyadaki büyük şirketler yeni pazarlara açılma ihtiyacı duymuşlardır. Bu amaçla büyük ölçekli şirketler, gelişmiş ülkelerde pazar arayışına girdikleri gibi, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde de pazar arayışına girmişlerdir. Genç nüfus oranı, müşteri portföyü, hammadde potansiyeli ve ucuz işçilik gibi etkenler, Türkiye’yi yabancı yatırımcılar için satın alma ve birleşme işlemlerine uygun bir ortama çevirmiştir⁴⁰.

Tablo 4, Tablo 5 ve Tablo 6’da Türkiye’de gerçekleşmiş olan satın alma ve birleşme işlemleriyle ilgili bir takım veriler özetlenmiştir.

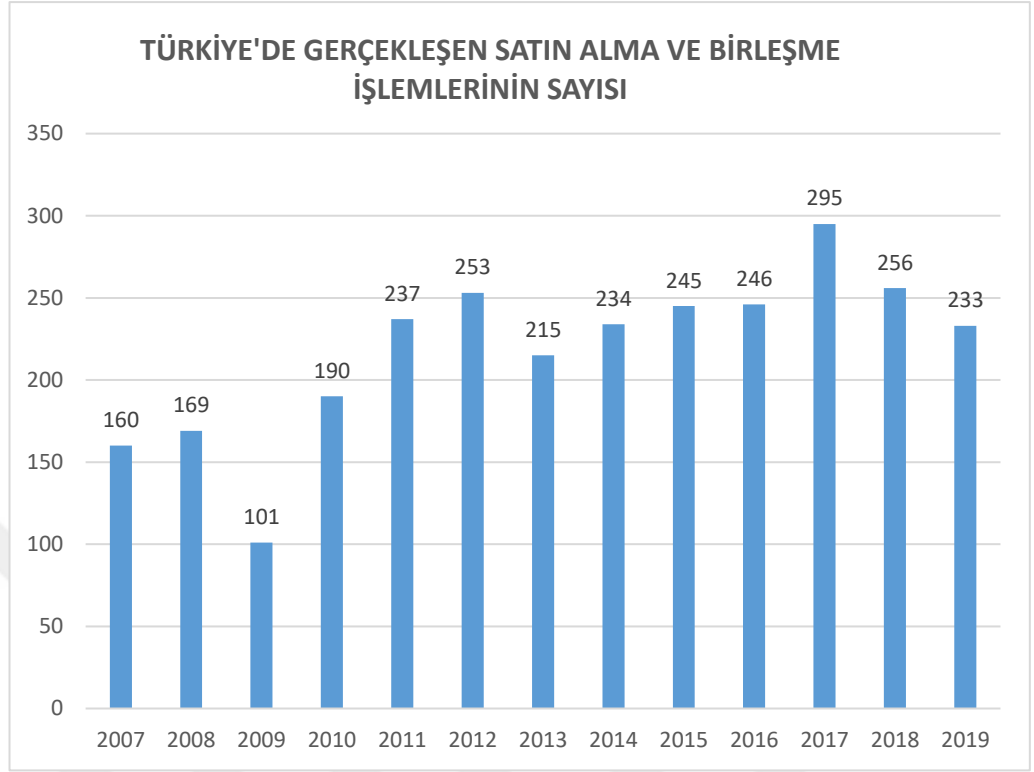
⁴⁰ Akdoğu, E. (2011). Türkiye’de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo. Muhasebe ve Finansman Dergisi, S. 138-139.

Tablo 4: Türkiye’de Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlem Hacmi⁴¹

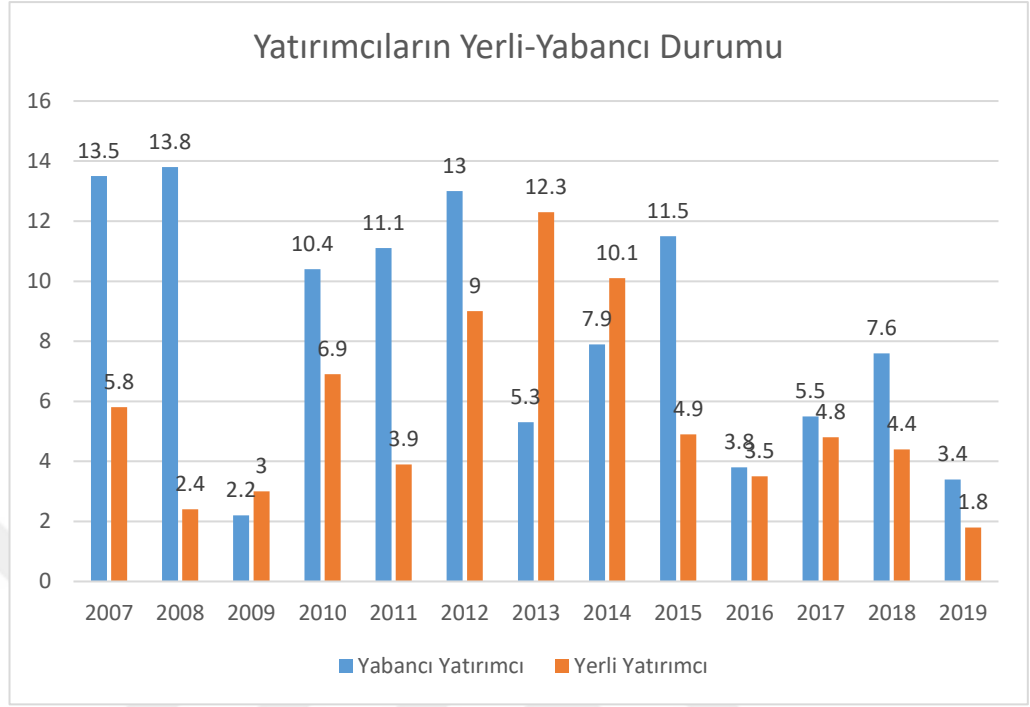


⁴¹ Deloitte Annual Turkish M&A Review 2017-2018-2019,
<https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/topics/merger-and-acquisition-services.html>

Tablo 5: Türkiye’de Gerçekleşen Satın Alma ve Birleşme İşlem Sayısı



Tablo 6: M&A İşlemlerini Yapan Şirketlerin Uyuğu



Tablo 4 ve Tablo 5’de yer alan verilerden anlaşılaçağı üzere, 2008 yılında ABD’de başlayan kriz tüm dünyada olduğı gibi Türkiye’de de satın alma ve birleşme işlemlerinin hacmini olumsuz yönde etkilemiştir. 2009 yılında, hem işlem miktarı hem de işlem hacmi düşmüştür. Tablo 6’da görüldüğü üzere yabancı yatırımcılar, ilgilerini Türkiye’den çekmiş ve yerli yatırımcılar üstünlük sağlamışlardır. Krizden sonra toplam işlem hacmi belirgin bir değişim yaşamadan çizgisini korumuştur ancak 2016 yılında büyük bir düşüş yaşamıştır. Makroekonomik risk unsurları, iç siyaset ve bölgesel sorunlar Türkiye’deki bu düşüşe neden olmuştur⁴². Tablo 5’de görüldüğü üzere işlem sayısı olarak büyük değişiklikler olmasa bile 2016 yılında büyük çaplı birleşmeler yapılmamaya başlanmıştır. Tablo 6’daki verilerden net bir şekilde anlaşıldığı üzere satın alma ve birleşme işlemlerinin azaldığı zamanlar Türk ve yabancı yatırımcıların işlem hacimleri birbirine yakınsamaktadır. En son senede yani 2019’da yatırımlar 2009’dan bu yana en düşük seviyesine gerilemiştir. Dış siyasetteki tartışmalar, Suriye sorunu, dövizin Türk lirası karşısındaki değer artışı bu trende sebebiyet vermiştir.⁴³

⁴² Deloitte Annual Turkish M&A Review 2016, <https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/topics/merger-and-acquisition-services.html>

⁴³ EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri - 2019 Raporu, [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-birlesme-satin-alma-islemleri-2019-raporu-m-and-a-2019/\\$File/EY-MA-Raporu-Turkiye-2019.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-birlesme-satin-alma-islemleri-2019-raporu-m-and-a-2019/$File/EY-MA-Raporu-Turkiye-2019.pdf)

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL ORAN ANALİZİNİN TARİHÇESİ

2.1. FİNANSAL ORANLARIN KEŞFİ VE KULLANIMI

Finansal oranlar her ne kadar kısa bir süredir hayatımızda olsa bile aslında kökeni M.Ö. 300'e dayanmaktadır. Euclid'in 5. Kitabı'nda finansal oranlardan açıkça bahsedilmiş, bununla beraber etkin bir şekilde kullanılmamıştır. Etkin bir şekilde kullanılmaya ise Amerika Birleşik Devletleri'nde, 19. Yüzyılın sonlarında başlanmıştır. Birçok şirket, oluşan ihtiyaçlardan dolayı finansal faaliyetlerini profesyonellere teslim etmiştir ve bu ekonomilerde finansal yönetimin gücünün arttığının ilk habercisi olmuştur⁴⁴.

ABD'de bireylerin ve şirketlerin yatırım yaparken firma hakkında bilgi edinme ihtiyacını karşılamak, firmaların finansal faaliyetleri ve operasyonlarının verimliliğini ölçümlemek için finansal oranlar geliştirilmiştir. 19. yüzyılda bile izleri gözlemlenen bu metot, başlarda sadece kısa dönem faaliyetleri için kullanılmıştır ancak yaygınlaşması 20. Yüzyılın başında, 1920 yıllarında olmuştur. Birçok tüzel ve gerçek kişinin, finansal oranları kullanması ekonomide çığır açan bir gelişme olmuştur⁴⁵.

Gelişen teknoloji ağı ve talep, dünyanın birçok yerinden istenilen her bölgedeki hizmete ulaşma arzusu doğurmuştur. Şirketler bu talepleri karşılamak için güçlü üretim ve tedarik ağı kadar, güçlü bir finansal yapıya da ihtiyaç duyarlar. Bu ihtiyaç, kişilere finansal oranların önemini her geçen gün daha da fazla kanıtlamıştır. Finansal oranların uygulanması, müşterilere kesintisiz hizmetin yanı sıra gelecekteki büyüme, üretim hedefleri gibi konularda da ışık tutacaktır⁴⁶.

⁴⁴ Horrigan, J. O. (1968). A Short History of Financial Ratio Analysis. The Accounting Review, 43 (2), S. 284.

⁴⁵ Horrigan, J. O. (1965). Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis. The Accounting Review, 40 (3), S. 558.

⁴⁶ Courtis, J. K. (1978). Modelling a Financial Ratios Categorical Framework. Journal of Business Finance & Accounting, 5 (4), S. 371.

Genellikle finansal oranlar 2 temel araç adı altında kullanılmıştır. İlk zamanlarında büyük çaplı kullanımlar yerine, şirketlerin kendi aralarında birbirlerini mukayese etmelerine yardım etmiştir. İkinci kullanımı güncel verileri bugünün ihtiyaçlarından ziyade gelecekte olabilecek değişimleri, yenilikleri veya ihtiyaçları tespit etmek için kullanmıştır⁴⁷.



⁴⁷ Smith, P. (1990). Data envelopment analysis applied to financial statements. Omega, 18 (2), S. 131.

2.1.1. FİNANSAL ORANLAR

Finansal oranlar, günümüz ekonomi dünyasını kapsayan herkes için çok önemli bir araçtır. Kurumların ve bireylerin finansal durumları ve performansları hakkında tanı koyabilme seçeneği sunmaktadır⁴⁸.

Şirketler, finansal oranları birçok amaç için kullanmaktadır. Satın alma, birleşme veya hisse senedi çıkarırken ilk fiyatı belirleme gibi işlemler için gerekli olan, değerlendirme işlemi, mevcut borçlarını ödeyebilme kapasitesi gibi önemli bilgilere ulaşılmasına yardım etmektedir⁴⁹.

2.1.1.1. LİKİTİDE ORANLARI

Likidite oranları firmaların kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün hesaplanmasında kullanılır. Bu ölçümler şirketlerin büyüme amaçlı yaptıkları satın alma işlemleri için finansal durumunu ortaya koyduğu gibi, temel amacı borç ödeme zamanı geldiğinde şirketin mali gücünü ölçmektir⁵⁰.

⁴⁸ Chen, K. H., Shimerda, T. A. (1981). An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios. Financial Management, 10 (1), S. 51.

⁴⁹ Barnes, P. (1987). The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article. Journal of Business Finance & Accounting, 14 (4), S. 449.

⁵⁰ Michael, R., Pizzica, A. J., LLC, PENHAGENCO (2015). Financial Ratios for Executives: How to Assess Company Strength, Fix Problems, and Make Better Decisions, Apress, New York, S. 3.

2.1.1.1.1. Cari Oran

Literatürde cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilmesi olarak açıklanmaktadır. Cari oran, şirketlerin kısa vadeli yükümlülüklerini, likide en hızlı dönüştürülebilen değerleriyle karşılayabilme gücünü ölçmektedir. Eğer oran 1'den fazla ise bu şirketin likiditesinin yüksek olduğunu gösterir.⁵¹ Diğer yandan Cari Oran, firmanın varlıklarının ne kadarının kısa vadeli kaynaklar ile finanse edildiğinin de bir göstergesidir.

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

2.1.1.1.2. Asit-Test Oranı

Asit – test oranı, mevcut hammadde, yarı mamül ve mamül stoklarını eritmeden dönen varlıkların, kısa vadeli borçları karşılayabilme gücüdür. Stokların nakde dönüştürülmesi, diğer cari varlıklardan daha zor olduğu düşünüldüğü için bu oran ortaya çıkmıştır. Kimya sektörü gibi stoklarda yaşanacak toplu kayıplar için asit-test oranı önemli bir göstergedir. Örneğin Dupont şirketi 2017 yılı sonu itibariyle yüksek stok değerlerine sahip iken 2018 yılında %75'e yakın stok kaybı yaşaması gibi yaşanabilecek olaylar hem asit-test oranını hem de cari oranı etkileyebilmektedir.⁵² Buna benzer gibi durumlarda sonucunda stok değeri 0 veya 0'a yakın olur ise asit-test oranı hesaplanmamaktadır.⁵³

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

⁵¹ Buffett, M., Clark D. (2008) Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage. Scribner, New York, S. 87-88.

⁵² DuPont de Nemours Inc. Finansal Tablolar. <https://www.wsj.com/market-data/quotes/DD/financials/annual/balance-sheet>

⁵³ Ciaran, W. (2006). Key Management Ratios, The clearest guide to the critical numbers that drive your business. IV. Baskı, Pearson Education, London, S. 116.

2.1.1.1.3. Nakit Oranı

Nakit oranı, şirketin dönen varlıklarında nakde çevirebileceği her kalem çıkartıp sadece nakit ve nakit benzerleriyle (hazır değerler) kısa vadeli yükümlülüklerini ödeyebilmesini ölçmektedir. Nakit ve nakit benzerleri kasa, çekler, bankalar, banka garantili kar alacakları, tahvil gibi menkul kıymetleri kapsamaktadır⁵⁴.

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Nakit+Nakit Benzerleri}}{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}$$

2.1.1.2. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları yardımı ile yapılacak analizler şirketin yatırım etkinliğinin saptanması için önemli bir araç olmaktadır. Stok yönetimini, borç ve alacakların takibini esas alan faaliyet oranları, şirketlerin üretim, tahsilat gibi alanlarda ne kadar iyi işlediğini anlamamızı sağlamaktadır⁵⁵.

⁵⁴ Ris Michael, R., Pizzica, A. J., LLC, PENHAGENCO (2015). Financial Ratios for Executives_ How to Assess Company Strength, Fix Problems, and Make Better Decisions-Apress, S.26.

⁵⁵ Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, M. L. (1999). Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases, II. Baskı, Southwestern Pub Co., S. 327-328.

2.1.1.2.1. Alacak Devir Hızı

Alacak devir hızı, şirketin alacaklarını bir dönemde kaç kere tahsil ettiğini ölçmektedir. Eğer oran yüksek olursa şirketin etkili bir şekilde borçlarını tahsil ettiği ve likiditesinin fazla olduğu ortaya çıkmaktadır⁵⁶.

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

$$\text{Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{\text{Ticari Alacaklar}}{\text{Satışlar} \div 365}$$

2.1.1.2.2. Stok Devir Hızı

Stok devir hızı, şirketlerin yıl başı ve sonu baz alınarak bulunan ortalama mal stokları değerinin, satılan malın maliyetine oranlanmasıyla bulunmaktadır. Bu oranın yüksek çıkması şirketlerin ellerindeki malları nakde çevirme gücünün yüksek olduğunu ve stoklardaki ürünlerde eskime görülmediğini ortaya koymuştur⁵⁷.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

$$\text{Ortalama Stoklar} = \frac{\text{Dönem Başı Stok} + \text{Dönem Sonu Stok}}{2}$$

$$\text{Stok Elde Kalış Süresi} = \frac{365}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

⁵⁶ Ablanedo-Rosas, J. H., Gao, H., Zheng, X., Alidaee, B., & Wang, H. (2010). A study of the relative efficiency of Chinese ports: a financial ratio-based data envelopment analysis approach. Expert Systems, 27 (5), S. 354.

⁵⁷ Besley, S., Brigham, E. F. (2008). Essentials of Managerial Finance, IV Baskı, Thomson South-Western, Ohio, S. 54-55.

2.1.1.2.3. Ticari Borçlar Devir Hızı

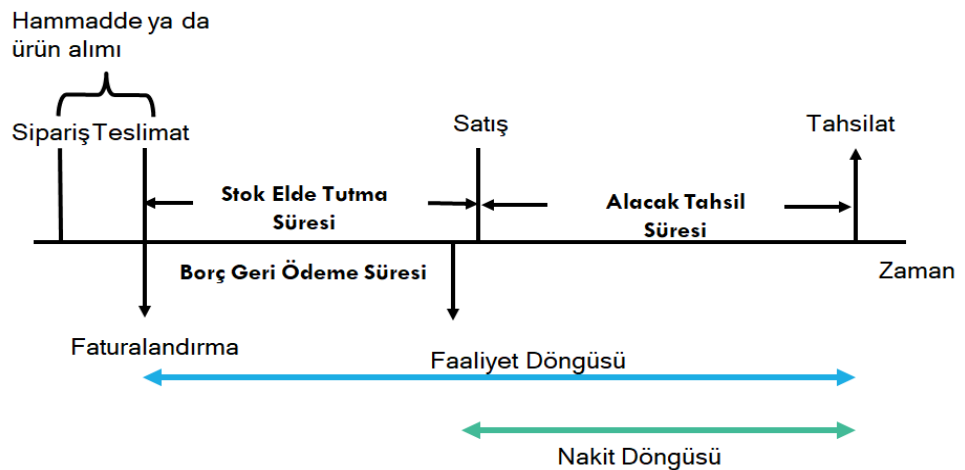
Ticari borçların devir hızı, satışlardan kaynaklı oluşan mal alım giderlerinin, ödenmesi gereken borçlara oranıyla hesaplanmaktadır. Bu oran, şirketin tedarikçilere karşı oluşturduğu pazarlık gücünü göstermektedir. Oranın düşüş göstermesi kurumlar için fayda sağlamaktadır⁵⁸.

$$\text{Ticari Borç Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Ticari Borçlar}}$$

$$\text{Ticari Borç Geri Ödeme Süresi} = \frac{\text{Ticari Borçlar} \times 365}{\text{Satılan Malın Maliyeti}}$$

Faaliyet oranlarının iyi bir şekilde gözlemlenebilmesi için çalışma sermayesi döngüsünün parçaları olan faaliyet ve nakit döngüsü incelenmelidir:

Faaliyet döngüsü, şirketin hammadde stoklarına ulaştığı andan alacaklarını tahsil ettiği ana kadarki süreyi belirtmektedir. Nakit döngüsü ise stok alımından dolayı oluşan borçların ödenmesinden alacakların tahsil edildiği süreye kadar geçen zamandır. Faaliyet döngüsü alacak tahsil süresi ve stok devir süresinden oluşurken nakit döngüsü, faaliyet döngüsünün borç ödeme süresi dışındaki bileşenlerini kapsamaktadır⁵⁹.



⁵⁸ Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, M. L. (1999). Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases, II Baskı, S. 333.

⁵⁹ Aydın N., Şen M., Berk N. (2012). Finansal Yönetim-1. I. Baskı, S. 178.

2.1.1.2.4. Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı

Maddi duran varlıklar devir hızı oranı, şirketlerin sabit varlıklarından yararlanma yeteneğini göstermektedir. Yapılan uzun vadeli maddi duran varlık yatırımlarının satışlar bazında ne kadar geri dönüşü olduğunu anlatmaktadır⁶⁰.

$$\text{Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Sabit Varlıklar}}$$

2.1.1.2.5. Aktif Devir Hızı

Aktif devir hızı, şirketlerin varlıklarını ne kadar etkili kullandığını anlatan önemli bir orandır. Şirketin satış gücünün baz alındığı bu oranda yüksek fiyat politikası izleyen şirketler yüksek devir hızına sahip olurken, düşük fiyatlılar ise düşük devir hızına sahip olmaktadır. Aktif devir hızı ne kadar artış gösterir ise şirketin ekonomik ve performansı o kadar iyi olmaktadır⁶¹.

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

$$\text{Ortalama Varlıklar} = (\text{Dönem Başı Varlıklar} + \text{Dönem Sonu Varlıklar}) \div$$

2

⁶⁰ Aydın N., Şen M., Berk N. (2012). Finansal Yönetim-1. TC. Anadolu Üniversitesi, 1. Baskı, Yayın No: 2577 Açık Öğretim Fakültesi Yayını No: 1547, Eskişehir, S. 95.

⁶¹ Ablanado-Rosas, J. H., Gao, H., Zheng, X., Alidaee, B., & Wang, H. (2010). A study of the relative efficiency of Chinese ports: a financial ratio-based data envelopment analysis approach. S. 353-354.

2.1.1.2.6. Özsermaye Devir Hızı

Özsermaye devir hızı, şirketlerin yaptıkları esas faaliyetlerin, yani satışların ne kadarını kendi kaynaklarıyla finanse ettiğini göstermektedir. Bu oranının yüksekliği çok düşük miktarda iç kaynakla çok satış yapıldığını, ancak başka bir bakış açısıyla çok fazla yabancı kaynakla beslenip borçlandığını anlatmaktadır⁶².

$$\text{Özsermaye Devir Hızı} = \frac{\text{Satışlar}}{\text{Ortalama Özsermaye}}$$

$$\text{Ortalama Özsermaye} = \frac{(\text{Dönem Başı Özsermaye} + \text{Dönem Sonu Özsermaye})}{2}$$

⁶² Topak, M. S. (2019). Finansal Tablolar Analizi, Yayınlanmamış Ders Notu, Oran Analizi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, S.245. Erişim adresi:
http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/ekonometri_ue/finansaltablolaranalizi.pdf

2.1.1.3. Karlılık Oranları

Karlılık oranları, şirket içi politika belirleyicilerinin aldıkları borç, kaynak ve varlık yönetimi ilgili kararların anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Karlılık oranları, varlıkların kullanımında, alınan borçların düzenli karşılığının bulunmasında ve nakit para yaratma gücü konusunda birçok bilgi sunmaktadır⁶³.

2.1.1.3.1. Satış Karlılıkları ile İlgili Oranlar

Satış karlılıkları ile ilgili oranlarda şirketin elinde bulundurduklarını değerlendirebilme kapasitelerini ölçmektedir. Bu kapasite kullanımı gelecekte şirkete operasyonel olarak zarar vermemesi gerektiği gibi mevcut zamanda makina ve işçilerin senkronize çalışmalarıyla mümkün olmaktadır⁶⁴.

2.1.1.3.1.1. Brüt Kar Marjı

Brüt Kar, satışlar sonucunda ortaya çıkan giderlerin satışlardan eksilmesiyle hesaplanmaktadır. Bu oran, üretim maliyetlerinin ne kadar kontrol altında olduğunu ve üretilen ürün için fiyat biçme politikasının doğru olup olmadığını göstermektedir. Çıkan sonuç satış işlemi ve bileşeni tamamlandıktan sonra şirketin ne kadar kar elde ettiğini hesaplamak için satışlara bölünmektedir⁶⁵.

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

⁶³ Besley, S., Brigham, E. F. (2008). Essentials of Managerial Finance, IV. Baskı, S. 59.

⁶⁴ Bull, R. (2008). Financial Ratios: How to use financial ratios to maximise value and success for your business. CIMA, Burlington, S. 64-65.

⁶⁵ Aydın N., Şen M., Berk N. (2012). Finansal Yönetim-1. TC. Anadolu Üniversitesi, I. Baskı, S. 99.

2.1.1.3.1.2. Faaliyet Kar Marjı

Şirketin operasyonel maliyetlerini satışlardan çıkarıldığı zaman faaliyet karı bulunmaktadır. Faaliyetleri esnasında yapılan harcamalar azalma gösterdikçe faaliyet kâr marjı yükselme göstermektedir. Faaliyet kar marjı, finansal faaliyetler dahil edilmeden işletme karlılığını ölçmektedir. Faiz vergi öncesi karın satışlara bölünmesiyle hesaplanmaktadır.⁶⁶.

$$\text{Faaliyet Kar Marjı} = \frac{\text{Faaliyet Karı (Faiz Vergi Öncesi Kar)}}{\text{Satışlar}}$$

2.1.1.3.1.3. Net kâr marjı

Vergiden sonra elde edilen kârı esas alan net kâr marjı, satılan her ürün sonucundaki kazancı göstermektedir.⁶⁷.

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

2.1.1.3.2. Aktif Karlılığı

Toplam varlıklar şirketler için her zaman hayati öneme sahip olmuştur ve şirketlerin bu varlıkları en etkili şekilde kullanması gerekmektedir. Şirketlerin verimliliklerini hesaplamak için varlık karlılıkları önemli bir araç olup net karla varlıkların oranı sonucu hesaplanmaktadır.⁶⁸.

$$\text{Aktif Karlılığı} = \frac{\text{Vergi Sonrası Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

⁶⁶ Graham, B., Meredith, S. B. (1998). The Interpretation of Financial Statements, Harper&Row Publishers, Inc., New York, S.83.

⁶⁷ Martani, D., Mulyono, Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. Chinese Business Review, 8 (6), S. 49-50.

⁶⁸ Buffett, M., Clark D. (2008) Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage. S. 104-105.

2.1.1.3.3. Özsermaye Karlılığı

Finansal oranlar içinde en önemlilerden olan özsermaye karlılığı, özsermayedarların yatırımları sonucunda şirketin ne kadar kar elde ettiğini göstermektedir. Şirketin bağlı olduğu sektördeki başarısını da gösteren özsermaye karlılığı ne kadar yüksek bir değer alırsa, şirket ve hissedarlar için o kadar iyi bir tablo ortaya çıkmaktadır çünkü özsermayedarların kaynaklarından yaratılan yüksek kar oranı şirketin borçlanma ihtiyacını azaltacak veya ihtiyaç halinde ucuz kaynak bulma imkanı sağlayacaktır⁶⁹.

$$\text{Özsermaye Karlılığı} = \frac{\text{Vergi Sonrası Net Kar}}{\text{Özsermaye}}$$

Dupond oranı, özsermaye karlılık oranı üç farklı bileşenine ayırmaktadır. Bu ayırım sayesinde aynı özsermaye karlılığına sahip olmasına rağmen aktif devir hızı, net kar marjı gibi göstergeler şirketlerin farklı yönetim ve işleyiş stratejisini göstermektedir. Bu oranlar şirketin aktiflerini kullanma performanslarını ölçmektedir ve özkaynak çarpanıyla çarpımları sonucu özsermaye karlılığı bulunmaktadır. Bu bileşenlerin artışı veya azalışı beraber incelendiğinde özsermaye karlılığının artmasına katkıda bulunacaktır⁷⁰.

$$\text{Özsermaye Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlık}} \times \frac{\text{Toplam Varlık}}{\text{Özsermaye}}$$

⁶⁹ Ablanado-Rosas, J. H., Gao, H., Zheng, X., Alidaee, B., & Wang, H. (2010). A study of the relative efficiency of Chinese ports: a financial ratio-based data envelopment analysis approach. S. 353.

⁷⁰ Michael, R., Pizzica, A. J., LLC, PENHAGENCO (2015). Financial Ratios for Executives: How to Assess Company Strength, Fix Problems, and Make Better Decisions. S.46

2.1.1.4. Kaldıraç Oranları

Kaldıraç oranları şirketin borçlanma politikasını yansıtmaktadır. Şirketler, hissedarlar tarafında finanse edilmenin yanı sıra çoğu zaman borçlanmayı tercih etmişlerdir. Şirketler, borçlanmayı vergi avantajı sağlamak ve daha ucuz maliyetli kaynak bulmak gibi sebeplerden tercih etseler bile belirli oranın üzerinde borçlanmak, artan finansal risk nedeni ile şirketlere çok büyük maliyet oluşturabilmektedir. Bu denge kaldıraç oranları sayesinde takip edilebilmektedir⁷¹.

2.1.1.4.1. Borç Oranı

Borç oranı, şirketlerin kısa ve uzun vadede aldıkları borçlarla yapılan duran ve dönen varlık yatırımların durumunu göstermektedir. Şirketin aldığı ödünç paralarla ne kadar etkili varlık yatırımı yaptığını ölçen bir orandır⁷². Başka bir ifade ile şirketin yapmış olduğu varlık yatırımlarının ne kadarının borç ile finanse edildiğini gösterir.

$$\text{Borç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

2.1.1.4.2. Özsermaye Oranı

Özsermaye oranı, ekonomik değişimlerinden kaynaklı oluşabilecek negatif tepkilere karşı, şirketin durumunu anlatan etkili bir orandır. Oran yükseldikçe şirketin olabilecek komplikasyonlara karşı savunma kapasitesi artmaktadır. Borç oranı ile ters korelasyona sahip olan özsermaye oranı, borç kullanmadan elde bulunan varlıkların ne kadarının özsermayelerce karşılandığını gösterir.⁷³.

$$\text{Özsermaye Oranı} = \frac{\text{Özsermaye}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

⁷¹ Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, M. L. (1999). Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases, II. Baskı. S. 332.

⁷² Titman, S., Keown, A. J., Martin, J. D. (2018). Financial Management: Principles and Applications, XIII. Baskı, Pearson Education Limited, London, S. 121.

⁷³ Rex Malcolm King, R. M. (1950). Analysis and Use of Selected Financial Ratios as Guides to Management Policies and Practices of Michigan Cooperatives, ProQuest, Michigan, S. 17.

2.1.1.4.3. Borç-Özsermaye Oranı

Borç-Özsermaye oranı, şirkete yatırım yapan özsermayedarların sağladığı kaynakların, alınan uzun ve kısa vadeli borçların toplamına oranlanmasıyla elde edilir. Genellikle uzun vadeli borçların ağırlıklı olduğu pay kısmı, bu hesaplanmada kullanılmaktadır⁷⁴.

$$\text{Borç-Sermaye Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Özsermaye}}$$

2.1.1.4.4. Faiz Karşılama Oranı

Faiz karşılama oranı, şirketin faaliyetlerinden yarattığı karın borçlardan kaynaklı oluşan faiz giderlerini ödeyebilme kapasitesini belirlemektedir. Bu yükümlülükleri yerine getiremeyen kurumlar, başta iflas olmak üzere birçok sorunla karşı karşıya gelmektedir⁷⁵.

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{Faiz Giderleri}}$$

2.1.1.4.5. Kısa Vadeli Borç-Toplam Borç Oranı

Kısa vadeli borçlar-Toplam Borç Oranı, şirketlerin borçlanma stratejisini gösteren önemli bir göstergedir. Kısa vadeli yükümlülükler vadesi kısa süreli olduğu için şirket için ödeme riski oluşturmakta ve finansal dengesini bozmaktadır. Bu oran arttıkça şirketin riski artmakta ve kaynak maliyeti artmaktadır.

$$\text{Kısa Vadeli Borç-Toplam Borç Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yükümlülükler}}{\text{Toplam Borç}}$$

⁷⁴ Aydın N., Şen M., Berk N. (2012). Finansal Yönetim-1. TC. Anadolu Üniversitesi, I. Baskı, S. 97.

⁷⁵ Besley, S., Brigham, E. F. (2008). Essentials of Managerial Finance, IV. Baskı, S. 58.

2.1.1.4.6. Finansal Borç-Aktifler Oranı

Finansal borç-Aktifler oranı, şirketlerin sahip oldukları kaynakların ne kadarlık kısmının finansal borçları olduğunu belirlemek için kullanılmaktadır. Faiz giderlerinin giderek artması, şirketlerin risklerini arttırmalarına ve faiz sonrası giderlerinde azalma görülmesine sebep olmaktadır.

$$\text{Finansal Borç-Aktifler Oranı} = \frac{\text{Uzun Vadeli F.B.} + \text{Kısa Vadeli F.B.}}{\text{Toplam Aktifler}}$$



2.1.1.5. Piyasa Değeri Oranları

2.1.1.5.1. Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı

Hisse senetlerinin fiyatı, yatırımcıların yatırım yapıp yapmayacağını belirleyen en önemli unsur olmaktadır. Piyasa tarafından arz ve talebe göre belirlenen hisse senedi fiyatının uygun olduğuna karar veren yatırımcılar, gelecek bir zamanda kar elde etme amacıyla bu kâğıda yatırımda bulunmak isteyeceklerdir.⁷⁶

2.1.1.5.2. Fiyat / Kazanç Oranı

Fiyat – Kazanç oranı, yatırımcıların elde edecekleri muhtemel kar için hisse senetlerine ne kadar ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır. Yüksek F/K oranı yatırımcılar için daha düşük risk ve daha büyük büyüme beklentisi teşkil ettiği için tercih edilebilmektedir.⁷⁷.. F/K oranı yüksek olan şirketler fonlanma ihtiyaçlarını yüksek bir değerden sağlama imkanı bulduğu gibi başka bir şirket tarafından ele geçirilme olasılığını azaltmaktadır⁷⁸. Diğer yandan F/K oranının yüksekliği fiyatlamada yaşanan yüksek volatilité riskinden dolayı şirketlerin olması gerektiğinden fazla primlendiğı izlenimini oluşturmaktadır⁷⁹.

$$\text{Fiyat / Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Fiyatı}}{\text{Pay Başına Net Kar}}$$

⁷⁶ Palat, P. (2016). Fundamental Analysis for Investors: How to make profits in the stock market steadily and consistently. IV. Baskı, Vision Books Pvt. Ltd., New Delhi, S. 132-133.

⁷⁷ Titman, S., Keown, A. J., Martin, J. D. (2018). Financial Management: Principles and Applications, XIII. Baskı, S. 133.

⁷⁸ Ciaran, W. (2006). Key Management Ratios, The clearest guide to the critical numbers that drive your business. S. 170.

⁷⁹ Corporate Finance Institute. What is the Price Earnings Ratio?

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/price-earnings-ratio/>

2.1.1.5.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, şirketlerin yapılan yatırımlar sonucu piyasada değerinin ne kadar üzerine çıktığını anlatmaktadır. Defter değeri bilançodaki özsermaye toplamını ifade etmektedir. PD/DD oranı 1'den büyük olması demek yatırımcıların o şirketi seçmesi için teşvik edici bir durum oluşturmaktadır. İlgili şirketin büyüme ivmesinin fazla olduğuna işaret oluşturmaktadır⁸⁰.

$$\text{Defter Değeri} = \frac{\text{Özsermayenin Toplam Defter Değeri}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}{\text{Defter Değeri}}$$

2.1.1.5.4. Temettü Verimi

Temettü verimi, alınan bir hisse senedinin fiyatına oranla ne kadar temettü dağıtımını yaptığını göstermektedir. Hisse senetleri çok değerlenmeyen şirketler için temettü verimi yatırımcıları çekmek için etkili bir araç olmaktadır⁸¹.

$$\text{Temettü Verimi} = \frac{\text{Hisse Başına Temettü}}{\text{Hisse Senedinin Pazar Fiyatı}}$$

⁸⁰ Titman, S., Keown, A. J., Martin, J. D. (2018). Financial Management: Principles and Applications, XIII. Baskı, S. 134.

⁸¹ Palat, P. (2016). Fundamental Analysis for Investors: How to make profits in the stock market steadily and consistently. IV. Baskı, S. 142.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

Healy, P. M. v.d. (1992) ABD içerisinde varlığını sürdüren 50 sanayi şirketinin 1979 ile 1984 yıllarını kapsayan süreçteki şirket evliliklerini ve satın almalarını araştırma konusu olarak seçmiştir. Yapılan çalışmanın sonuçlarına göre, satın alma işlemini gerçekleştiren kurumların nakit kullanımı ve etkinliği konusunda üstün bir performans gösterip, varlıklarını verimli kullandıkları öne sürülmüştür⁸².

Ghosh, A. (2001) araştırmasında, ABD’de ele aldığı şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinin öncesi ve sonrasında yaşanan işletme performanslarındaki değişimi, satış verileri ve faaliyet giderlerini temel alarak incelemiştir. 1981 ile 1995 yıllarında 315 işletmenin yer aldığı bu örnekleme, şirket büyüklüğü ve nakit akışı bazında bakıldığında, işletmede herhangi değişim görülmemiştir⁸³.

Akhavain D. v.d. (1997) tarafından USA’de 80’li yıllarda yapılan araştırmada, bankacılık sektöründe yer alan büyük çaplı şirket evliliklerini konu almışlardır. Çalışmada satın alma işlemini yapan şirketlerin kazandırdıkları yüksek kar oranları ve getiriler sayesinde diğer rakiplerine üstünlük kurmalarının kolaylaştığı sonucuna varılmıştır . Satın alma işlemini gerçekleştiren firmalar rakiplerinden farklı olarak menkul kıymet yatırımı yerine kredi işlemlerine ağırlık vererek, diğer firmalara oranla %16 daha fazla kar elde etmişlerdir. Satın alma işlemi sayesinde elde edilen karlara rağmen işlem ücretlerinde kayda değer bir değişim yaşanmamıştır.⁸⁴.

⁸² Healy P.J., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers. S. 164–165.

⁸³ Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? Journal of Corporate Finance, 7 (2), S. 151-178.

⁸⁴ Akhavein, J. D., Berger, A. N., Humphrey, D. B. (1997), “The Effects of Bank Megamergers on Efficiency on Prices: Evidence from the Profit Function”, Review of Industrial Organization, 12, S. 95-139.

Krug J. A. ve Hegarty W. H. (1997) 1986 ile 1988 yıllarını kapsayan çalışmada ABD’de gerçekleşmiş 270 yurtiçi ve yurtdışı satın alma ve birleşme işlemi incelenmiştir. Bu süre zarfında işlemde bulunmamış 120 yerli şirketle yapılan karşılaşmada satın alan şirketlerin çalışan sirkülasyonuna uğradığı gözlemlenmiştir⁸⁵.

Lai K. Y. v.d. (2015) 1999 ve 2010 yıllarını kapsayan ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren sekiz şirketi inceledikleri araştırmaları sonucunda, Malezya Hükümeti’nin birleşme işlemi sonrası şirket harcamalarını sınırlandırma politikası sonucunda, bankaların faiz dışı gider yükünün arttığını saptamıştır. Satın alan firmaların, borçlanmalarını özkaynaklara oranla azaltma eyleminde bulunduğu için para yaratma gücü arttığı iddia edilmiştir. Genel çerçevede inceleme sürdürüldüğünde, satın alan banka, işlem öncesinde ve sonrasında finansal faaliyetlerinde ve finansal oranlarında kayda değer bir değişim yaşamamıştır⁸⁶.

Beccalli, E. ve Frantz, P. (2009), 777’si Avrupa Birliği ülkelerinde faaliyet gösteren ve 312’si ise dünya çapında faaliyet gösteren bankalardan oluşan bir örneklem kullanmışlardır. 1991 ile 2006 yıllarını kapsayan analiz döneminde, satın alma işlemi yapan bankaların aynı işlemi yapmayan rakiplerine oranla daha büyük sermayeye sahip oldukları, kar elde etme ve finansal kaldıraç oranlarındaki artışı iyi yönetme konusunda daha önde olmuştur ve takip eden yıllarda daha yüksek büyüme oranlarına ulaştıkları gözlemlenmiştir.⁸⁷

⁸⁵ Jeffrey A. Krug, W. Harvey Hegarty (1997) Postacquisition Turnover among U.S. Top Management Teams: An Analysis of the Effects of Foreign vs. Domestic Acquisitions of U.S.. Targets Strategic Management Journal, 18 (8), S. 667-675.

⁸⁶ Lai K. Y., Ling T. P., Eng T. K., Cheng L. S., and Ting L. F. (2015) Financial Performance of Malaysia Local Banks: During Periods of Pre-Merger and Post-Merger. Journal of Economics. Business and Management, 3 (9), S. 826-831.

⁸⁷ Beccalli, E., Frantz, P. (2013). What are the Determinants of Mergers and Acquisitions in Banking? New Issues in Financial Institutions Management, S. 171-199.

Campa J. M. ve Hernando I. (2005) 1998 yılı ile 2002 yılını kapsayan araştırmasında, bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 66 şirketin verilerinden yararlanılmıştır. Avrupa Birliği'ndeki bankaların satın alma işlemini kapsayan çalışmada, satın alma işleminin sonrasında satın alınan bankaların özsermayedarlarına fazla getiri sağladığı ve şirketin verimliliğini arttırdığı sonucuna varılmıştır ancak operasyonel faaliyetler diğer verilerin tersine zayıflayıcı bir etki yaşamıştır⁸⁸.

K. P. Ramaswamy ve J. F. Waagelein (2003) tarafından Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılan araştırmada 162 şirketin, birleşme ve satın alma sonrasındaki finansal performansları incelenmiştir. 1975-1990 yılındaki zaman diliminde gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemleri, 1975 - 1982 dönemi ve 1983 – 1990 dönemi olarak iki ayrı alt dönemde incelenmiştir. Firmaların 5 yıl öncesi ve 5 yıl sonrasında finansal performanslarının incelenmesi sonucunda, 1982 sonrası gerçekleşen işlemlerin firmaların finansal performansları üzerinde pozitif bir etki yarattığı gözlemlenmiştir. Öte yandan, 1983 öncesindeki işlemlerde ise yönetici ve çalışanlarını uzun dönem planlarını kapsayacak şekilde bünyesinde tutabilen ve görece olarak küçük ölçekli şirketlerin finansal performanslarının, rakiplerine oranla daha iyi olduğu saptanmıştır⁸⁹.

⁸⁸ Campa J. M., Hernando I. (2006). M&A Performance in the European Financial Industry. *Journal of Banking & Finance*, 30 (12), S. 3367-3392.

⁸⁹ Ramaswamy K. P., Waagelein J. F. (2003). Firm Financial Performance Following Mergers Review of Quantitative Finance and Accounting, 20, S. 115–126.

Konak B. ve Çıtak L. (2018) 2012 yılında büyük ve orta ölçekli ekonomik etkinliğe sahip olan 14 ülkeyi içerisine alan ve 477 tanesi gelişmiş ekonomilere, 194'ü gelişmekte olan ekonomilere ait olan veri havuzunda, birleşme ve satın alma işlemlerinin ardından ilgili firmaların finansal faaliyetlerinde kayda değer bir değişim olup olmadığını gözlemlemişlerdir. Çalışmada kullanılan net kar marjı, özsermaye karlılığı gibi 16 değişkenin büyük bir çoğunluğunda, şirketlerin önceki dönemlerine kıyasla negatif bir trend gözlemlendiği sonucuna varılmıştır. Şirketlerin, işlem sırasında ülkelerde yaşanan ekonomik sorunların ve tüketici, çalışan gibi değişkenlerin dikkate almamalarının bu sonuçtaki sebeplerden birkaçı olduğu öne sürülmüştür⁹⁰.

Nurfauziah ve Ainy R. N. (2018) Araştırmasında 64'ü dikey, 23'ü yatay ve 17'si ilişkisiz 104 tane birleşme ve satın alma işlemi yapmış firmayı ele almıştır. Endonezya'da 2012-2015 tarihlerini kapsayan bu çalışmada, firmaların işlemten iki yıl öncesi ve iki yıl sonrası finansal performanslarını ele alınmış ve finansal oranlar arasında anlamlı bir değişim olmadığı sonucuna varılmıştır. Sadece, dikey birleşme ve satın alma gerçekleştiren şirketler borç/özsermaye oranlarında kayda değer bir değişim sağlayabilmiş ve pozitif bir sonuç elde edebilmişlerdir⁹¹.

Karuranga E. v.d. (2011) Kanada'da yabancı yatırımcılar tarafından 1999-2005 yılları arasında gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemlerini konu almışlardır. Analiz sonucunda, satın alan 28 şirkette karlılığın ve hisse değerlerinin arttığı sonucuna varılmıştır. Bağımlı değişken olarak hisse başına kazanç oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak şirketlerin yatırım hacmi ve şirket deneyimi elde edilen sonuçlarda etken olmuştur⁹².

⁹⁰ Konak B., Çıtak L. (2018). Şirket Birleşme ve Devralmalarının Firma Performanslarına Etkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Karşılaştırmalı Analiz. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl: 8 Sayı: 16, S. 191-211.

⁹¹ Nurfauziah, Ainy R. N. (2018). Financial Performance Analysis of Companies With Merger and Acquisition Deals. The 2018 International Conference of Organizational Innovation, Sayı 2018, S. 862-872.

⁹² Karuranga E., Asti F., Musonera E. & Mohiuddin M. (2011). The Impact of Foreign Direct Investment on Financial Performance: Results from the Mergers and Acquisitions (M&A) Experience of Canadian Firms from 1999 to 2005. International Review of Business Research Papers, 7 (4), S. 25-45.

Shim, J. (2010) ABD’de 1989-2004 yıllarını kapsayan araştırmasında, 190 sigorta şirketinin satın alma ve birleşme işlemine yer vermiştir. Bütün şirketler arasında dönen ve duran varlıkları en fazla olanlar örnekleme kullanılmıştır. Çalışma sonucunda firmalar işlem sonrasında varlıklarına oranla yarattığı karlılık ve yatırımcılarının sermayesini kullanma konusunda negatif bir performans göstermiştir. İşlem sonrası oluşan ekstra maliyetler, gelir değişimi ile yönetsel fikir çatışmaları büyük firmaların finansal ve yönetim yapılarına zarar vermiştir⁹³.

Alhenawi, Y. ve Stilwell, M. (2017) ‘in ABD’de faaliyet gösteren 454 firmanın satın alma ve birleşme işlemlerini ele alan veri seti, 1998-2010 yıllarını kapsamaktadır. Çalışma sonucunda işlem öncesi likidite sorunu yaşamayan ve borçlanma konusunda rakiplerine göre düşük seviyede olan firmalar, satın alma ve birleşme işlemlerinde yüksek bir etkinlik ve değer artışı elde etmişlerdir⁹⁴.

Jordan W. A. (1988) yürüttüğü araştırma sonucunda 1976-1986 yılları arasında ABD ve Kanada’da meydana gelen havayolu şirketlerinin satın alma ve şirket evliliği anlaşmalarının, rakiplerine göre karlılık düzeyinde yükseliş ve maliyet tasarrufu sağladığını tespit etmiştir⁹⁵.

Switzer, J. A. (1996) ABD’deki şirketleri elen alan çalışmasında, 1967 ile 1987 arasında gerçekleşen 324 şirketin satın alma ve birleşme işlemlerinin incelemiştir. Çalışmada, toplam varlık devir hızında gelişme gösterdiği, ayrıca satılan ürün veya hizmet karşılığında kazandığı gelirlerin arttığı sonucuna ulaşmıştır⁹⁶.

⁹³ Shim J. (2011). Mergers & Acquisitions, Diversification and Performance in the U.S. Property-Liability Insurance Industry. *Journal of Financial Services Research*, 39, S. 119–144.

⁹⁴ Alhenawi, Y., Stilwell, M. (2017). Value creation and the probability of success in merger and acquisition transactions. *Review Quantitative Finance and Accounting*, 49, S. 1041–1085.

⁹⁵ Jordan W. A. (1988). Problems Stemming from Airline Mergers and Acquisitions. *Transportation Journal*, 27 (4), S. 9-30.

⁹⁶ Switzer, J. A. (1996). *Evidence on real gains in corporate acquisitions*. *Journal of Economics and Business*, 48 (5), S. 443–460.

Heron R. ve Lie, E. (2002) yaptıkları çalışmada 1985-1997 yıllarında ABD içinde meydana gelmiş 859 şirketin başka bir şirketi bünyesine katmasıyla ilişkili olan örnekleme gözlemlemiştir. Satın alma sonrasında firmalar, rakiplerine oranlarla net gelir ve varlıklarının defter değerleri baz alınarak yapılan incelemede daha üstün bir performans göstermişlerdir ancak bu durum birleşme ve satın öncesiyle bir farklılık göstermemektedir.⁹⁷.

Sharma, D. S. ve Ho, J. (2002) çalışmalarında, 1986 ile 1991 yıllarını kapsayan dönemde Avustralya’da gerçekleşen 36 satın alma işlemini incelenmişlerdir. Şirketlerde işlem süreci sonrası 3 yıllık zaman zarfında, işletme performansında bir değişim gözlenmemiş ve finansal tablolardan elde edilen oran analizleri sonucunda istatistiki olarak anlamlı bir farklılık bulunamamıştır⁹⁸.

Yeh, T. ve Hoshino, Y. (2002) Kapsamlı çalışmalarında Japonya’da faaliyet gösteren ve 1970’den başlayıp 1994’de sonra son bulan örneklem havuzundan seçilen 86 şirketin birleşmeyle beraber yaşadığı finansal değişimleri incelemiştir. Araştırma sonucunda işlem sonrasında örnekleme dahil firmaların karlılık oranları, satış miktarları ve istihdam sayılarında azalma görülmüştür⁹⁹.

Ramaswamy, K. P. ve Waagelein, J. F. (2003) 1975 ile 1990 arasındaki dönemde ABD ekonomisinde meydana gelen, 162 birleşmeyi kapsayan araştırmalarında, işlem sonrası finansal performans bazında pozitif ivme yakalayan firmaları, 1983 öncesi işlem yapanlar, görece küçük ölçekli ekonomik yapıya sahip olanlar ve sektör dışı birleşme yapanlar olarak belirlemişlerdir. Varlık karlılığı baz alınarak yapılan ölçümde firmaların etkili bir performans gösterdikleri ortaya çıkmıştır.¹⁰⁰

⁹⁷ Heron, R., Lie, E. (2002). *Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 37 (1), S. 137- 155.

⁹⁸ Sharma, D. S., Ho, J. (2002). The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. Journal of Business Finance Accounting, 29 (1-2), S. 155–200.

⁹⁹ Yeh, T., Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. Japan and the World Economy, 14 (3), S. 347–366.

¹⁰⁰ Ramaswamy, K. P., Waagelein, J. F. (2003). Firm Financial Performance Following Mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20 (2), S. 115–126.

Ollinger M. v.d. (2006) 1977-1992 dönemini kapsayan incelemelerinde, ABD gıda endüstrisindeki 8 satın alma ve birleşme işlemini gözlemlemiştir. Bulgular sonucunda, iş gücündeki üretim hacminin artması ile şirket satın alma ve birleşmelerinin ilişkisi olduğunu ortaya konmuştur¹⁰¹.

Kemal M. U. (2011) 2006 ile 2009 yıllarını kapsayan araştırmasında, Pakistan’da aldığı bir bankanın şirket evliliğinin sonuçlarını 20 farklı finansal oranla incelemiştir. İşlem öncesi ve sonrası için yapılan karşılaştırmada, likidite ve karlılık oranlarında ve yatırımcıların kazançlarında azalma, öte yandan uzun vadeli borçları ödeme kapasitesinde ise artma gözlemlenmiştir¹⁰².

Powell, R. G. ve Stark, A. W. (2005) İngiltere’de gerçekleşen 191 satın alma işlemini inceleyen çalışmalarını 1985-1993 yılları arası dönemle sınırlandırmışlardır. Satışlar, varlıkların defter değeri gibi finansal indikatörden faydalanarak yapılan çalışmada, işlem sonrası şirketlerin genellikle rakiplerinden pozitif ayrıştığı gözlemlenmiştir¹⁰³.

Rahman, R. A. ve Limmack, R. J. (2004) 1988-1992 dönemini kapsayan çalışmalarında, 94 halka arz edilmiş şirketin yaptığı satın alma ve 113 özel Malezyalı şirketin içinde bulunduğu satın alma işlemi ele alınmıştır. İşlemler sayesinde satın alan ve satın alınan şirketin oluşturduğu yapıda varlıkların etkin kullanımı ve satılan ürün miktarının artması nakit akışlarında ivme kazanılmasını sağlamıştır¹⁰⁴.

¹⁰¹ Ollinger M., Nguyen S. V., Blayney D., Chambers B., & Nelson K. (2006). Food Industry Mergers and Acquisitions Lead to Higher Labor Productivity. Economic Research Report, 27, S. 1-24.

¹⁰² Kemal M. U. (2011). Post-Merger Profitability: A Case of Royal Bank of Scotland (RBS). International Journal of Business and Social Science, 2 (5), S. 157-162.

¹⁰³ Powell R. G., Stark, A.W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. Journal of Corporate Finance, 11, S. 293-317.

¹⁰⁴ Rahman R. A., Limmack R. J. (2004). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. Journal of Business Finance & Accounting, 31 (3-4), S. 359-400.

Choi, J. ve Harmatuck, D. (2006) Yaptıkları araştırmada ABD’de inşaat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin yaptığı birleşme ve satın almalar incelenmiştir. 44 şirketin, 1980 ile 2002 yılları arasında yaptığı işlemlerde, çalışan sayısı ve satış miktarları baz alınarak yapılan analiz sonucunda, şirketlerin büyüme konusunda önemli bir gelişme gösterirken, üretim ve işletme performanslarının ise görece düşük seviyede arttığı saptanmıştır¹⁰⁵.

Malhotra, S., Zhu, P. (2006) çalışmalarında 1999 ile 2005 arasında büyüme amaçlı gerçekleştirilen ve Hindistan kaynaklı 96 farklı şirketin yaptığı satın alma veya şirket evliliği işlemini konu almıştır. Sonuç olarak, bu işlemlerin, kısa vadede satın alan şirkete fayda yaratmasına rağmen, uzun vadede karlarında azalma meydana gelmiş ve firma değerinde düşme yaşandığı görülmüştür¹⁰⁶.

Kruse, T. A. v.d. (2007) Japonya’da 1964 ile 2004 yılları arasında topladığı verilerle yaptıkları araştırmada, 69 firmanın şirket evliliği neticesinde gerçekleşen finansal performansındaki değişimleri gözlemlemişlerdir. Tokyo Borsası’nda işlem gören bu şirketler, işlemlerden kaldıraç oranında azalma, toplam varlıkların market değerlerinde pozitif değişim gözlemlenmiştir¹⁰⁷.

Ismail T. H. v.d. (2011) Mısır’daki inşaat ve teknoloji sektörlerini kapsayan toplam dokuz firmanın incelendiği çalışmada, meydana gelen birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal oranlar açısından etkilerini incelemişlerdir. 1996 ile 2003’ ü kapsayan bu süreçte, inşaat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin karlılıklarını yüksek bir seviyeye getirmelerine rağmen, teknoloji firmalarıyla birlikte likit değer yaratabilme, uzun ve kısa vade borçlarını ödeyebilme ve stoklarını etkili kullanabilme konularında gelişme gösteremediği sonucuna varılmıştır¹⁰⁸.

¹⁰⁵ Choi, J., Harmatuck, D. (2006). Post-operating performance of construction mergers and acquisitions of the United States of America. *Canadian Journal of Civil Engineering*, 33 (3), S. 266-277.

¹⁰⁶ Malhotra, S., Zhu, P. (2006). Shareholder Benefits and Firm Performance: An Empirical Analysis of International Acquisitions by Firms from a Developing Economy. *SSRN Electronic Journal*, S. 1-23.

¹⁰⁷ Kruse, T. A., Park H. Y., Park K., Kazunori, S. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15 (2), S. 154-172.

¹⁰⁸ Ismail, T. H., Abdou, A. A., Annis R. M. (2011). Exploring Improvements of Post-Merger Corporate Performance: The Case of Egypt. *The IUP Journal of Business Strategy*, 8 (1), S. 7-24.

Abbas, Q. v.d. (2014) tarafından, 2006-2011 yıllarında, Pakistan'da gerçekleşmiş olan, 10 farklı banka satın alma işleminin incelendiği çalışmada, ağırlıklı olarak firmalarda hissedarların zarar ettikleri (ROE), elde edilen gelirlerin birleşme sonrası varlık yönetimi konusunda yetersiz kaldığı (ROA) ve karlılıkların düştüğü (EPS) gözlemlenmiştir¹⁰⁹.

Pazarskis, M. v.d. (2006) 1998 ile 2002 yılları arasını kapsayan dönemde, Yunanistan'da borsaya kote olmuş 50 şirketin yaptıkları satın alma ve şirket evliliği işlemlerini konu almışlardır. Çalışmada sonuç olarak varlık karlılığı, faiz öncesi kar/net kazanç, brüt satış karı gibi oranlarda birleşme ve satın alma sonrası negatif bir trend gözlemlenmektedir¹¹⁰.

Mahesh, R. ve Prasad, D. (2012) 2005 ile 2010 zaman aralığında Hindistan havayolu şirketlerinde meydana gelen satın alma ve şirket evlilikleri işlemlerini konu almışlardır. Sonuç olarak satın alan şirketin, borçlanma ile yarattığı kaynaklarda, sattığı hizmet karşılığı kar yaratmada ve nakit yaratma gücünde birleşme öncesine göre bir değişim yaşanmamıştır¹¹¹.

İlarslan, K. ve Aşıkoğlu, H. R. (2012) 2004 ve 2005 yıllarını kapsayan çalışmasında borsada işlem hacmi bulunan 17 imalat firmasından bir örneklem oluşturmuştur. Araştırma kapsamında şirketlerin satın alma ve şirket evlilikleri sonucunda finansal tablolarında önceki döneme göre stok harici dönen varlıklarla, kısa vadeli yükümlülükleri ödeme gücünde ve stok devir hızında pozitif bir etki yaratıldığı, ancak özsermayenin varlıkları karşılayabilme gücünün azaldığı gözlemlenmiştir¹¹².

¹⁰⁹ Abbas, Q., Hunjra, A.I., Azam, R.I., Ijaz, M. S. & Zahid M. (2014). Analysis of Pre and Post Merger and Acquisition Financial Performance of Banks in Pakistan. *Information Management and Business Review*, 6 (4), S. 184.

¹¹⁰ Pazarskis M., Vogiatzoglou, M., Christodoulou, P. & Drogas, G. (2006). Exploring the improvement of corporate performance after mergers-the case of Greece. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1, S. 184-192.

¹¹¹ Mahesh R., Prasad D. (2012). Post Merger And Acquisition Financial Performance Analysis: A Case Study of Select Indian Airline Companies. *International Journal of Engineering and Management Sciences*, 3 (3), S. 362-369.

¹¹² İlarslan, K., Aşıkoğlu, R. (2012). Birleşme ve Satın Almaların İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: Panel Veri Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 49 (572), S. 59-77.

Öztürk, İ. ve Yeşilyurt, S. (2019) Türkiye’de 2013-2015 yıllarını baz alarak yaptığı araştırmada, 14 farklı satın alma ve birleşme işlemini veri olarak kullanılmışlardır. Sonuç olarak firmaların net kar marjı, özsermaye karlılığı gibi rantabiliti (karlılık) oranlarında ve aktif büyüme oranı, özsermaye büyüme oranı gibi büyüme bazlı oranlarda çoğunluk olarak negatif performans gösterdiği ortaya çıkmıştır.¹¹³.



¹¹³ İ. Öztürk, S., Yeşilyurt (2019). Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist’te Bir İnceleme. İşletme Araştırma Dergisi, 11 (3), S. 2016-2026.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Şirketler, yıllardır finansal güçlerini arttırmak, rakiplerine üstünlük sağlamak, pazar payını yükseltmek gibi sebeplerden dolayı satın alma ve birleşme işlemlerine başvurmaktadır. Araştırmada şirketlerin satın alma ve birleşme silahını kullanarak kendilerine finansal olarak katkıda bulunup bulunmadıkları araştırılmak istenmiştir. Bu amaçla şirketlerin satın alma ve birleşme işleminden önceki dönemlerle beraber, aynı süreyi kapsayan işlem sonrası dönemi ele alınmıştır. Uzun süreli ekonomik durumun incelenmesi ile şirketlerin gerçek anlamda işlem sonrası ne kadar etkilendiklerinin saptanması amaçlanmıştır. Finansal oran analizleri ise bağımsız denetleme kurumlarının finansal tablolarındaki şeffaflığından ötürü şirketlerin gerçek ekonomik durumlarını göz önüne sermekte yardımcı bir araç olması amaçlanmıştır. Yapılan çalışma şirketin likidite, borçlanma, karlılık durumu gibi birçok perspektifte ne kadar değiştiğini ve satın alma ve birleşmenin şirketler için gerçekten yararlı bir işlem olup olmayacağının anlamamıza ışık tutacaktır.

4.2. Araştırmanın Hipotezi

Yapılan araştırmada kullanılan hipotez şu şekilde gösterilmiştir:

H: Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin finansal oranları arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.

4.3. Araştırmanın Yöntemi

Satın alma ve birleşme işlemleri, farklı ülkelerde birbirinde farklı yöntemlerle incelenmiş olup ayrı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Güncel çalışmamızda etkili sonuçlar bulmak amacıyla birçok veri seti oluşturulmuştur. S&P Capital verilerine göre toplam 43 satın alma ve birleşme gerçekleşmiş olup sadece 35 tanesi istenilen özelliklere sahip olduğu için kullanılmaktadır.

- Şirketlerin birleşme ve satın alma işlemi öncesi ve sonrasını kapsayan 3 yıllık veri setleri kullanılmıştır.

- En az %50 oranında satın alma işlemi gerçekleşmiştir.

- 7 farklı orandan yararlanarak birbirinden bağımsız, farklı sonuçlar elde edebilecek oranlar seçilmiştir.

Tablo 7: Şirketlerin Performanslarını Ölçmek İçin Kullanılan Oranlar

Şirketlerin Finansal Performanslarını Gösteren Oranlar						
Cari Oran	Alacak Devir Hızı	Borçlar Devir Hızı	Net Kar Marjı	Varlık Karlılığı	Özsermaye Karlılığı	Borç/Öz sermaye Oranı

Yüksek hacimli işlemler yaptığı ve finansal tablolarına ulaşılabilirliğinden dolayı BİST 100 şirketlerinden oluşan bir örneklem alınmıştır.

Şirketlerin finansal tablolarına ulaşmak için İş Yatırımdan elde edilen verilerden faydalanılmıştır¹¹⁴. SPSS 22 paket sisteminde *Paired Samples Statistics* yardımıyla oranlarda pozitif veya negatif değişimler gözlemlenmiştir. Normallik testi yapılarak normal dağılıma uygun olmayan oranlar için *Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test* uygulanmıştır. Çıkan sonuçlar doğrultusunda anlamlılık analizleri yapılmıştır.

¹¹⁴ İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Analiz. <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx>

4.4. Araştırmanın Kısıtları

Türkiye’de ele alınan 31.12.2012-31.12.2016 yılları arasında birçok birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiş olmasına rağmen belirli dönemin dışında da gerçekleşmiştir ancak 2008 yılında gerçekleşmiş olan kriz oluşturduğumuz örnekleme farklılık yaratabileceği için kullanılmamış olup kısıtlı bir örnekleme çalışılmıştır. Bununla birlikte şirketlerin satın alma ve birleşme öncesindeki 3 yıllık süreçten veri toplanması 2008 krizinden etkilenmemiş bir örneklem oluşturmamızı imkansızlaştırmıştır.

Borsa İstanbul’da yer alan 35 şirketin gerçekleştirdiği satın alma ve birleşme işlemlerinden yararlanarak oluşturulan örnekleme, birçok farklı sektörden şirketin olması finansal oranlar analizinde birbirinden uzak sonuçlar bulmamıza ve standart sapmalarda artışlara sebep olmuştur.

İşlem sayısının çokluğuna rağmen küçük hacimli işlemlerin ele alınmamasından kaynaklı olarak büyük hacimli gerçekleşmiş 35 farklı kullanılmıştır.

Tablo 8: Tanımlayıcı Ortalama İstatistikleri

Tanımlayıcı Ortalama İstatistikleri					
		Ortalama	N	Standart Sapma	Standart Ort. Hata
1. İkili	BÖ-Cari Oran	6,33	35	16,27	2,75
	BS- Cari Oran	3,98	35	13,87	2,34
2. İkili	BÖ-Alacak DV	12,83	35	25,87	4,37
	BS-Alacak DV	10,54	35	18,09	3,06
3. İkili	BÖ-T. Borçlar D. V	15,09	35	37,21	6,29
	BS- T. Borçlar D. V	5,05	35	3,01	,51
4. İkili	BÖ-Net Kar M.	,28	35	0,56	,09
	BS-Net Kar M.	,22	35	1,07	,18
5. İkili	BÖ-Varlık K.	,06	35	,06	,01
	BS-Varlık K.	,02	35	,09	,02
6. İkili	BÖ-Özs. K.	,13	35	,13	,02
	BS-Özs. K.	-,05	35	,45	,08
7. İkili	BÖ-B/Ö Oranı	,38	35	4,70	,80
	BS- B/Ö Oranı	3,76	35	7,72	1,30

1. Cari Oran

Şirketlerin, birleşme ve satın alma işlemleri öncesi ve sonrasında meydana gelen değişimler Tablo 8’de gösterilmiştir. İşlem öncesi geçen 3 yıllık süre zarfında şirketlerin ortalama cari oranları 6,33 olup standart sapmaları 16,27 olmuştur. İşlem sonrasında şirketlerin ortalamalarında bir azalma olup 3,98 seviyelerine gerilemiş olup bunu takiben standart sapmaları da 13,87 civarında kalmıştır. Bu veriler ışığında bu belirgin düşüşün sebebi, şirketlerin kısa vadeli borçlarının ihtiyaca bağlı olarak artış göstermesi olabilmektedir. Satın alma ve birleşme işleminin şirketin borçlanma alışkanlıklarını değiştirdiği söylenebilmektedir. Yapılan benzer araştırmalarda Sinha & Kaushik & Chaudhary¹¹⁵ (2010), Kemal¹¹⁶ (2011), Ooghe & Van Laere & De Langhe¹¹⁷ (2006) benzer sonuçlar bulmuş olup satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin cari oranlarında bir azalma bulmuşlardır.

2. Alacak Devir Hızı

Alacak devir hızı, kullanılan verilere göre önceki yıllardaki verilere göre dahil olan 3 yıllık süre zarfında azalma göstermektedir. Birleşme ve satın alma öncesi ortalaması 12,83 standart sapması 25,87 olan değerler işlem sonrası ortalaması 10,54 ve standart sapması 18,09 olarak kayda geçmiştir. Alacak devir hızındaki bu azalma şirketlerin alacaklarından nakit yaratma konusunda sorun yaşadığını göstermekte olup satışlarında azalma meydana geldiğini anlatmaktadır. Benzer çalışmalarda ortaya çıktığı üzere Rhoades¹¹⁸ (1993), Hashino¹¹⁹ (1982) birleşme ve satın alma işleminin şirketin alacak devir hızında negatif bir etkisi olmuştur.

¹¹⁵Sinha, N., Kaushik, K. P., Chaudhary, T. (2010). Measuring Post Merger and Acquisition Performance: An Investigation of Select Financial Sector Organizations in India. *International Journal of Economics and Finance*, 2 (4), S. 193.

¹¹⁶Kemal, M. U. (2011). Post-Merger Profitability: A Case of Royal Bank of Scotland (RBS). *International Journal of Business and Social Science*, 2 (5), S. 160-161.

¹¹⁷ Ooghe H., Van Laere E., De Langhe T. (2006). Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of the Post-Acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies. *Small Business Economics*, 27, S. 233–234.

¹¹⁸ Rhoades S. A. (1993). Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers. *Journal of Banking & Finance*, 17 (2–3), S. 416-417.

¹¹⁹ Hoshino, Y. (1982). The Performance of Corporate Mergers in Japan. *Journal of Business Finance & Accounting*, 9 (2), S. 158-161.

3. Ticari Borçlar Devir Hızı

Şirketler, satın alma ve birleşme işlemi sonucunda bulunan veriler ışığında ticari borçlar devir hızında bir azalma yaşamışlardır. İşlem öncesi 3 yıllık süre zarfında şirketler -15,09 ortalamaya ve 37,21 standart sapmasına sahip iken gelecek 3 yıllık süre zarfında -5,05 ortalaması olup 3,01 standart sapmasına sahip olmuştur. Bu orandaki azalma şirketin borçlarını ödeme konusunda rahatladığını göstermekle beraber satışlardaki azalmaya bağlı olarak maliyetlerde bir düşüş belirtisi de olabilmektedir.

4. Net Kar Marjı

Net Kar Marjı, bulgular sonucunda satın alma ve birleşme işleminden önceki 3 yıllık süre boyunca ortalama 0,28 ve standart sapması 0,56 değerlerine sahip olmuştur. İşlem sonrasında ise ortalaması 0,22 olup standart sapması 1,07 değerini almıştır. Bu veriler ışığında, şirketler satın alma ve birleşme işlemlerinden önce daha yüksek bir kar oranına sahip olmuştur ve bunun başlıca sebebi satışlardaki azalış, maliyetlerdeki artış olabilmektedir¹²⁰. Yapılan benzer çalışmalarda Eyuboğlu & Sevim¹²¹ (2017), Mahesh R. & Daddikar Prasad¹²² (2012) şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinin ardından karlarında azalma gösterdiği sonucuna varmıştır.

¹²⁰ Almurni, S., Azhar, E. (2018). Comparative Analysis of Corporate Performance before and after the Merger (Empiric study on public companies). *Advances in Economics, Business and Management Research*, 73, S. 54-55.

¹²¹ Eyuboğlu, K., Sevim, U. (2017). Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Finansal Oranlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9 (2), S. 133-134.

¹²² Mahesh R., Prasad D. (2012). Post Merger And Acquisition Financial Performance Analysis: A Case Study of Select Indian Airline Companies, S. 364-365.

5. Varlık Karlılığı

Varlık karlılığı şirketler önemli gösterge olup yapılan incelemeler sonucunda satın alma ve birleşme işlemi sonucunda değişim gösterdiği saptanmıştır. İşlem öncesini kapsayan 3 yıllık süre zarfında ortalaması 0,06 ve standart sapması 0,06 olan varlık karlılığı işlem sonucunda ortalama 0,02 ve standart sapma olarak da 0,09 değerlerini almıştır. Bu düşüş şirketlerin yönetsel giderleri ve faiz giderlerinin artmasından ve bunun sonucunda karların düşmesi durumundan kaynaklanabilmektedir. Önceki dönemlerde yapılan benzer çalışmalarda Abbas ve diğ.¹²³ (2014), Mahesh R. & Daddikar Prasad¹²⁴ (2012), Jallow & Masazing & Basit¹²⁵ (2017), Rashid & Naeem¹²⁶ (2017) varlık karlılığında azalma tespit edilmiştir.

6. Özsermaye Karlılığı

Yapılan araştırma sonucunda özsermaye karlılığı önemli ölçüde bir azalma göstermiştir. İşlem öncesinde ortalaması 0,13 ve standart sapması 0,13 olan şirketler satın alma ve birleşme işlemi sonrası geçen 3 yıllık süre zarfı boyunca ortalaması -0,05 ve standart sapması 0,45 olmuştur. Bu düşüşün sebebi şirket yönetiminin hissedarların yatırımlarını etkili kullanamamaları ve giderlerindeki artış sebebiyle satışlarından yeteri kadar kar oluşturmamaları olabilmektedir. Bu çalışmaya benzer sonuçlar bulan Ahmed M. & Ahmed Z.¹²⁷ (2014), Jallow & Masazing & Basit¹²⁸ (2017) özsermaye karlılığının birleşme ve satın alma işlemi sonrası azaldığını saptamıştır.

123 Qamar Abbas Q, Ahmed Imran Hunjra, Rauf I Azam, Muhammad Shahzad Ijaz & Maliha Zahid, Financial performance of banks in Pakistan after Merger and Acquisition. S. 183-184.

124 Mahesh R., Prasad D. (2012). Post Merger And Acquisition Financial Performance Analysis: A Case Study of Select Indian Airline Companies, S. 363.

125 Jallow, M. S., Masazing, M., Basit A. (2017). The Effects of Mergers & Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies. International Journal of Accounting & Business Management, 5 (1), S. 82.

126 Rashid, A., Naeem, N. (2016). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. Borsa İstanbul Review, 17 (1), S. 31-33.

127 Ahmed, M., Ahmed, Z. (2014). Mergers and Acquisitions: Effect on Financial Performance of Manufacturing Companies of Pakistan. Middle-East Journal of Scientific Research, 21 (4), S. 695-697.

128 Jallow, M. S., Masazing, M., Basit A. (2017). The Effects of Mergers & Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies. S. 82.

7. Borç/Özsermaye Oranı

Borç-Özsermaye oranının işlem öncesindeki değerleri ile işlem sonrası değeri arasında büyük bir fark meydana gelmiştir. 3 yıllık süre zarfında 0,38 ortalama ve 4,70 standart sapmaya sahip olan oran, satın alma ve birleşme sonrasında 3,76 ortalama ve 7,72 standart sapmaya yükselmiştir. Bu artışın sebebi şirketin borçlanma ihtiyacındaki artış olmakla beraber yatırımcıların eskisi gibi yatırımlarda bulunmaması olabilmektedir. Benzer vakalar Kumar, S., & Bansal, L. K. ¹²⁹(2008), Hashino¹³⁰ (1982) tarafında kayda geçmiştir.



¹²⁹ Kumar, S., Bansal, L. K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. *Management Decision*, 46 (10), S. 1541.

¹³⁰ Hoshino, Y. (1982). The Performance of Corporate Mergers in Japan. S. 154.

4.5. Normal Dağılım Ölçümü

Descriptive Means yardımıyla yapılan işlemlerden sonra H hipotezini test etmek amacıyla *Paired-Sample T Testi* kullanılmak istenmiştir ancak bu testi yapabilmek için verilen dağılıp dağılmadığının test edilmesi gerekmektedir.

Bir örneklemin normal dağılıma uyup uymadığını kontrol etmek için birçok teste başvurmak gerekmektedir. Normallik testinin en önemli yardımcıları basıklık ve çarpıklıktır. Basıklık, normal dağılım eğrisinin tepe noktası veya dip noktasını göstermektedir. Çarpıklık, veri setindeki oluşan kaymaları göstermektedir. Normal dağılım simetrisi olma özelliğini taşımaktadır.

H hipotezine uygunluğu ölçmek için basıklık ve çarpıklık için hesaplama yöntemleri bulunmaktadır.

Çarpıklık için;

$$S_s = \sqrt{\frac{6}{N}}$$

S_s = Çarpıklık Standart Hata

N = Gözlem sayısı

$$Z = \frac{S-0}{S_s}$$

S = Çarpıklık Katsayısı

Basıklık için ise;

$$S_k = \sqrt{\frac{24}{N}}$$

$$Z = \frac{K-0}{S_K}$$

K = Basıklık Katsayısı

S_K = Basıklık Standart Hata

İşlemleri uygulanmaktadır. Eğer veri seti normal ise çarpıklık ve basıklık değeri 0 olmak zorundadır. Pozitif çarpıklık durumunda sağ kuyruk uzun olurken, negatif çarpıklıkta sol kuyruk uzun olmaktadır. Basıklıkta ise 0'ın üzerindeki değerlerde kısa, kalın kuyruklar halinde şişkin iken 0'ın altındaki değerlerde basık bir görünümde bulunmaktadır.

Histogram grafikleri ve *detrended* normal olasılık grafikleri veri setinin normal dağılıma uygunluğunu ölçmek için kullanılan diğer yöntemlerdendir.

Tablo 9: Basıklık ve Çarpıklık Tablosu

	Ortalama	Ortalama Std Hata	Standart Sapma	Çarpıklık	Çarpıklık Std Hata	Basıklık	Basıklık Std Hata
BÖ-Cari Oran	6,33	2,75	16,27	3,60	,398	12,25	,778
BS-Cari Oran	3,98	2,34	13,87	5,87	,398	34,60	,778
BÖ-Alacak DV	12,83	4,37	25,87	4,67	,398	24,05	,778
BS-Alacak DV	10,54	3,06	18,09	4,74	,398	25,15	,778
BÖ-Borçlar DV	-15,09	6,29	37,21	-4,21	,398	17,65	,778
BS-Borçlar DV	-5,05	,51	3,01	,76	,398	,79	,778
BÖ-Net Kar M	,28	,09	0,56	2,95	,398	9,03	,778
BS-Net Kar M	,22	,18	1,07	2,72	,398	15,99	,778
BÖ-Varlık K	,06	,01	,06	,72	,398	,20	,778
BS-Varlık K	,02	,02	,09	-1,79	,398	6,72	,778
BÖ-Özs. K	,13	,02	,13	1,58	,398	4,33	,778
BS-Özs. K	-,05	,08	,45	-3,04	,398	9,98	,778
BÖ-B/Ö Oranı	,38	,80	4,70	-5,63	,398	32,78	,778
BS-B/Ö Oranı	3,76	1,30	7,72	3,38	,398	11,35	,778

SPSS 22 paket programı sayesinde elde edilen verilerden yararlanarak 7 oran için ayrı ayrı basıklık ve çarpıklık katsayıları bulunabilmektedir. Basıklık ve çarpıklık için normal dağılım hesaplamak için;

$$|S| < S_S * 2$$

$$|K| < S_K * 2$$

Formülleri kullanılmaktadır. Tablo 12’de görüldüğü üzere, bütün oranlar için yüksek basıklık ve çarpıklık oranları saptandığı için 7 oranda normal dağılıma uygunluk göstermemektedir.

SPSS 22 paket programı yardımıyla yapılan *Shapiro-Wilk* normallik testi sonucunda, incelenen 7 oranın hepsinin normal dağılıma uymadığı gözlemlenmiştir. $P = 0,05$ güven aralığında incelenen veriler 0,05 değerinin altında değerler olarak normal dağılıma uymamıştır.

Tablo 10: Cari Oran Normallik Test Tablosu

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Ort.	N	Anlamlılık	Ort.	N	Anlamlılık
BÖ-Cari Oran	,468	35	,000	,345	35	,000
BS- Cari Oran	,459	35	,000	,213	35	,000

Tablo 11: Alacak Devir Hızı Normallik Test Tablosu

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Ort.	N	Anlamlılık	Ort.	N	Anlamlılık
BÖ-Alacak DV	,334	35	,000	,414	35	,000
BS-Alacak DV	,290	35	,000	,443	35	,000

Tablo 12: Ticari Borçlar Devir Hızı Normallik Test Tablosu

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Ort.	N	Anlamlılık	Ort.	N	Anlamlılık
BÖ-T. Borçlar DV	,400	35	,000	,360	35	,000
BS-T Borçlar DV	,144	35	,064	,922	35	,016

Tablo 13: Net Kar Marjı Normallik Test Tablosu

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Ort.	N	Anlamlılık	Ort.	N	Anlamlılık
BÖ-Net Kar M.	,333	35	,000	,567	35	,000
BS-Net Kar M.	,335	35	,000	,565	35	,000

Tablo 14: Varlık Karlılığı Normallik Test Tablosu

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Ort.	N	Anlamlılık	Ort.	N	Anlamlılık
BÖ-Varlık K.	,147	35	,054	,942	35	,066
BS-Varlık K.	,119	35	,200	,865	35	,001

Tablo 15: Özsermaye Karlılığı Normallik Test Tablosu

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Ort.	N	Anlamlılık	Ort.	N	Anlamlılık
BÖ-Özs. K.	,178	35	,006	,886	35	,002
BS-Özs. K.	,271	35	,000	,602	35	,000

Tablo 16: Borç/Özsermaye Oranı Normallik Test Tablosu

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Ort.	N	Anlamlılık	Ort.	N	Anlamlılık
BÖ-B/Ö Oranı	,440	35	,000	,299	35	,000
BS-B/Ö Oranı	,313	35	,000	,503	35	,000

Tablo 7, Tablo 8, Tablo 10, Tablo 12 ve Tablo 13'te yer alan oranların hepsi satın alma ve birleşme işlemi öncesi ve sonrasındaki verilerde $P=0,05$ değerinden küçük değer olarak normal dağılıma uymamışlardır. Tablo 9'da ticari borçlar devir hızı Kolmogorov-Smirnov testinde normal dağılım gösteriyor olmasına karşın Shapiro-Wilk test kullanıldığı için normalliğe uymamaktadır. Tablo 11'de net kâr marjı, satın alma ve birleşme öncesinde normal dağılım göstermesinde rağmen işlem sonrasında normal dağılmadığı için örneklem normal dağılmamaktadır.

4.6. Nonparametrik Testler

Normallik dağılımına uymayan veri setlerin nonparametrik testler yardımıyla analiz edilmektedir. 7 farklı setin de normal dağılıma uymaması sebebiyle nonparametrik testlere başvurulma gereği duyulmuş ve bağımlı 2 grubun testi Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Testi ile yapılmıştır. SPSS 22 programından yararlanılarak yapılan bu hesaplama sonucunda H hipotezinin oranlar için geçerli olup olmadığı saptanmıştır.

Tablo 17: Cari Oran Anlamlılık Tablosu

Hipotez	Test	Anlamlılık	Sonuç
Pre-Post Cari Oran anlamlı farklılık göstermektedir	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	$P=0,074$ $P>0,05$	H Ret

Nonparametrik testlerin sonucunda şirketlerin satın alma ve birleşme sonrasındaki cari oranlarındaki değişim anlamlı bir farklılık göstermemiştir. Anlamlılık sınırından büyük yani 0,074 civarlarında olan cari oran analizinde H hipotezi reddedilmiştir. Önceki çalışmalarda Mahesh R. & Daddikar Prasad¹³¹, Stefano¹³² (2015) benzer sonuçlar elde edilmiş olup cari oran birleşme ve satın alma işlemi sonucunda anlamlı bir farklılık göstermemiştir.

¹³¹ Mahesh R., Prasad D. (2012). Post Merger And Acquisition Financial Performance Analysis: A Case Study of Select Indian Airline Companies, S. 365.

¹³² Stefano, K. (2015). The Impact of Financial Ratio toward Stock Return of Property Industry in Indonesia. iBuss Management, 3 (2), S. 228.

Tablo 18: Alacak Devir Hızı Anlamlılık Tablosu

Hipotez	Test	Anlamlılık	Sonuç
Pre-Post Alacaklar Devir Hızı farklılık göstermektedir	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	P=0,682 P>0,05	H Ret

Borsa İstanbul’da yer alan 35 şirketin değerlendirildiği bu çalışmada şirketlerin satın alma ve birleşme sonrasında alacak devir hızında anlamlı bir değişim saptanamamıştır. Yapılan nonparametrik testler sonucunda, elde edilen veriler *H* hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 19: Borçlar Devir Hızı Anlamlılık Tablosu

Hipotez	Test	Anlamlılık	Sonuç
Pre-Post Borçlar Devir Hızı farklılık göstermektedir	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	P=0,004 P<0,05	H Reddedilemedi

Şirketlerin borçlarını ödeme süresinin saptandığı borçlar devir hızı oranında, satın alma ve birleşme işleminin gerçekleşmesiyle anlamlı bir farklılık olduğu görülmüştür. Anlamlılık düzeyinin altında bir değer alan *H* hipotezi reddedilememiş ve yapılan işlemin şirketin finansal oranında bir etki yarattığı görülmektedir.

Tablo 20: Net Kar Marjı Anlamlılık Tablosu

Hipotez	Test	Anlamlılık	Sonuç
Pre-Post Net Kar Marjı farklılık göstermektedir	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	P=0,171 P>0,05	H Ret

Wilcoxon nonparameterik test sonuçlarına göre şirketlerin net kar marjlarında anlamlı bir farklılık görülmemiştir. Birleşme ve satın alma işleminin 3 yılın öncesi ve 3 yıl sonrasının kullanıldığı veri setinde şirketlerin yaptığı işleme rağmen kayda değer bir etki yaratamadığı ortaya çıkmıştır. *H* hipotezinin reddedildiği Natali¹³³ (2018), Almurni & Azhar¹³⁴ (2018) çalışmaları bu çalışmaya paralel seyretmiştir.

Tablo 21: Varlık Karlılığı Anlamlılık Tablosu

Hipotez	Test	Anlamlılık	Sonuç
Pre-Post Varlık Karlılığı farklılık göstermektedir	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	P=0,027 P<0,05	H Reddedilemedi

Normal dağılım göstermediği için verilere uygulanan Wilcoxon nonparametrik testi sonucunda varlık karlılığının satın alma ve birleşme sonrasında farklılık gösterdiği ortaya çıkmıştır. Satın alma ve birleşme işlemi sonrası şirketin varlık karlılığına etki ettiği sonucuna varılmıştır ve *H* hipotezi reddedilememiştir. Benzer çalışmalar sonucunda Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002)¹³⁵, Jallow & Masazing & Basit¹³⁶ (2017) aynı sonuçlar saptanmıştır.

¹³³ Natali, Y. (2018). Comparative Effects of Mergers and Acquisitions on the Companies Financial Performance. Faculty of Economics and Business, Perbanas Institute, Indonesia, 9 (81), S. 254.

¹³⁴ Almurni, S., Azhar, E. (2018). Comparative Analysis of Corporate Performance before and after the Merger (Empiric study on public companies). S. 55.

¹³⁵ Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. S. 363-365.

¹³⁶ Jallow, M. S., Masazing, M., Basit A. (2017). The Effects of Mergers & Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies. S. 82.

Tablo 22: Özsermaye Karlılığı Anlamlılık Tablosu

Hipotez	Test	Anlamlılık	Sonuç
Pre-Post Özsermaye Karlılığı farklılık göstermektedir	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	P=0,022 P<0,05	H Reddedilemedi

Şirketlerden toplanan veriler sonucu elde edilen sonuçlar nonparametrik testler yardımıyla incelenmiştir. Satın alma ve birleşme sonrasındaki 3 yıllık süre zarfının ve önceki 3 yıllık döneme göre özsermaye karlılığı bir farklılık göstermiş olup bu değişim anlamlılık göstermektedir. Agyei & Oduro¹³⁷ (2013), Jallow & Masazing & Basit¹³⁸ (2017) yaptıkları incelemeler sonucunda bu çalışmaya benzer bulgular keşfetmişlerdir.

Tablo 23: Borç/Özsermaye Oranı Anlamlılık Tablosu

Hipotez	Test	Anlamlılık	Sonuç
Pre-Post Borç/Özsermaye Oranı farklılık göstermektedir	Related-Samples Wilcoxon Signed Rank Test	P=0,012 P<0,05	H Reddedilemedi

Bulgulardan yola çıkarak firmaların satın alma ve birleşme sonrasındaki 3 yıllık ortalama borç-özsermaye oranı, işlem öncesindeki 3 yıllık süreçteki borç-özsermaye oranından anlamlı bir farklılık göstermektedir ve bu *H* hipotezini kabul etmemize sebep olmaktadır. Almurni & Azhar¹³⁹ (2018) çalışmasında benzer bir sonuç bulmuş olup şirketlerin borç-özsermaye değerinde bir değişim saptamıştır.

¹³⁷ Oduro, I. M., Agyei, S. K. (2013). Mergers & Acquisition and Firm Performance: Evidence from the Ghana Stock Exchange. Research Journal of Finance and Accounting, 4 (7), S. 102.

¹³⁸ Jallow, M. S., Masazing, M., Basit A. (2017). The Effects of Mergers & Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies. S. 84.

¹³⁹ Almurni, S., Azhar, E. (2018). Comparative Analysis of Corporate Performance before and after the Merger (Empiric study on public companies). S. 55.

Tablo 24: Hipotezlerin Sonuçları

HİPOTEZLER	P DEĞERİ	AÇIKLAMALAR
<i>H</i> : Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin cari oranları arasında anlamlı bir farklılık olmaktadır.	P=0,074 RET	P değeri anlamlılık düzeyinin üstü bir değer almaktadır. Bu veri ışığında cari oranın anlamlı bir farklılık göstermediği sonucuna ulaşılmıştır.
<i>H</i> : Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin alacak devir hızı arasında anlamlı bir farklılık olmaktadır.	P=0,682 RET	P değeri anlamlılık düzeyinin üstü bir değer almaktadır. Bu veri ışığında alacak devir hızının anlamlı bir farklılık göstermediği sonucuna ulaşılmıştır.
<i>H</i> : Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin borçlar devir hızı arasında anlamlı bir farklılık olmaktadır.	P=0,004 KABUL	P değeri anlamlılık düzeyinin altı bir değer almaktadır. Bu veri ışığında borçlar devir hızının anlamlı bir farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.
<i>H</i> : Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin net kar marjları arasında anlamlı bir farklılık olmaktadır.	P=0,171 RET	P değeri anlamlılık düzeyinin üstü bir değer almaktadır. Bu veri ışığında net kâr marjının anlamlı bir farklılık göstermediği sonucuna ulaşılmıştır.

HİPOTEZLER	P DEĞERİ	AÇIKLAMALAR
<i>H</i> : Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin varlık karlılıkları arasında anlamlı bir farklılık olmaktadır.	P=0,027 KABUL	P değeri anlamlılık düzeyinin altı bir değer almaktadır. Bu veri ışığında varlık karlılığının anlamlı bir farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.
<i>H</i> : Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin özsermaye karlılıkları arasında anlamlı bir farklılık olmaktadır.	P=0,022 KABUL	P değeri anlamlılık düzeyinin altı bir değer almaktadır. Bu veri ışığında özsermaye karlılığının anlamlı bir farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.
<i>H</i> : Satın alma ve birleşme işlemleri öncesi ve sonrasında şirketlerin borç/özsermaye oranları arasında anlamlı bir farklılık olmaktadır.	P=0,012 KABUL	P değeri anlamlılık düzeyinin altı bir değer almaktadır. Bu veri ışığında borç/özsermaye oranının anlamlı bir farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÇALIŞMANIN AMACI VE BULGULARI

5. ARAŞTIRMA SONUCU

Globalleşen dünya koşullarında oluşan geniş pazar payı bütün işletmelerin eski alışkanlıklarından vazgeçmesi neden olmuştur. Sınırlı sermayeyle yönetilen yerel işletmeler yerini dünyanın dört bir yanına yayılma arzusu ile iletişim ağlarını genişletmiş, teknolojik gelişmelerden yararlanmış büyük şirketlere bırakma eğilimine girmiştir. Bu kadar büyük çaplı müşteri portföyüne hizmet edebilmek için şirketler farklı büyüme ve gelişme araçlarına başvurmuşlardır.

Satın alma ve birleşme işlemi, yeni pazar arayışına giren firmaların bölgesel tanınırlığını arttırma, bölgenin demografik yapısını başka bir şirket ve personel yardımıyla tanımasına izin verdiği gibi, lojistik, hammadde malzeme ve hizmet gibi birçok alanda hazır bir düzene yerleşebilmesini sağlamaktadır. Bu işlem sayesinde şirketler sermayelerini arttırdığı gibi hazır müşteri portföyünden de yararlanabilmektedir.

Satın alma ve birleşme aynı zamanda rakiplerinden daha avantajlı konuma geçmek isteyen firmalar için önemli bir yatırım olmaktadır. Rakip firmaları bünyesinden katma yoluyla veya tedarik sistemini güçlendirmek amacıyla yapılan bu işlemler şirketlerin zorlu pazar koşullarında avantaj elde etmesini kolaylaştırmaktadır.

Bu amaçlara hizmet etmek amacıyla gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemleri her zaman işlemi yapan için pozitif bir etki yaratmamaktadır. Entegrasyon aşamasındaki eksiklikler, yönetsel hatalar, yanlış finansal hesaplamalar şirketleri satın alma ve birleşme sonrasında finansal açıdan daha zor bir duruma sokmaktadır.

Bu çalışmada BİST 100'ün içerisinde yer alan 35 şirketten elde edilen verilerle oluşturulan örnekleme, bütün şirketlerin tek tek finansal tabloları incelenmiştir. Finansal tablolardan elde edilen sayesinde her bir şirket için oran analizinde kullanılan 7 oran belirlenmiş ve hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlarla tek bir değer elde edilebilmesi amacıyla toplanıp ortalamaları alınmıştır. Bu işlem birleşme ve satın alma işlemini kapsayan 3 yıllık süreç le 3 yıllık süreç için ayrı ayrı yapılmıştır. Bu sayede tek bir değer üzerinden hesaplama yapma imkânı ortaya çıkmıştır. SPSS 22 paketinde yer alan *Descriptive Means* yardımıyla satın alma ve birleşme öncesinde ve sonrasında hesaplanan değerler ikili karşılaştırmalara alınmış olup şirketlerin yaptıkları işlemler sonra nasıl kazanımlar kazandığı veya kaybettiği hesaplanmıştır.

Çalışmanın amacı, son zamanlarda oldukça yaygın olarak kullanılan satın alma ve birleşmenin uzun vadede şirketler için pozitif bir fayda yaratıp yaratmadığını anlamaktır. Geçmiş verilerle işlem sonrası geçen süre zarfında finansal oranlarda oluşan değişimler incelenmiş olup şirketlerin bilanço, nakış akım tablosu veri setlerini oluşturmada yardımcı olmuştur. Yapılan analizler sonucunda satın alma ve birleşme işlemlerinin şirketin finansal yapısına zarar verdiği görülmüştür. Finansal analiz yapılırken 7 farklı finansal orandan yararlanılmıştır. Borç devir hızı, varlık karlılığı, özsermaye karlılığı ve borç/özsermaye oranlarında anlamlı bir şekilde negatif bir değişim görülmüştür. Cari oran, alacak devir hızı ve net kâr marjında ise anlamlı bir farklılık saptanamamıştır. Bu bulgulardan yola çıkarak şirketin yarattığı kar, yapılan varlık yatırımını karşılamaya yetmemiş olup hissedarların yatırımlarının kar bazında yeterli bir dönüşüme uğramadığı saptanmıştır. Son olarak şirketlerin finansal yapısı bozulmuş olup borçlarını yapılandırma konusunda sorun yaşayıp, borçlanma yoluna gittikleri saptanmıştır.

BİST 100 içerisinde yer alan 35 şirketten oluşan veri setinden çıkan sonuçlar ışığında beklenenin tersi olarak şirketler satın alma ve birleşme işlemlerinden zarar görmüşlerdir. Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002)¹⁴⁰ beklenenin aksine işlem sonrasında karlılık, satış oranları gibi konularda işlem öncesi oranla kötüleşme saptamıştır. Varlık karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) oranlarında negatif bir değişim gözlemlenmiştir. Ghosh, A. (2001)¹⁴¹ ise nakış akış tablosu yardımıyla yaptığı çalışmada şirketlerin herhangi bir pozitif kazanç sağlayamadıklarını görmüştür. Cari oranı etkileyen en önemli kalemlerden olan stoklar konusunda işlem sonrası bir azalma saptamış olup anlamlı bir farklılık bulamamıştır. Hoshino, Y. (1982)¹⁴² Japonya’da gerçekleşen birleşme işleminin sonucu olarak şirketlerin borç/özsermaye, devir hızı oranları gibi finansal göstergelerde işlem sonrası kötüleşme ve bozulma saptamıştır.

Elde edilen sonucun tersine literatürde satın alma ve birleşmenin pozitif etkisiyle ilgili bulgular da bulunmaktadır. Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992)¹⁴³ işlem sonrası varlık karlılığının artmasıyla beraber şirketin nakış akışında iyileşme saptamışlardır. Cornett, M. M., & Tehranian, H. (1992)¹⁴⁴ ve Altunbaş, Y., & Marqués, D. (2008)¹⁴⁵ çalışmalarında birleşme ve satın alma işlemlerinin şirketlerin finansal performanslarına faydalı olduğu bulmuşlardır.

¹⁴⁰ Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002). *Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers*. S. 364–365.

¹⁴¹ Ghosh, A. (2001). *Does operating performance really improve following corporate acquisitions?* S. 176–177.

¹⁴² Hoshino, Y. (1982). *The Performance of Corporate Mergers in Japan*. S. 162–163.

¹⁴³ Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* S. 164–165.

¹⁴⁴ Cornett, M. M., & Tehranian, H. (1992). *Changes in corporate performance associated with bank acquisitions*. *Journal of Financial Economics*, 31 (2), S. 233.

¹⁴⁵ *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities*. *Journal Altunbaş, Y., & Marqués, D. (2008). of Economics and Business*, 60 (3), S. 216.

Türkiye’de yer alan en büyük ölçekli şirketler tarafında meydana gelen satın alma ve birleşme işlemlerinden negatif sonuç bulmamızın birkaç sebebi olabilmektedir. 3 yıllık süre zarfını ele alarak yapılan bu çalışma ister istemez kesin sonuç bulmamızı zorlaştırmaktadır. Ele alınan sürede Türkiye yaşanan önemli kur artışı ve ekonomik bunalım tüm işletmeleri olduğu gibi BİST 100 şirketlerini de etkilemesi muhtemeldir. Yapılan çalışmadaki sektör çeşitliliği her ne kadar bankacılık sektörünün elimine edilmesine rağmen sonuçlarda etkin rol oynamış olabilmektedir.

Çalışmanın daha etkin bir sonuç elde edilebilmesi için örneklem sayısının sektör bazından arttırılması gerekmektedir ancak Türkiye’deki finansal piyasa büyüklüğü ve Borsa’da işlem gören şirket azlığı bu örneklemin oluşturulmasını zorlaştırmaktadır. Çalışmada yer almayan bazı finansal oranlar eklenerek yapılan çalışma daha da geliştirilip daha etkili bir sonuç bulanabilmektedir. Ekonomik buhranların yaşanmadığı dönemlerde 3 yıllık zaman zarfı 5 yıla çıkartılarak daha uzun vadede değerlendirme yapmak daha doğru sonuçlar bulunmasına yardım edecektir. Satın alma ve birleşmenin işlem büyüklüğü birbirine çok yakın örneklemeler kullanarak şirketlerin işlem hacmine göre nasıl değişim gösterildiğinin araştırılması başka çalışmalarda yardımcı bir unsur olabilmektedir.

Çalışmanın ortaya koyduğu üzere büyük ölçekli şirketler satın alma ve birleşme işlemi gerçekleştirme amaçlarında uzak bir sonuç elde etmişlerdir. Bu negatif sonuçlardan kaçınmak amacıyla yapılan işlemlerdeki hassasiyet hem yönetici bazında hem de hissedarlar bazında detaylı bir şekilde araştırılmalıdır. Sonuçlarda görüldüğü gibi özsermaye karlılığı ve varlık karlılığında anlamlı azalmalar görülmüştür ve bu hem şirketi yönetenlerin hem de finansörlerin yatırımlarından negatif getiri elde ettiklerini göstermiştir. Gelecek yatırımcılar ve karar vericiler çalışmamdan yola çıkarak her satın alma ve birleşme işlemlerinin beklenen getirileri sağlamadığı, şirketin rekabet gücünü arttırmak için en doğru yol olmadığı ve riskli bir yatırım olduğu çıkarımında bulunabilirler. Finansal araç çeşitliliğinin bu kadar çoğaldığı bu dönemde bilinçsiz bir şekilde yapılacak satın alma ve birleşme işlemi yerine başka araçlara kaynak ayırmak şirketlerin ve bireylerin faydasına olacaktır.

KAYNAKÇA

Abbas, Q., Hunjra, A.I., Azam, R.I., Ijaz, M. S. & Zahid M. (2014). Analysis of Pre and Post Merger and Acquisition Financial Performance of Banks in Pakistan. <i>Information Management and Business Review</i> , 6 (4), 177-190.
Ablanedo-Rosas, J. H., Gao, H., Zheng, X., Alidaee, B., & Wang, H. (2010). A study of the relative efficiency of Chinese ports: a financial ratio-based data envelopment analysis approach. <i>Expert Systems</i> , 27 (5), 349-362.
Ahmed, M., Ahmed, Z. (2014). Mergers and Acquisitions: Effect on Financial Performance of Manufacturing Companies of Pakistan. <i>Middle-East Journal of Scientific Research</i> , 21 (4): 689-699.
Akhavain, J. D., Berger, A. N., Humphrey, D. B. (1997). The Effects of Bank Megamergers on Efficiency on Prices: Evidence from the Profit Function. <i>Review of Industrial Organization</i> , 12, 95-139.
Almurni, S., Azhar, E. (2018). Comparative Analysis of Corporate Performance before and after the Merger (Empiric study on public companies). <i>Advances in Economics, Business and Management Research</i> , 73, 52-56.
Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. <i>The Bell Journal of Economics</i> , 12 (2), 605-617.
Auerbach, A. J., Reishus, D. (1987). The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions. <i>National Bureau of Economic Research</i> , 69-86.
Akdoğu, E. (2011). Türkiye’de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo. <i>Muhasebe ve Finansman Dergisi</i> , 137-152.

Aydın N., Şen M., Berk N. (2012). Finansal Yönetim-1. TC. Anadolu Üniversitesi, I. Baskı, Yayını No: 2577 Açık Öğretim Fakültesi Yayını No: 1547, Eskişehir.
Barnes, P. (1987). The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> , 14 (4), 449-461.
Beccalli, E., Frantz, P. (2013). What are the Determinants of Mergers and Acquisitions in Banking? <i>New Issues in Financial Institutions Management</i> , 171-199.
Besley, S., Brigham, E. F. (2008). <i>Essentials of Managerial Finance</i> , IV Baskı, Thomson South-Western, Ohio.
Berkovitch, E., Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. <i>The Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> , 28 (3), 347-362.
Buckley, P. J., Ghauri, P. N. (2002). <i>International Mergers and Acquisitions: A Reader</i> . Cengage Learning EMEA, Hampshire.
Buffett, M., Clark D. (2008) <i>Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements The Search for the Company with a Durable Competitive Advantage</i> . Scribner, New York.
Bull, R. (2008). <i>Financial Ratios: How to use financial ratios to maximise value and success for your business</i> . CIMA, Burlington.
Campa, J. M., Hernando, I. (2006). M&A Performance in the European Financial Industry. <i>Journal of Banking & Finance</i> , 30 (12), 3367-3392.
Alhenawi, Y., Stilwell, M. (2017). Value creation and the probability of success in merger and acquisition transactions. <i>Review Quantitative Finance and Accounting</i> , 49, 1041–1085.

Chen, K. H., Shimerda, T. A. (1981). An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios. <i>Financial Management</i> , 10 (1), 51-60.
Choi, J., Harmatuck, D. (2006). Post-operating performance of construction mergers and acquisitions of the United States of America. <i>Canadian Journal of Civil Engineering</i> , 33 (3), 266-277.
Ciaran, W. (2006). Key Management Ratios, The clearest guide to the critical numbers that drive your business. IV. Baskı. Pearson Education, London.
Claessens, S., Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. <i>Emerging Markets Review</i> , 15, 1-33.
Courtis, J. K. (1978). Modelling a Financial Ratios Categorical Framework. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> , 5 (4), 371-386.
Cornett, M. M., & Tehranian, H. (1992). Changes in corporate performance associated with bank acquisitions. <i>Journal of Financial Economics</i> , 31 (2), 211–234.
DiGeorgio, R. (2002). Making mergers and acquisitions work: What we know and don't know – Part I. <i>Journal of Change Management</i> , 3 (2), 134-148.
Eyüboğlu, K., Sevim, U. (2017). Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Finansal Oranlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği, <i>Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi</i> , 9 (2), 127-138.
Galpin, T. J., Herndon, M. (2007). The Complete Guide to Mergers and Acquisitions: Process Tools to Support M&A Integration at Every Level. II Edition, John Wiley & Sons, Inc., San Francisco.
Gaughan, P. A. (2007). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings. IV Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Ghosh, A., & Jain, P. C. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. <i>Journal of Corporate Finance</i> , 6 (4), 377–402.
Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions?. <i>Journal of Corporate Finance</i> , 7 (2), 151-178.
Graham, B., Meredith, S. B. (1998). <i>The Interpretation of Financial Statements</i> , Harper&Row Publishers, Inc., New York.
Healy, P. J., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers. <i>Journal of Financial Economics</i> , 31 (2), 135–175.
Heron, R., Lie, E. (2002). <i>Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers</i> . <i>The Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> , 37 (1), 137- 155.
İlarslan, K., Aşıkoğlu, R. (2012). Birleşme ve Satın Almaların İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: Panel Veri Analizi. <i>Finans Politik & Ekonomik Yorumlar</i> , 49 (572), 59-77.
Ismail, T. H., Abdou, A. A., Annis R. M. (2011). Exploring Improvements of Post-Merger Corporate Performance: The Case of Egypt. <i>The IUP Journal of Business Strategy</i> , 8 (1), 7-24.
Joash, G. O., Njangiru, M. J. (2015). The Effect of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Banks (A Survey of Commercial Banks in Kenya). <i>International Journal of Innovative Research & Development</i> , 4 (8), 101-113.
Kemal, M. U. (2011). Post-Merger Profitability: A Case of Royal Bank of Scotland (RBS). <i>International Journal of Business and Social Science</i> , 2 (5), 157-162.
Kruse, T. A., Park H. Y., Park K., Kazunori, S. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation. <i>Pacific-Basin Finance Journal</i> , 15 (2), 154-172.

Kaur, P., Kaur, G. (2010). Impact of Mergers on the Cost Efficiency of Indian Commercial Banks. <i>Eurasian Journal of Business and Economics</i> , 3 (5), 27-50.
Krishnan, R. A., Joshi, S., & Krishnan, H. (2004). The influence of mergers on firms' product-mix strategies. <i>Strategic Management Journal</i> , 25 (6), 587-611.
Hoshino, Y. (1982). The Performance of Corporate Mergers in Japan. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> , 9 (2), 153–165.
Kumar, S., Bansal, L. K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. <i>Management Decision</i> , 46 (10), 1531-1543.
Hogarty, T. F. (1970). The Profitability of Corporate Mergers. <i>The Journal of Business</i> , 43 (3), 317-327.
Horrigan, J. O. (1968). A Short History of Financial Ratio Analysis. <i>The Accounting Review</i> , 43 (2), 284-294.
Horrigan, J. O. (1965). Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis. <i>The Accounting Review</i> , 40 (3), 558-568.
Jallow, M. S., Masazing, M., Basit A. (2017). The Effects of Mergers & Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies. <i>International Journal of Accounting & Business Management</i> , 5 (1), 74-92.
Jordan, W. A. (1988). Problems Stemming from Airline Mergers and Acquisitions. <i>Transportation Journal</i> , 27 (4), 9-30.
Karuranga, E., Asti, F., Musonera, E. & Mohiuddin, M. (2011). The Impact of Foreign Direct Investment on Financial Performance: Results from the Mergers and Acquisitions (M&A) Experience of Canadian Firms from 1999 to 2005. <i>International Review of Business Research Papers</i> , 7 (4), 25-45.

Kemal, M. U. (2011). Post-Merger Profitability: A Case of Royal Bank of Scotland (RBS). <i>International Journal of Business and Social Science</i> , 2 (5), S. 157-162.
Konak, B., Çıtak L. (2018). Şirket Birleşme ve Devralmalarının Firma Performanslarına Etkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Karşılaştırmalı Analiz. <i>Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi</i> , 8 (16), 191-211.
Kumar, S., & Bansal, L. K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. <i>Management Decision</i> , 46 (10), 1531–1543.
Krug, J. A., Hegarty, W. H. (1997). Postacquisition Turnover among U.S. Top Management Teams: An Analysis of the Effects of Foreign vs. Domestic Acquisitions of U.S. Targets. <i>Strategic Management Journal</i> , 18 (8), 667-675.
Lai, K. Y., Ling, T. P., Eng, T. K., Cheng, L. S., & Ting, L. F. (2015). Financial Performance of Malaysia Local Banks: During Periods of Pre-Merger and Post-Merger. <i>Journal of Economics, Business and Management</i> , 3 (9), 826-831.
Lehto, E., Böckerman, P. (2008). Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. <i>Journal of Economic Behavior & Organization</i> , 68 (1), 112–124.
Mahesh R., Prasad D. (2012). Post Merger And Acquisition Financial Performance Analysis: A Case Study of Select Indian Airline Companies. <i>International Journal of Engineering and Management Sciences</i> , 3 (3), 362-369.
Malhotra, S., Zhu, P. (2006). Shareholder Benefits and Firm Performance: An Empirical Analysis of International Acquisitions by Firms from a Developing Economy. <i>SSRN Electronic Journal</i> , 1-23.
Mantravadi, P., Reddy, A. V. (2008). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. <i>International Research Journal of Finance and Economics</i> , 22, 192-204.

Martani, D., Mulyono, Khairurizka, R. (2009). The effect of financial ratios, firm size, and cash flow from operating activities in the interim report to the stock return. Chinese Business Review, 8 (6), S. 44-55.
Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. Journal Altunbaş, Y., & Marqués, D. (2008). of Economics and Business, 60 (3), 204–222.
Michael, R., Pizzica, A. J., LLC, Penhagenco (2015). Financial Ratios for Executives: How to Assess Company Strength, Fix Problems, and Make Better Decisions, Apress, New York.
Motis, J. (2007). Mergers and Acquisitions Motives. University of Crete, Department of Economics, 730, 1-31.
Nurfauziah, Ainy, R. N. (2018). Financial Performance Analysis of Companies With Merger and Acquisition Deals. The 2018 International Conference of Organizational Innovation, 862-872.
Odeck, J. (2008). The effect of mergers on efficiency and productivity of public transport services. Transportation Research Part A: Policy and Practice, 42 (4), 696-708.
Ollinger, M., Nguyen, S. V., Blayney D., Chambers B., & Nelson K. (2006). Food Industry Mergers and Acquisitions Lead to Higher Labor Productivity. Economic Research Report, 27, S. 1-24.
Öztürk İ., S., Yeşilyurt (2019). Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist’te Bir İnceleme. İşletme Araştırma Dergisi, 11 (3), 2016-2026.

Ooghe H., Van Laere E., De Langhe T. (2006). Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of the Post-Acquisition Performance of Privately Held Belgian Companies. <i>Small Business Economics</i> , 27, 223–243.
Natali, Y. (2018). Comparative Effects of Mergers and Acquisitions on the Companies Financial Performance. Faculty of Economics and Business, Perbanas Institute, Indonesia, 9 (81), 248-257.
Oduro, I. M., Agyei, S. K. (2013). Mergers & Acquisition and Firm Performance: Evidence from the Ghana Stock Exchange. <i>Research Journal of Finance and Accounting</i> , 4 (7), 99-107.
Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, M. L. (1999). <i>Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases</i> , II. Baskı, Southwestern Pub Co.
Pazarskis M., Vogiatzogloy, M., Christodoulou, P. & Drogalas, G. (2006). Exploring the improvement of corporate performance after mergers-the case of Greece. <i>International Research Journal of Finance and Economics</i> , 1, 184-192.
Porter, M. E. (1985). <i>Technology and Competitive Advantage. Journal of Business Strategy</i> , 5 (3), 60–78.
Pryor, F. L. (2001). Dimensions of the Worldwide Merger Boom. <i>Journal of Economic Issues</i> , 35 (4), 825-840.
Powell, R. G., Stark, A.W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. <i>Journal of Corporate Finance</i> , 11, 293-317.
Pritchett, P. (1997). <i>After the Merger: The Authoritative Guide for Integration Success</i> . The McGraw-Hill Companies, Inc., New York.

Rahman, R. A., Limmack, R. J. (2004). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i> , 31 (3-4), 359-400.
Rashid, A., Naeem, N. (2016). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. <i>Borsa İstanbul Review</i> , 17 (1), S. 1-44.
Ramaswamy, K. P., Waagelein J. F. (2003). Firm Financial Performance Following Mergers. <i>Review of Quantitative Finance and Accounting</i> , 20: 115–126.
Reed, S. F., Lajoux, A. R., Nesvold, H. P. (2007). <i>The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide</i> , IV Edition, The McGraw-Hill Companies, New York.
Rex Malcolm King, R. M. (1950). <i>Analysis and Use of Selected Financial Ratios as Guides to Management Policies and Practices of Michigan Cooperatives</i> , ProQuest, Michigan.
Rhoades S. A. (1993). Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers. <i>Journal of Banking & Finance</i> , 17 (2–3), S. 411-422.
Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. <i>The Journal of Business</i> , The University of Chicago Press, 59 (2), 197-216.
Sharma, D. S., Ho, J. (2002). The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. <i>Journal of Business Finance Accounting</i> , 29 (1&2), 155–200.
Sherman, A. J., Hart M. A. (2006). <i>Mergers and Acquisitions from A to Z. II</i> . Baskı, American Management Association, New York.

Shim, J. (2011). Mergers & Acquisitions, Diversification and Performance in the U.S. Property-Liability Insurance Industry. <i>Journal of Financial Services Research</i> , 39, 119–144.
Shrivastava, P. (1986). Postmerger Integration. <i>Journal of Business Strategy</i> , 7 (1), 65–76.
Sinha, N., Kaushik, K. P., Chaudhary, T. (2010). Measuring Post Merger and Acquisition Performance: An Investigation of Select Financial Sector Organizations in India. <i>International Journal of Economics and Finance</i> , 2 (4), 190-200.
Smith, P. (1990). Data envelopment analysis applied to financial statements. <i>Omega</i> , 18 (2), 131-138.
Stefano, K. (2015). The Impact of Financial Ratio toward Stock Return of Property Industry in Indonesia. <i>iBuss Management</i> , 3 (2), 222-231.
Stevens, D. L. (1973). Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis. <i>The Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> , 8(2), 149-158.
Switzer, J. A. (1996). Evidence on real gains in corporate acquisitions. <i>Journal of Economics and Business</i> , 48 (5), 443–460.
Tabachnick, B. G., Fidell, L. S. (2007). <i>Using Multivariate Statistics V</i> . Bask1, Pearson Education. Inc., Boston.
Titman, S., Keown, A. J., Martin, J. D. (2018). <i>Financial Management: Principles and Applications</i> , XIII. Bask1, Pearson Education Limited, London.
Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. <i>Strategic Management Journal</i> , 11 (4), 283-295.

Whitaker, S. C. (2012). Mergers & Acquisitions Integration Handbook: Helping Companies Realize The Full Value of Acquisitions. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
Yeh, T., Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. Japan and the World Economy, 14 (3), 347–366.
DuPont de Nemours Inc. Finansal Tablolar. 1 Kasım 2020 tarihinde https://www.wsj.com/market-data/quotes/DD/financials/annual/balance-sheet adresinden erişildi.
Szmigiera, M. (2020). Value of M&A transactions globally. The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), 11 Haziran 2020 tarihinde https://www.statista.com/statistics/267369/volume-of-mergers-and-acquisitions-worldwide/ adresinden erişildi.
Corporate Finance Institute. What is the Price Earnings Ratio? 2 Kasım 2020 tarihinde https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/price-earnings-ratio/ adresinden erişildi.
Deloitte Annual Turkish M&A Review 2017-2018-2019. 12 Haziran 2020 tarihinde https://www2.deloitte.com/tr/tr/pages/mergers-and-acquisitions/topics/merger-and-acquisition-services.html adresinden erişildi.
EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri - 2019 Raporu. 13 Haziran 2020 tarihinde https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-birlesme-satin-alma-islemleri-2019-raporu-m-and-a-2019/\$File/EY-MA-Raporu-Turkiye-2019.pdf adresinden erişildi.

Largest M&A Transactions Worldwide, IMAA analysis ; 10 Haziran 2020 tarihinde <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/#Mergers-Acquisitions-Worldwide> adresinden erişildi.

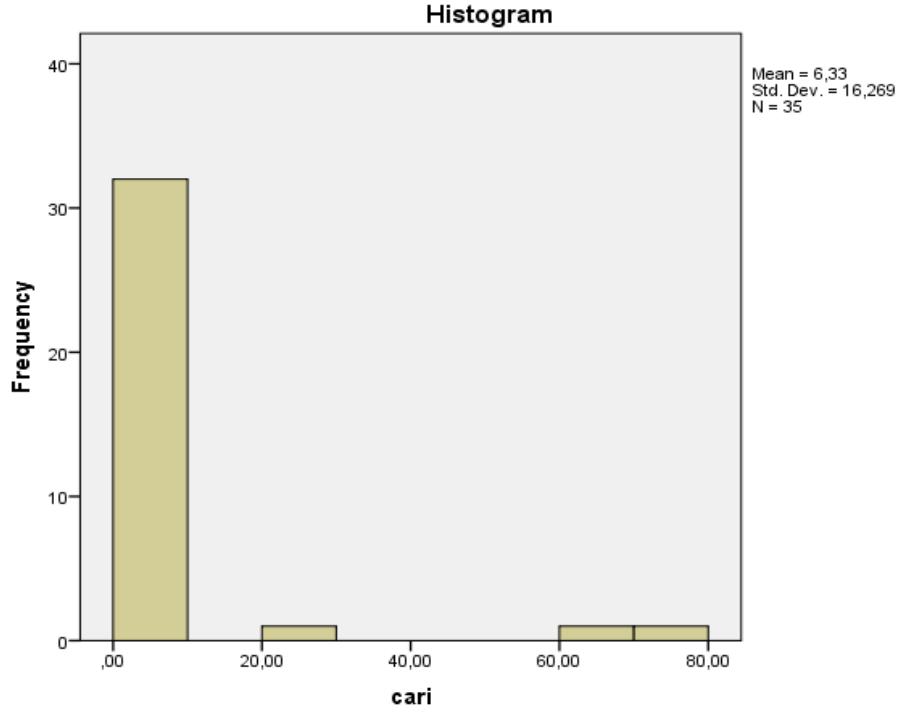
Topak, M. S. (2019). Finansal Tablolar Analizi, Yayımlanmış Ders Notu, Oran Analizi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul. Erişim adresi: http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/ekonometri_ue/finansaltablolaranalizi.pdf

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Analiz, 1 Temmuz 2020 tarihinde <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx> adresinden erişildi.

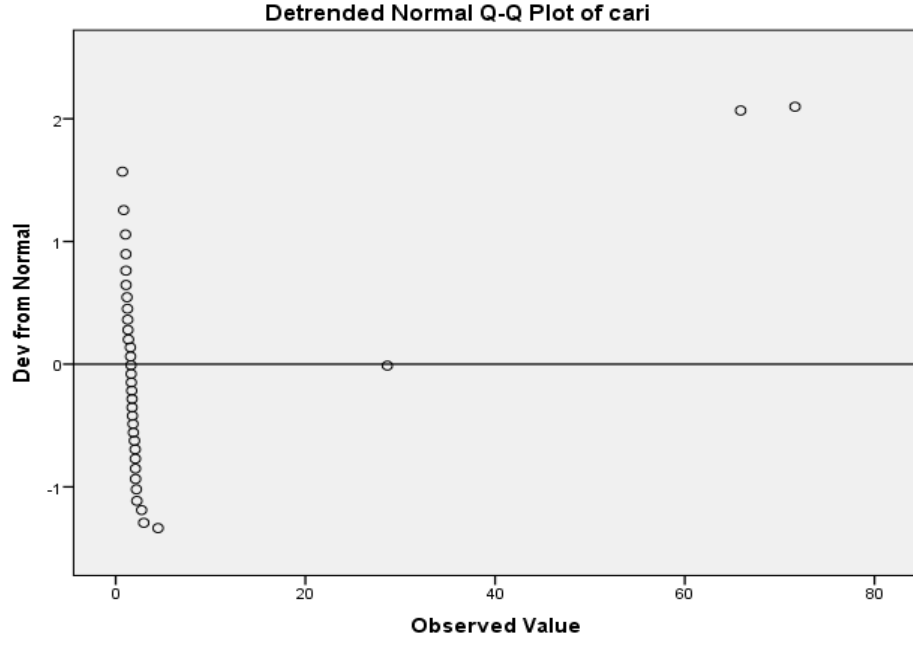
Türk Ticaret Kanunu (2011). Kanun no: 6102, Sayı 27846, Genel Hükümler İlke a, madde 136 s. 11006.

EKLER

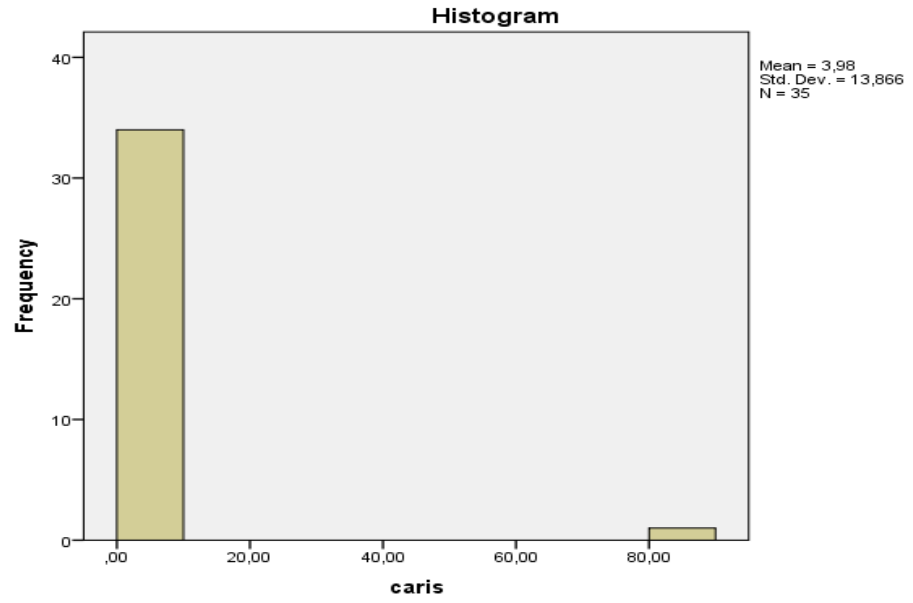
Şekil 1: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Histogramı



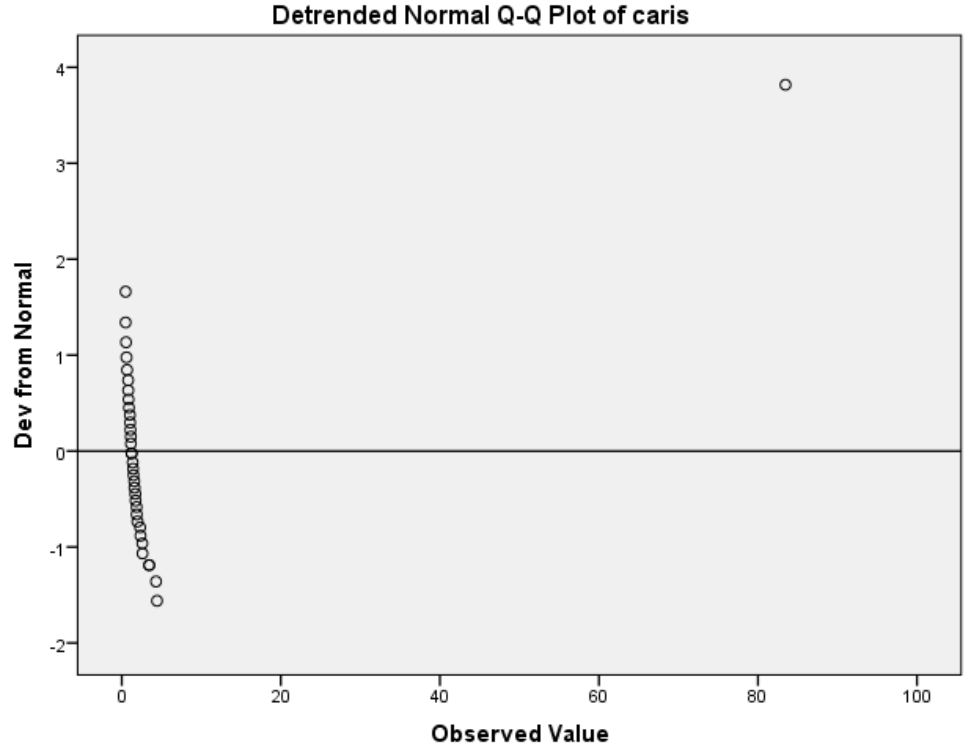
Şekil 2: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Detrended Grafiği



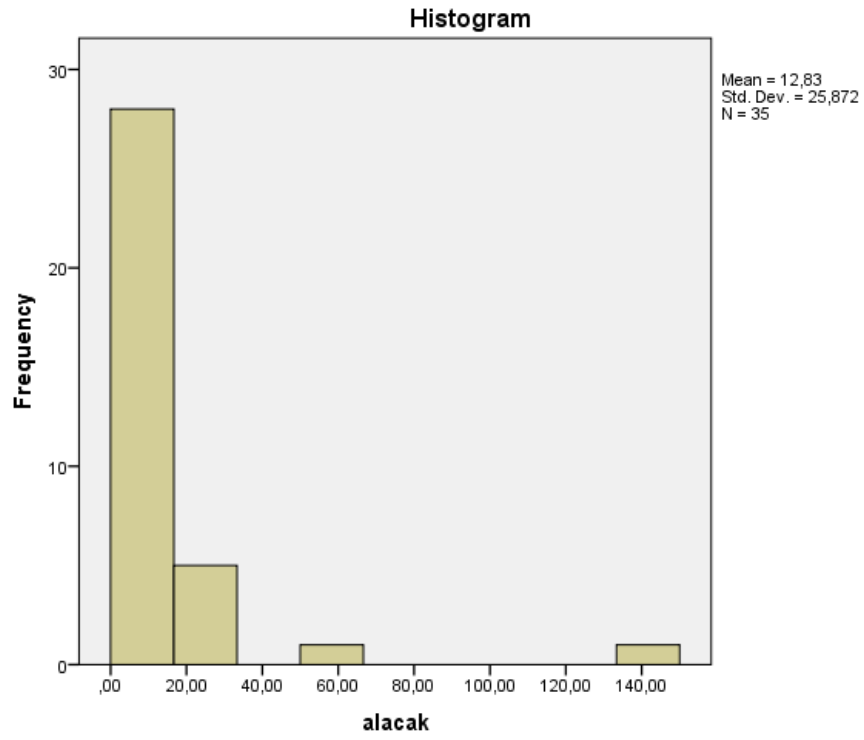
Şekil 3: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Histogramı



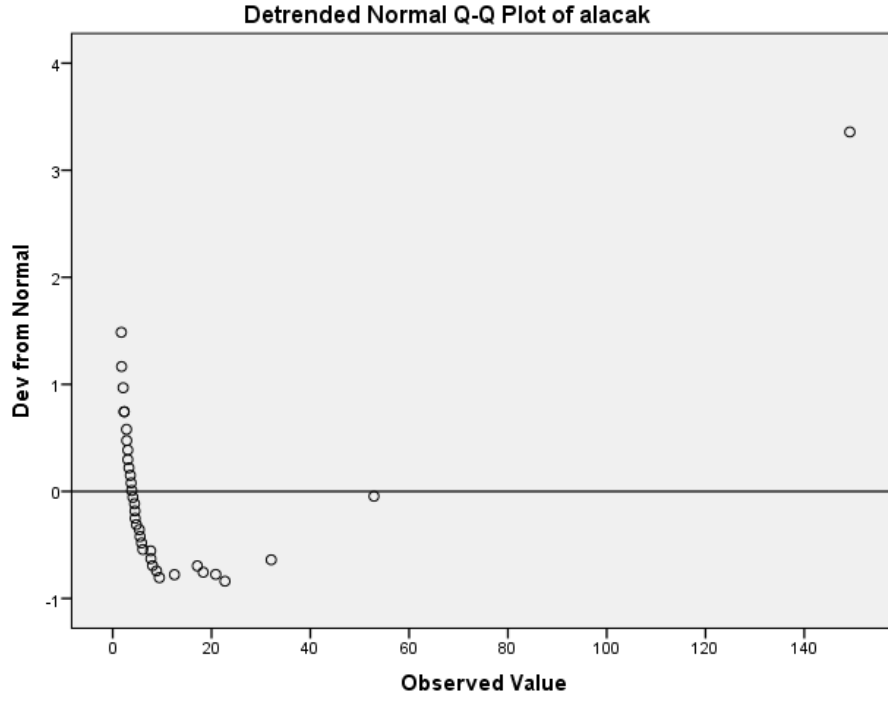
Şekil 4: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Cari Oran Detrended Grafikleri



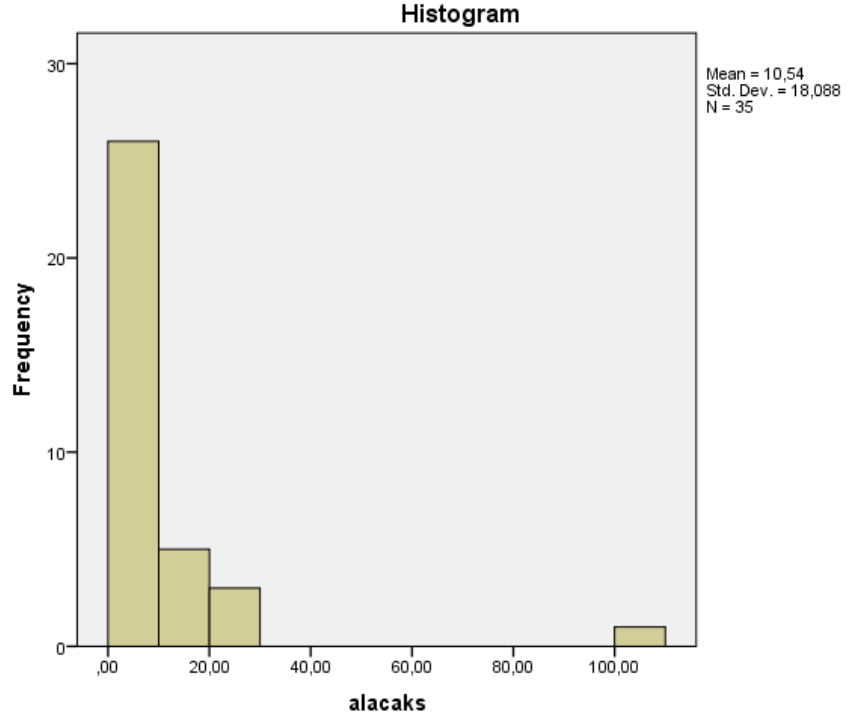
Şekil 5: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı Histogramı



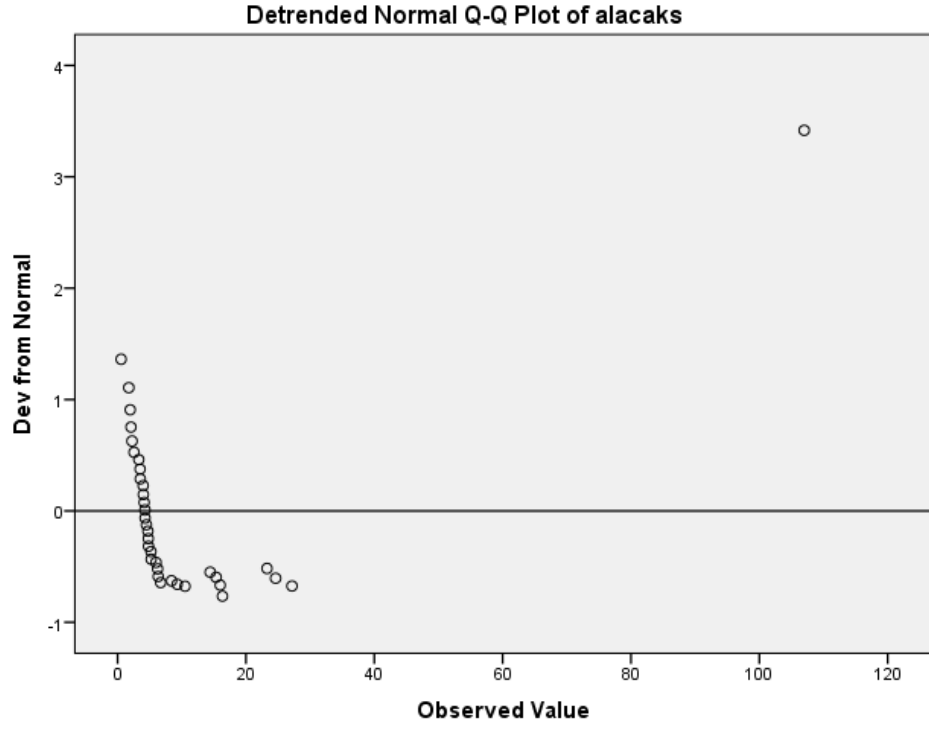
Şekil 6: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı
Detrended Grafikleri



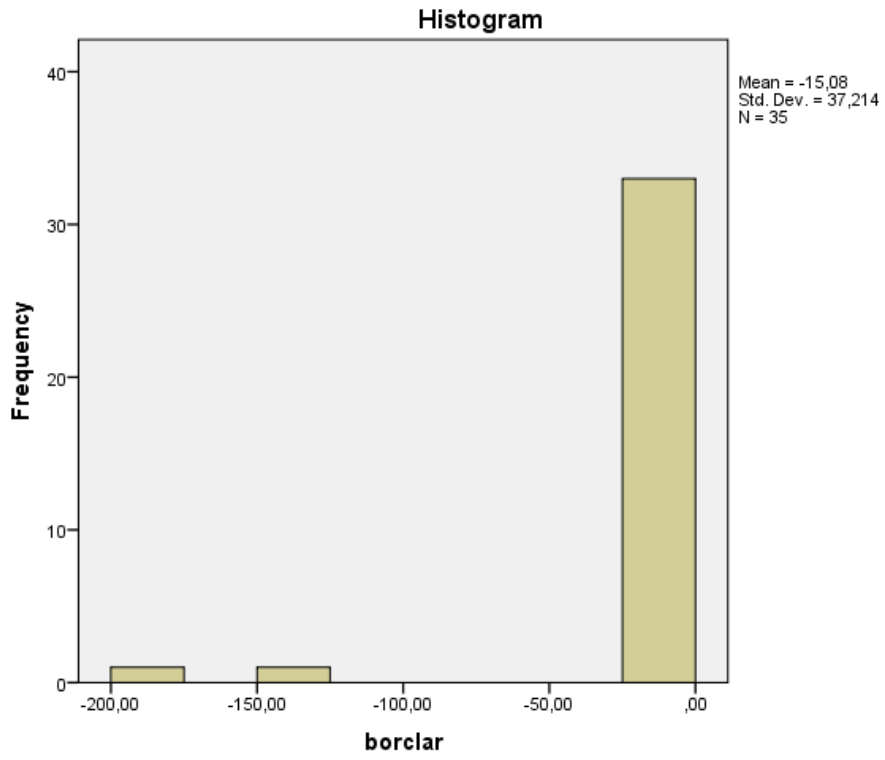
Şekil 7: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı Histogramı



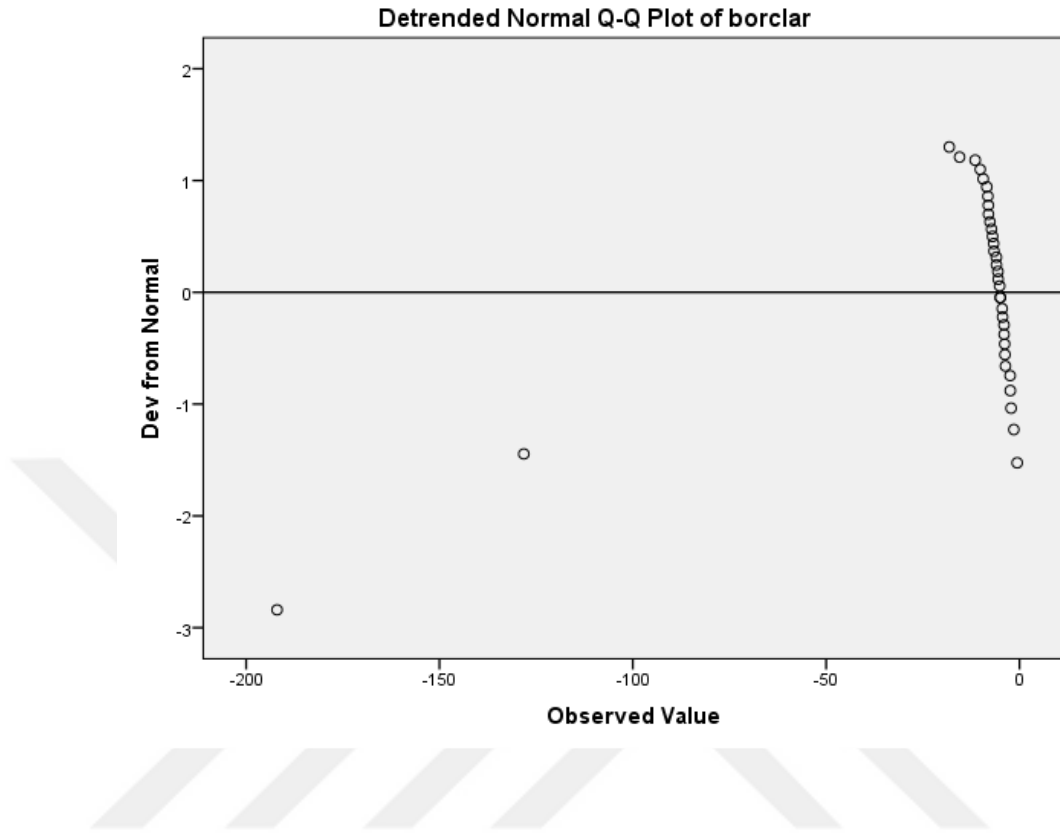
Şekil 8: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Alacak Devir Hızı Detrended Grafikleri



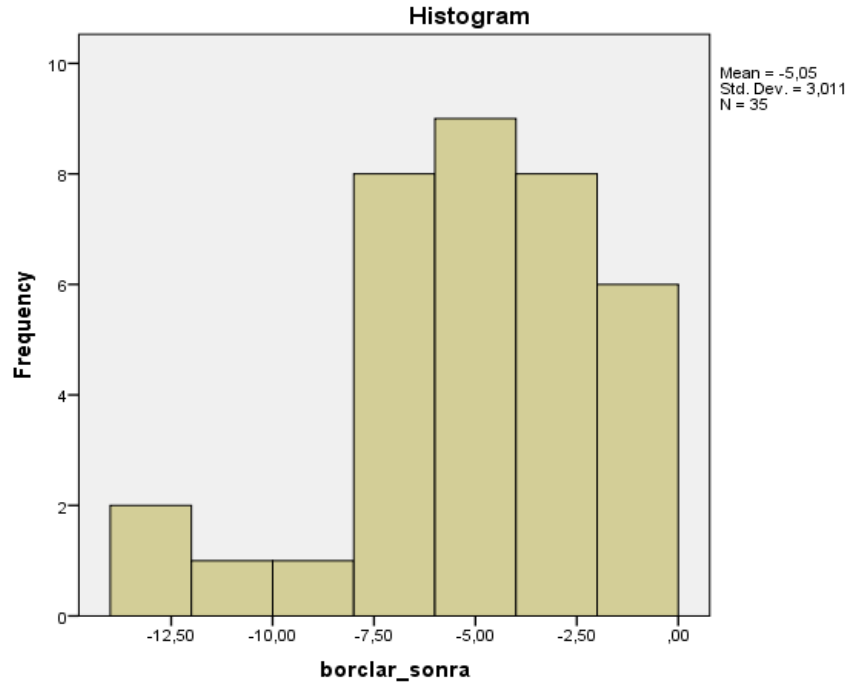
Şekil 9: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar Devir Hızı Histogramı



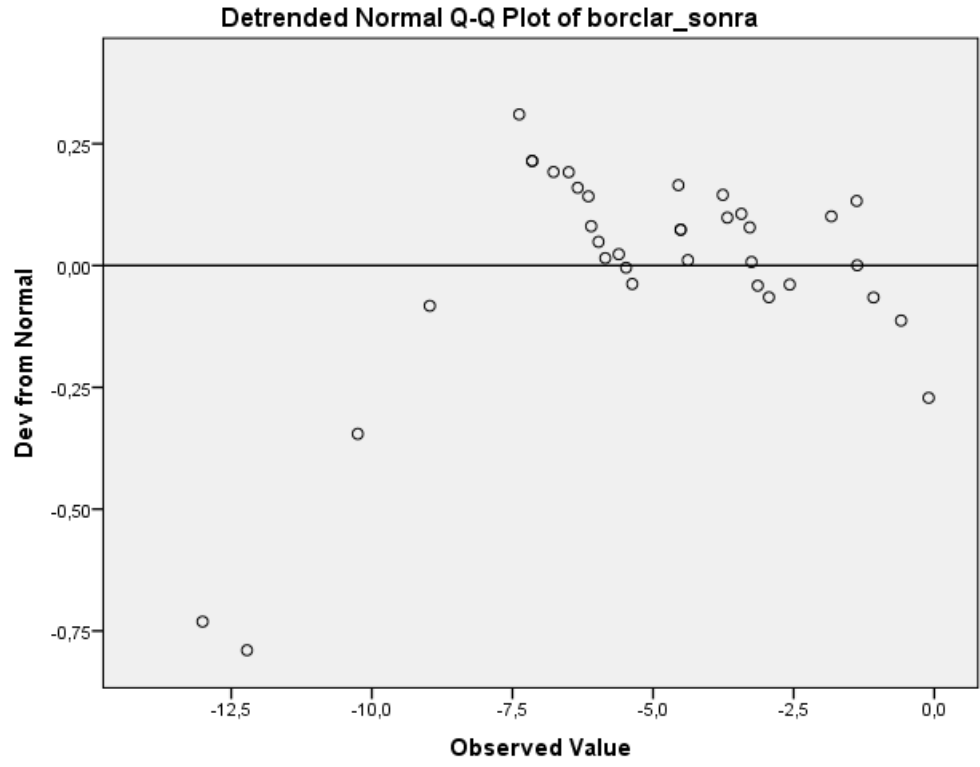
Şekil 10: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar Devir Hızı Detrended Grafikleri



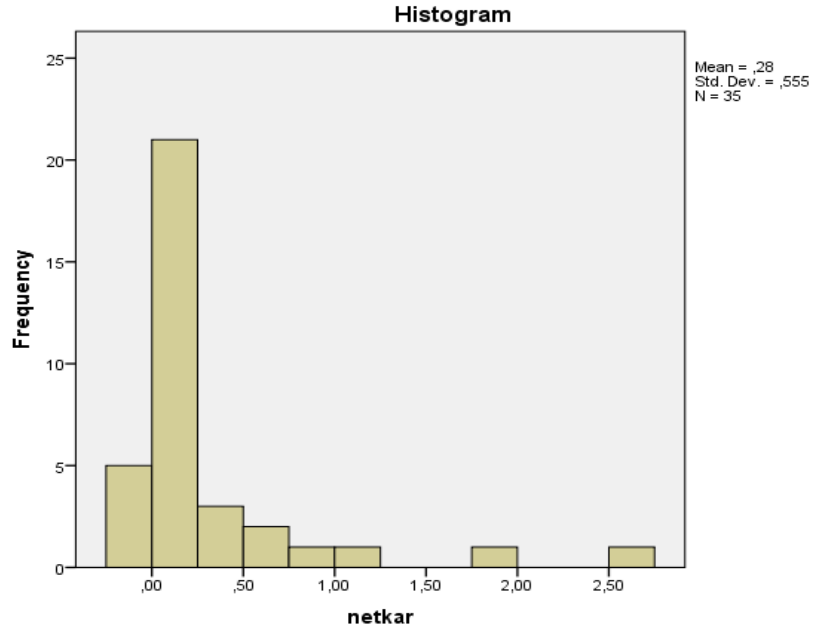
Şekil 11: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar Devir Hızı Histogramı



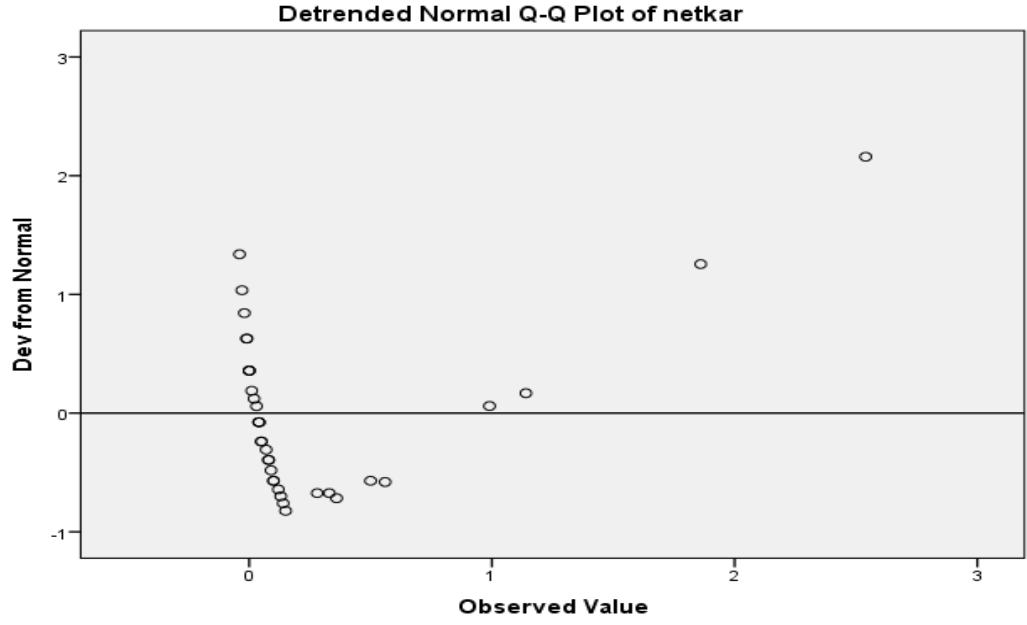
*Şekil 12: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Ticari Borçlar
Devir Hızı Detrended Grafikleri*



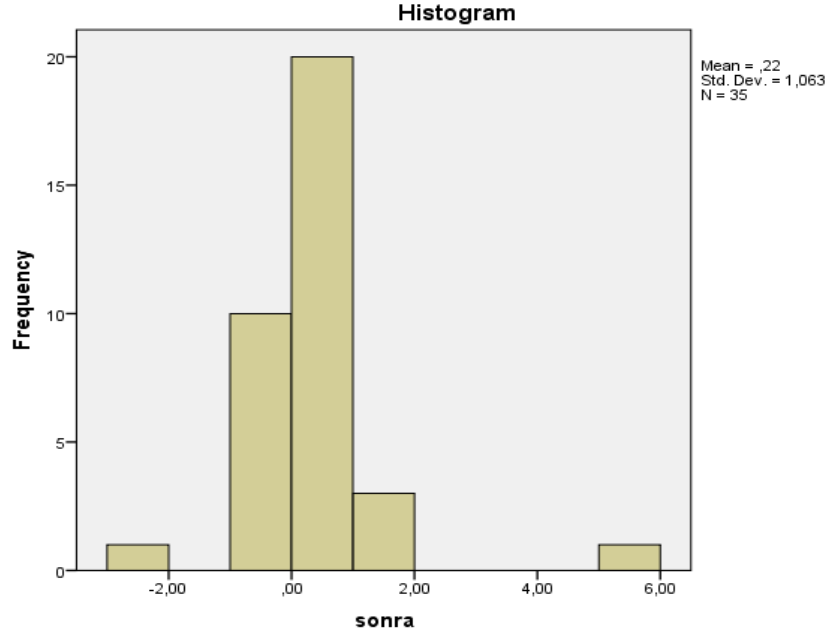
Şekil 13: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Histogramı



Şekil 14: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Detrended Grafikleri



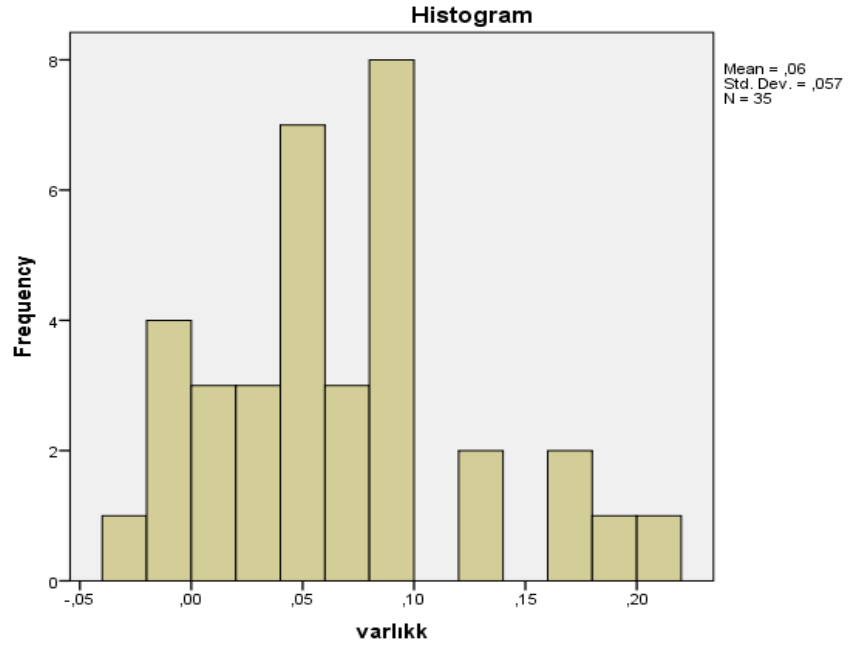
Şekil 15: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Histogramı



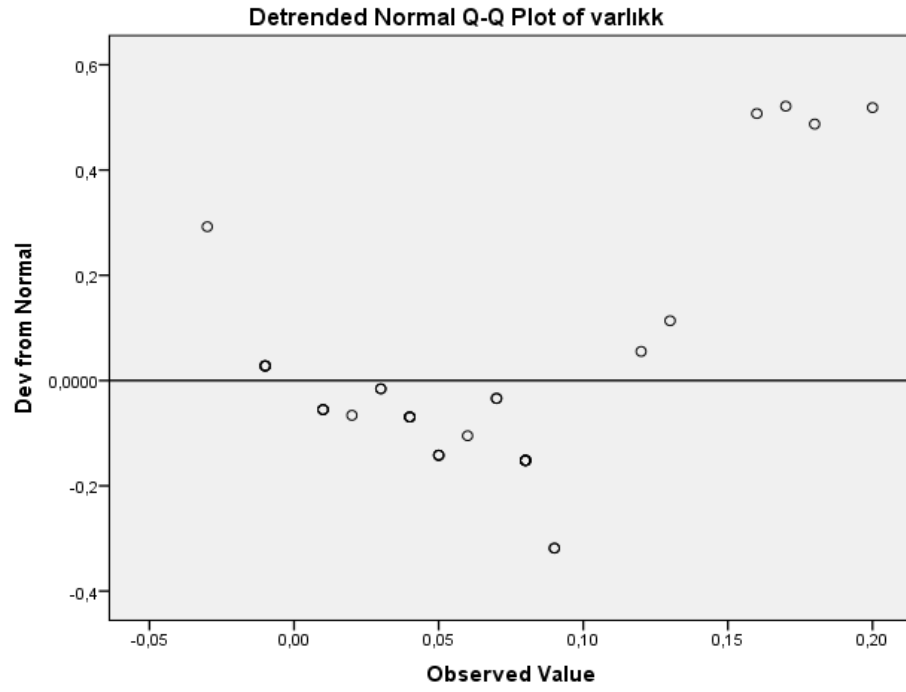
Şekil 16: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Net Kar Marjı Detrended Grafikleri



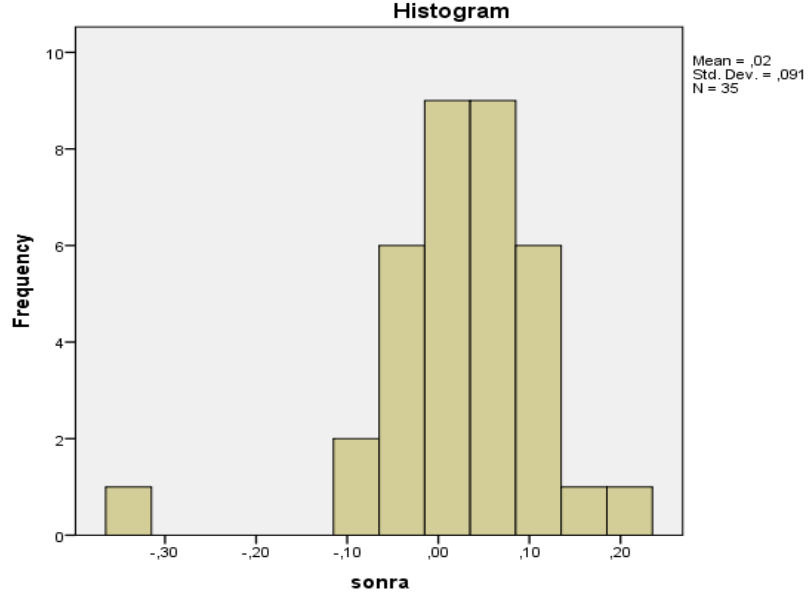
Şekil 17: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı Histogramı



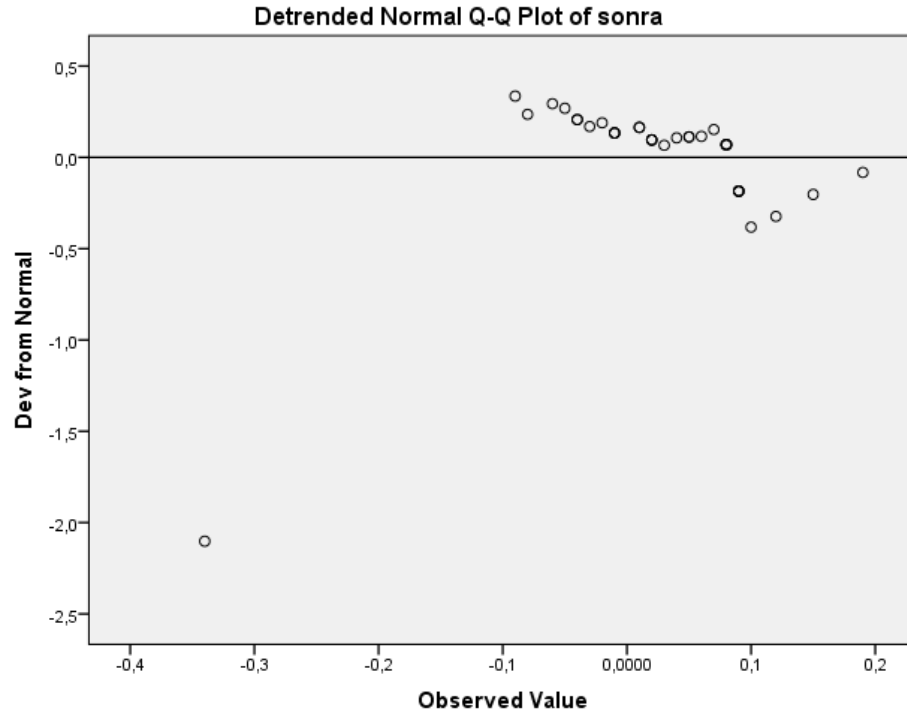
Şekil 18: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı
Detrended Grafikleri



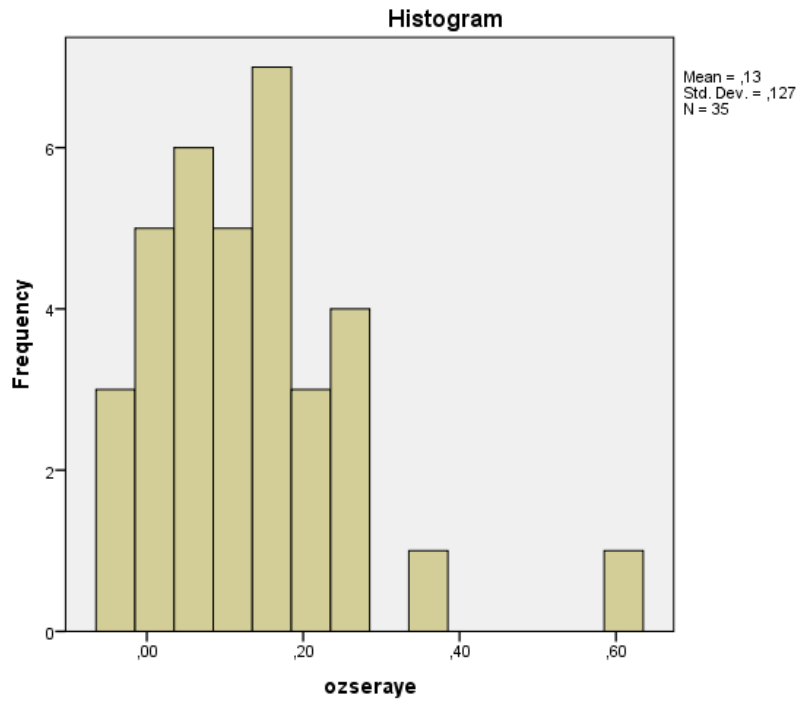
Şekil 19: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı Histogramı



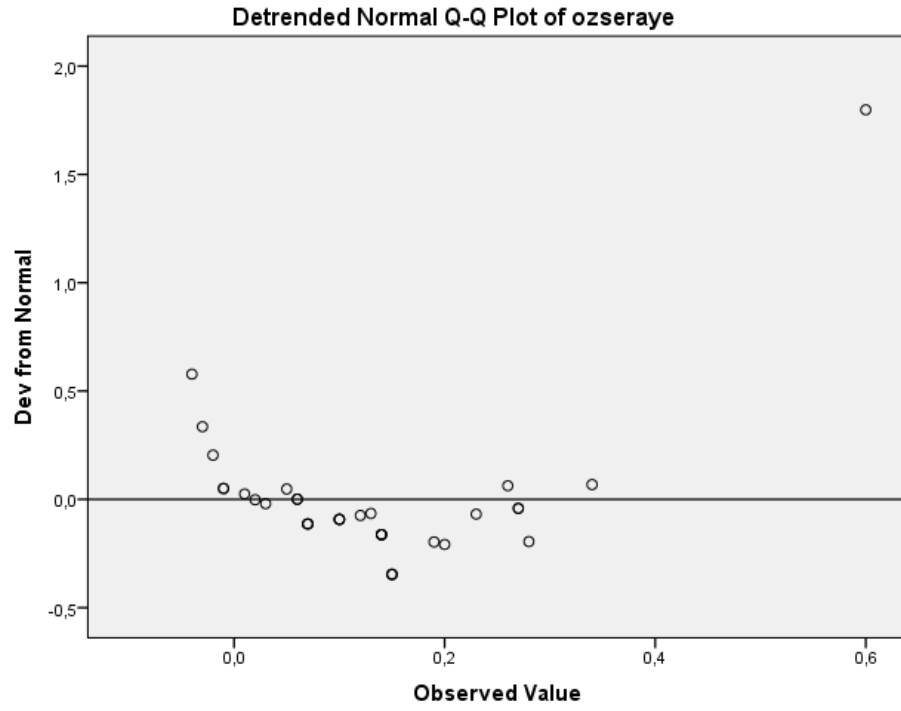
Şekil 20: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Varlık Karlılığı Detrended Grafikleri



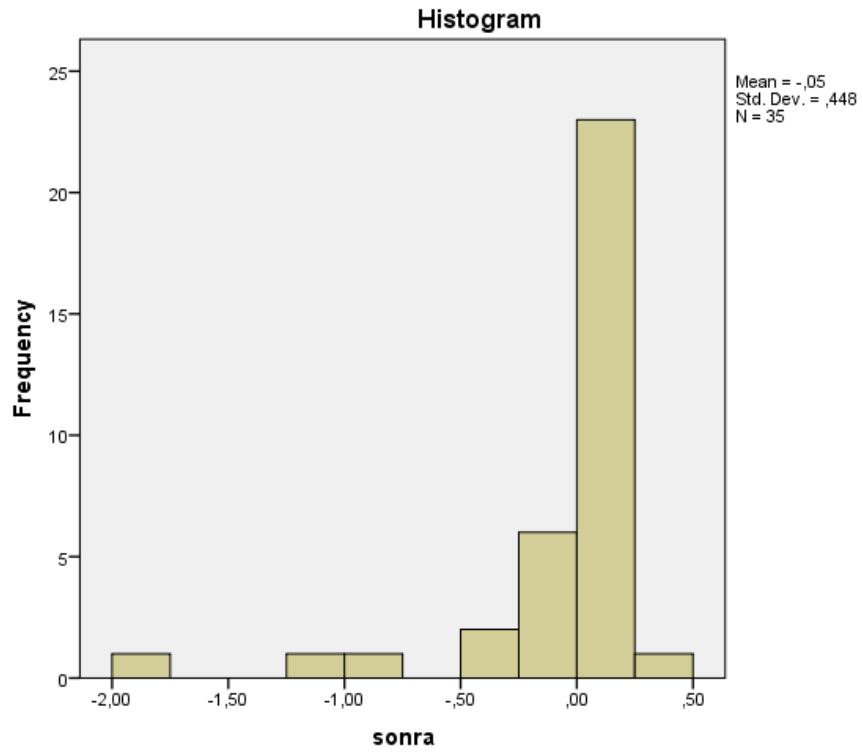
Şekil 21: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Histogramı



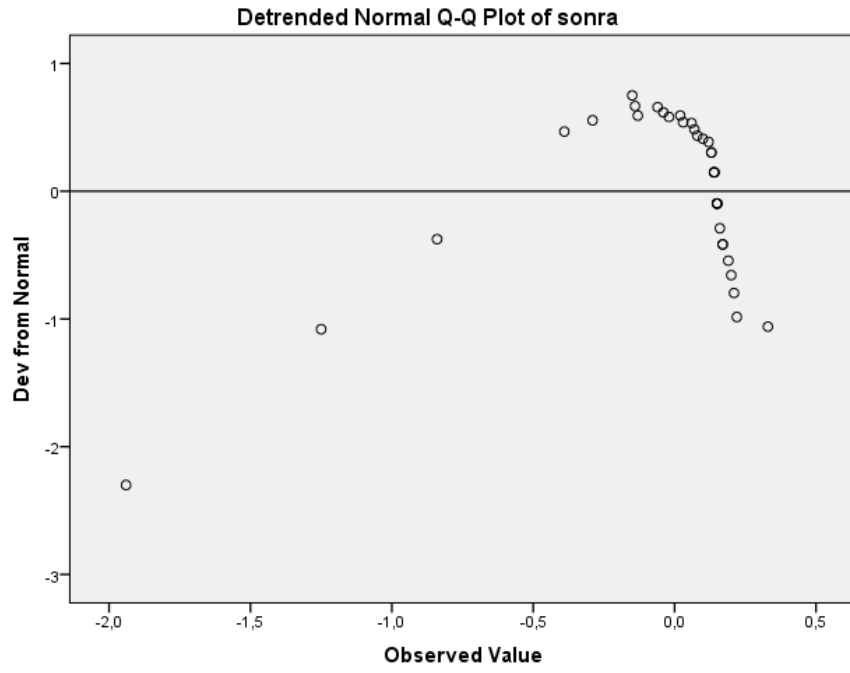
Şekil 22: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Detrended Grafikleri



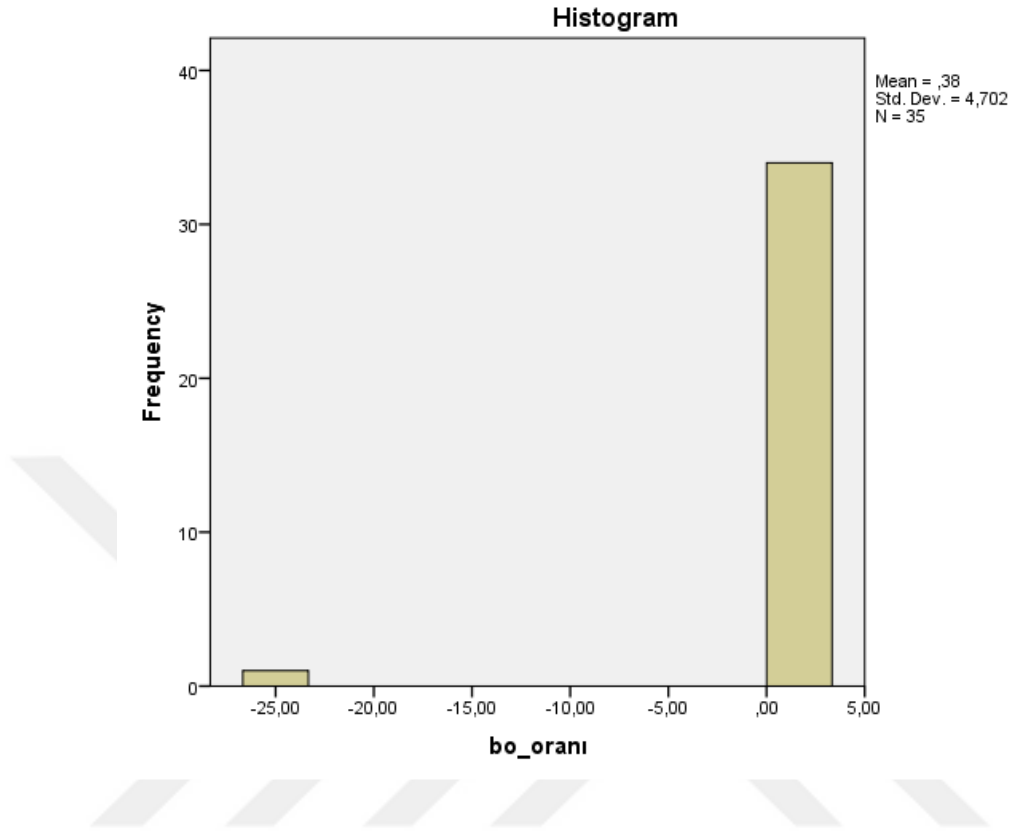
Şekil 23: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Histogramı



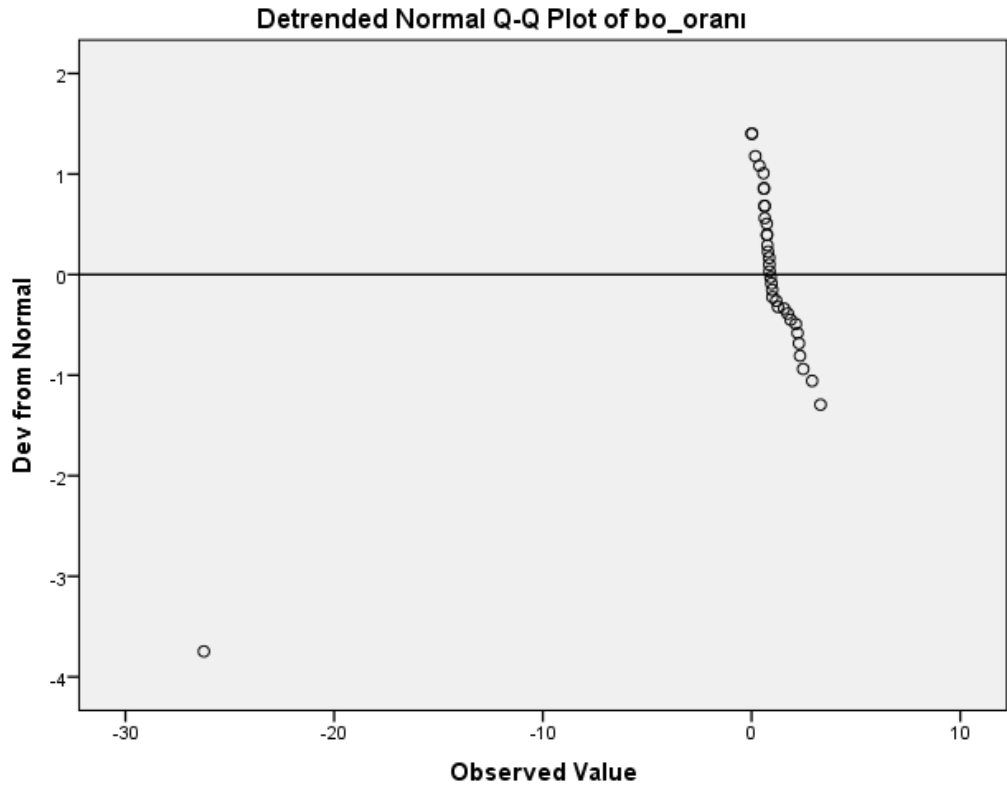
Şekil 24: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki Özsermaye Karlılığı Detrended Grafikleri



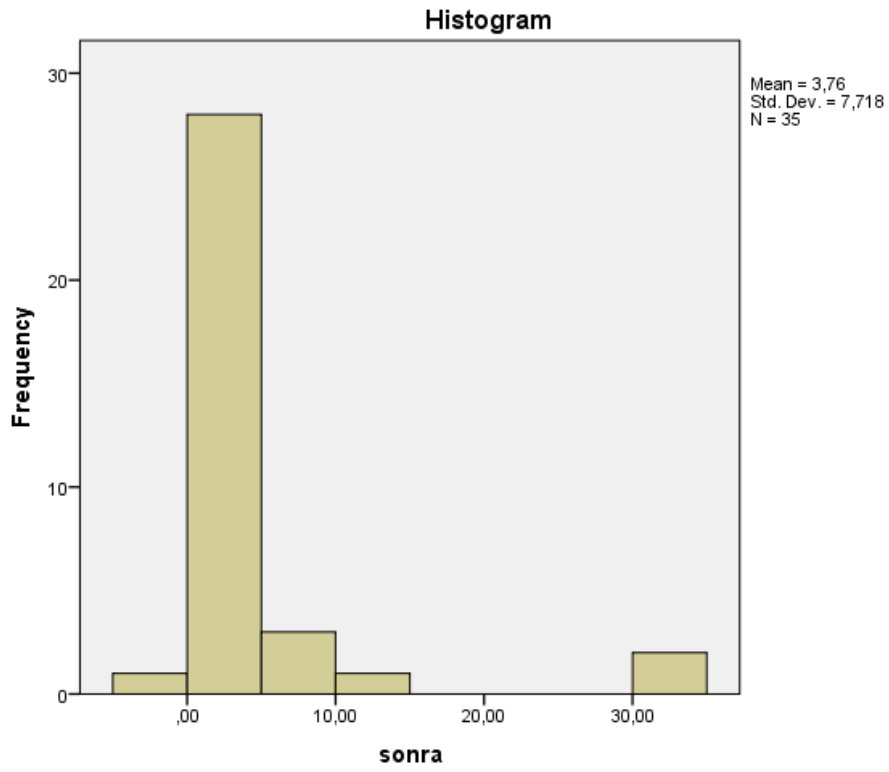
Şekil 25: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı Histogramı



Şekil 26: Satın Alma ve Birleşme Öncesinde 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı
Detrended Grafikleri



Şekil 27: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı
Histogramı



Şekil 28: Satın Alma ve Birleşme Sonrasında 3 Yıllık Süreçteki B/Ö Oranı
Detrended Grafikleri

