

**DEVRALMA YOLUYLA GERÇEKLEŞEN ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN
FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BİST’TE UYGULAMA**

Oya MERT

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**İşletme Anabilim Dalı / Uluslararası İşletmecilik Bilim Dalı
Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs 2019
Danışman: Prof. Dr. Saime ÖNCE**

**Eskişehir
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Temmuz 2019**

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Oya MERT'in "Devralma Yoluyla Gerçekleşen Şirket Birleşmelerinin Finansal Performansa Etkisi: BİST'te Uygulama" başlıklı tezi 16 Temmuz 2019 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan **İşletme** Anabilim Dalı **Uluslararası İşletmecilik** Bilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Saime ÖNCE

Üye : Prof.Dr.Tunç KÖSE

Üye : Doç.Dr.A.Arman KARAGÜL

İmza

Prof.Dr.Bülent GÜNŞOY
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZET

DEVRALMA YOLUYLA GERÇEKLEŞEN ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİNANSAL PERFORMANSA ETKİSİ: BİST’TE UYGULAMA

Oya MERT

İşletme Anabilim Dalı

Uluslar arası İşletmecilik Bilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs 2019

Danışman: Prof. Dr. Saime ÖNCE

İşletmeler, pazar payını genişletmek, karını artırmak, mali yapısını güçlendirmek, rekabetten korunmak gibi nedenlerle başka bir işletme ile birleşebilirler. Birleşme sonrasında finansal performanslarında iyileşme olmasını beklerler. Şirket birleşmelerinin finansal performansa etki edip etmediği üzerinde durulan önemli bir konudur. Bu bağlamda, bu çalışmada hisseleri BİST’te işlem gören, halka açık şirketler tarafından 2009-2014 döneminde devralma yoluyla gerçekleştirilen 21 adet şirket birleşmesinin, devralan şirketlerin finansal performansına etkisinin karlılık, faaliyet, likidite ve mali yapı olmak üzere dört ayrı başlık altında ölçülerek analiz edilmesi amaçlanmıştır.

Birleşmenin devralan şirketlerin finansal performansına etkisinin ölçümünde muhasebe verilerine dayalı çalışmalar yöntemi kullanılmış ve ölçüm işlemi, mutlak ve görelî karşılaştırma olmak üzere iki farklı açıdan ele alınarak gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede mutlak karşılaştırma yapabilmek için öncelikle, devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait finansal performans göstergeleri arasındaki farklılaşma incelenmiştir. Daha sonra görelî karşılaştırma yapabilmek için, devralan şirketlerin birleşme sonrası finansal performans göstergeleri ile kontrol grubu olan, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait finansal performans göstergeleri arasındaki farklılık incelenmiştir (Bunun için Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi kullanılmıştır).

Analizler sonucunda, birleşmelerin devralan şirketlerin finansal performansı üzerinde etkili olduğunu; bu etkinin özellikle şirketlerin, tam anlamıyla olmasa da, mali

yapı ve faaliyet yapısı üzerinde belirginleştığı, karlılık ve likidite yapısı üzerinde ise beklentiyi karşılayacak ölçüde olmadığı tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Birleşme, devralma yoluyla birleşme, şirket performansı, birleşme performansı, performans ölçüm yöntemleri.



ABSTRACT

THE EFFECTS OF MERGERS ON FINANCIAL PERFORMANCE OF ACQUIRER COMPANIES: AN APPLICATION IN THE BIST

Oya MERT

Department of Business Administration

Programme in International Business Administration

Anadolu University, Graduate School of Social Sciences, May 2019

Supervisor: Prof. Dr. Saime ÖNCE

Enterprises may combine with another company for reasons such as expanding their market share, increasing their profits, strengthening their financial structure and protecting them from competition. Enterprises expect an improvement in their financial performance after the merger. Whether or not mergers affect the financial performance is an important issue. In this context, in this study, it is aimed to analyze the effects of 21 mergers of companies, whose shares are traded on the BIST and which are realized by publicly traded companies during the period of 2009-2014, on the financial performance of the acquirer companies in four different aspects such as profitability, activity, liquidity and financial structure.

Accounting data based studies method was used to measure the effect of the merger on the financial performance of the acquirer companies and the measurement process was carried out in two different aspects as absolute and relative comparison. In this context, in order to be able to make an absolute comparison, The differentiation between the financial performance indicators before and after the merger of the acquirer companies was examined. Then in order to be able to make an relative comparison, the difference between the financial performance indicators of the merged companies and the financial performance indicators of the non - merged companies which were control group was examined (Wilcoxon Signed- Ranks Test was used for this).

As a result of analyzes, mergers make an effect on the financial performance of acquirer companies; this effect has been determined especially on the financial structure and activity structure of the companies, if not literally, and not on the profitability and liquidity structure.

Key Words: Merger, acquisition, performance of the company, performance of the merger, performance measurement methods.

.



TEŞEKKÜR

Bu çalışma boyunca yardım ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen, beni yönlendirmede ve bakış açımı zenginleştirmede büyük katkı sağlayan değerli danışmanım Prof. Dr. Saim ÖNCE' ye teşekkür eder, saygılarımı sunarım.

Yüksek lisans sürecimin başından tez sürecimin tamamlanması aşamasına kadar dualarını ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen, varlığıyla bana güç veren biricik aileme ve anneanneme, bu süreçte kendisine ayırabileceğim zamanı çalmama karşın her zaman bana yardımcı olan, sabrını esirgemeyen ve her zaman yanımda olan çok sevgili canım eşime sonsuz teşekkür ederim.

.../07/2019

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmamın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan "bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde "intihal içermediğini" beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.



Oya MERT

İÇİNDEKİLER

BAŞLIK SAYFASI	i
ÖZET	iii
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR.....	vii
İÇİNDEKİLER.....	ix
TABLolar DİZİNİ	xiii
ŞEKİLLER DİZİNİ	xiv
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	xv
GİRİŞ.....	16
1.BİRLEŞME KAVRAMI VE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	19
1.1 Birleşme Tanımı ve Kapsamı.....	19
1.2 Birleşme Türleri.....	20
1.2.1 Yatay birleşmeler	21
1.2.2 Dikey birleşmeler	21
1.2.3 Karma birleşmeler.....	21
1.3 Şirketlerin Birleşme Nedenleri.....	22
1.3.1 Stratejik nedenler	23
1.3.2 Pazar yapısına ilişkin nedenler	24
1.3.3 Ekonomik nedenler	24
1.3.4 Yöneticilerin kişisel motivasyonları	25
1.4 Birleşmelerde Şirket Değerinin Tespiti ve Önemi	26
1.4.1 Şirket değeri ve değerlendirme kavramları	27
1.4.2 Birleşme faaliyetinde şirket değerlemesinin önemi	28
1.4.3 Birleşmelerde şirket değerlendirme yöntemleri	28
1.4.3.1 Defter değeri yöntemi.....	29
1.4.3.2 Tasfiye değeri yöntemi.....	30
1.4.3.3 Pazar değeri yöntemi	31
1.4.3.4 Fiyat/Gelir çarpanı yöntemi	32
1.4.3.5 İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi	32
1.4.3.5.1 Serbest nakit akışlarının belirlenmesi	32
1.4.3.5.2 İskonto oranının belirlenmesi	33

1.5	Şirket Birleşmelerinin Dünya Üzerindeki Tarihsel Gelişim Süreci.....	33
1.5.1	Şirket birleşmelerinde birinci dalga (1897- 1904)	34
1.5.2	Şirket birleşmelerinde ikinci dalga (1916-1929).....	34
1.5.3	Şirket birleşmelerinde üçüncü dalga (1950-1973).....	35
1.5.4	Şirket birleşmelerinde dördüncü dalga (1981-1990).....	36
1.5.5	Şirket birleşmelerinde beşinci dalga (1991-2001).....	36
1.5.6	Şirket birleşmelerinde altıncı dalga (2004-2009)	37
1.6	Türkiye’de Şirket Birleşmeleri	39
2.	BİRLEŞMELERDE PERFORMANS KAVRAMI VE ÖLÇÜMÜ	48
2.1	Birleşmelerde Performans Kavramı	49
2.2	Birleşmelerde Performans Ölçümü ve Önemi	50
2.3	Birleşmelerde Performans Ölçüm Yöntemleri	52
2.3.1	Olay çalışmaları yöntemi.....	53
2.3.2	Muhasebe verilerine dayalı çalışmalar yöntemi	54
2.3.3	Yönetici anketleri yöntemi.....	54
2.3.4	Klinik çalışmaları yöntemi.....	55
3.	BİRLEŞME PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜNDE MUHASEBE VERİLERİNE DAYALI YÖNTEM VE UYGULANIŞI.....	56
3.1	Yöntemin Özellikleri.....	56
3.2	Yöntemin Uygulama Şekilleri	57
3.2.1	Mutlak karşılaştırma	57
3.2.2	Görelî karşılaştırma	57
3.3	Yöntemde Kullanılan Ölçütler.....	58
3.3.1	Karlılık oranları.....	60
3.3.1.1	Esas faaliyet kar marjı	61
3.3.1.2	Net kar marjı	62
3.3.1.3	Aktif karlılık oranı.....	63
3.3.1.4	Özsermaye karlılığı oranı.....	64
3.3.2	Borçlanma (mali yapı) oranları.....	65
3.3.2.1	Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı	66
3.3.2.2	Özsermayenin aktif toplamına oranı.....	67
3.3.3	Faaliyet (etkinlik) oranları.....	68

3.3.3.1	Stok devir hızı oranı.....	69
3.3.3.2	Alacak devir hızı oranı	70
3.3.3.3	Aktif devir hızı oranı	70
3.3.4	Likidite (nakit yaratma) oranları	71
3.3.4.1	Cari oran.....	72
3.3.4.2	Likit oran	73
4.	LİTERATÜR TARAMASI	
		75
5.	BORSA İSTANBUL'DA (BİST) DEVRALMA YOLUYLA GERÇEKLEŞEN ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN ŞİRKET FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ.....	78
5.1	Araştırmanın Önemi.....	78
5.2	Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Sınırları.....	79
5.3	Örnek Seçimi.....	79
5.4	Araştırmanın Yöntemi.....	82
5.5	Veri Setinin Oluşturulması	85
5.6	Araştırma Aşaması	88
5.6.1	Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performanslarının belirlenmesi ve analiz edilmesi aşaması	88
5.6.1.1	Veri seti	88
5.6.1.2	Varsayım ve hipotezler.....	93
5.6.1.3	Verilerin test edilmesi	94
5.6.1.4	Test sonuçları ve sonuçların yorumlanması	97
5.6.1.4.1	<i>Karlılık</i>	97
5.6.1.4.2	<i>Borçlanma</i>	100
5.6.1.4.3	<i>Faaliyet</i>	102
5.6.1.4.4	<i>Likidite</i>	105
5.6.2	Devralan şirketlerin birleşme sonrası döneme ait finansal performansları ile kontrol grubu birleşmeyen şirketlerin aynı dönem finansal performanslarının belirlenmesi ve analiz edilmesi.....	109
5.6.2.1	Veri seti	109
5.6.2.2	Varsayım ve hipotezler.....	114
5.6.2.3	Verilerin test edilmesi	116
5.6.2.4	Test sonuçları ve sonuçların yorumlanması	118

5.6.2.4.1	Karlılık	119
5.6.2.4.2	Borçlanma	124
5.6.2.4.3	Faaliyet.....	128
5.6.2.4.4	Likidite.....	133
6.GENEL	DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER	
		138
EKLER		
ÖZGEÇMİŞ		



TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo 1.1. <i>Serbest nakit akışları</i>	33
Tablo 1.2. <i>1997 – 2008 Yıllarında karara bağlanan birleşme ve devralma dosya sonuçları</i>	41
Tablo 3.1. <i>Muhasebe verilerine dayalı yöntemde kullanılan ölçütler (finansal oranlar)</i>	59
Tablo 5.1. <i>2009-2014 Yılları İtibariyle devralan-devrolan şirketler ile şirketlerin birleşme kurul karar tarih ve sayıları</i>	81
Tablo 5.2. <i>Araştırmada kullanılan finansal oranlar (ölçütler) ve ölçüt kodları</i>	82
Tablo 5.3. <i>Devralan şirketlere ait kontrol grubu şirketler ile tüm şirketlere ait bist kodları ve sektör bilgileri</i>	84
Tablo 5.4. <i>Birleşmelere ait, analize konu finansal oran verilerinin hesaplanmasında esas alınan mali tablo tarihleri</i>	86
Tablo 5.5. <i>Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansını yansıtan veri seti (gerçek değerler)</i>	90
Tablo 5.6. <i>Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansını yansıtan veri seti (standartlaştırılarak aritmetik ortalaması alınmış değerler)</i>	92
Tablo 5.7. <i>Araştırmadaki her bir değişkene ait verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumu</i>	95
Tablo 5.8. <i>Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performanslarının karşılaştırılmasına yönelik tanımlayıcı istatistiksel bilgiler ve test sonuçları</i>	97
Tablo 5.9. <i>Tüm şirketler (birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu olmak üzere tüm şirketler) için birleşen şirketlerin birleştikleri tarihten sonraki üç yılın finansal oranlara ait gerçek değerleri</i>	111
Tablo 5.10. <i>Tüm şirketler (birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu olmak üzere tüm şirketler) için birleşen şirketlerin birleştikleri tarihten sonraki üç yılın finansal oranlara ait standartlaştırılarak aritmetik ortalaması alınmış değerleri</i>	113
Tablo 5.11. <i>Araştırmadaki her bir değişkene ait verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumu</i>	116
Tablo 5.12. <i>Birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin birleşme sonrasına ait yılların esas alınması suretiyle finansal performanslarının karşılaştırılmasına yönelik tanımlayıcı istatistiksel bilgiler ve test sonuçları</i>	118

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. 1. <i>Dünya'da 2003-2009 Döneminde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların İşlem Değerleri (İlarıslan, 2011, s.145)</i>	38
Şekil 1. 2. <i>Dünya'da 2003-2009 Döneminde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların İşlem Adedi (İlarıslan, 2011, s.145)</i>	38
Şekil 1. 3. <i>1997 – 2008 Yıllarında karara bağlanan birleşme ve devralma toplam dosya sayısı</i>	42
Şekil 1. 4. <i>Yıl bazında açıklanan birleşme ve satın alma işlem değerleri (Milyon \$) (Akdoğan, 2011, s.141)</i>	43
Şekil 1. 5. <i>2009-2013 Yıllarında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem sayısı (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)</i>	44
Şekil 1. 6. <i>2009-2013 Yıllarında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem değeri (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)</i>	45
Şekil 1. 7. <i>2009-2013 Yıllarında işlem sayısına göre yerli ve yabancı yatırımcılar (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)</i>	46
Şekil 1. 8. <i>2009-2013 Yıllarında işlem değerine göre yerli ve yabancı yatırımcılar (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)</i>	46

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

BİST	: Borsa İstanbul
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	:Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Geçmiş zamanlardan günümüze uzanan tarihi süreç içerisinde ulusal ekonomilerin büyüyerek ve gelişerek uluslar arası hatta küresel boyut kazanması ile beraber varlığını sürdürme çabasında olan işletmeler, değişen ekonomik düzen ve koşullara uyum sağlamak durumunda kalmışlardır. Elbette ki rekabetin yoğun olarak yaşandığı ve giderek arttığı bu uyum sürecinde kimi işletmeler gerçekleştirdikleri faaliyetlerde yüksek performans sergileyerek başarı elde ederlerken kimileri bu başarıyı yakalayamamıştır.

İşletme faaliyetlerinde başarısız olan ya da hedeflediği başarıya ulaşamayan bazı işletmeler, bu olumsuz durumu bertaraf edebilmek, eksik ve sorunlu olduğu yanlarını tespit ederek bunları çözüme kavuşturmak ve sonuç olarak arzu ettikleri işletme performansına ulaşabilmek maksadıyla birleşme yoluna gitmişlerdir. İşletmeler özellikle yoğun rekabetin hüküm sürdüğü pazarlardaki paylarını büyütme, satışlarını arttırmak ve maliyetlerini düşürmek suretiyle karlılığı ve dolayısıyla işletme değerini maksimize etmek, işletmenin sahip olduğu mali yapıyı güçlendirerek bu konuda sinerji yaratmak, finansal ve yönetsel anlamda güçlü bir altyapı oluşturmak, kaynak tahsis etmek gibi birçok gerekçeyle birleşme girişiminde bulunmuşlardır. Bu bağlamda işletmeler yatay, dikey ve karma olmak üzere farklı birleşme türleri vasıtasıyla başka işletmelerle birleşerek işletme performansını maksimum düzeye çıkarmaya ve tek başına sahip oldukları güçten, bir araya gelerek birlikte, daha büyük bir güce sahip olmaya çalışmışlardır.

İşletmelerin hedefledikleri başarıya ulaşmada basamak olarak görüp onunla ivme kazandıkları birleşme faaliyeti, gerek işletme sahip ve yöneticilerinin gerek işletme ile ilgilenen yatırımcıların gerekse araştırmacı kitlenin ilgisini çeken, işletmelerin bilhassa finansal performansında farklılık yaratan baskın bir faktör olması sebebiyle de ön plana çıkan önemli bir konu haline gelmiştir. Bu çerçevede, birleşmelerin işletmelerin finansal performansında etki yaratıp yaratmadığı sorusu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmuştur.

Birleşmelerin işletmelerin finansal performansına olan etkisinin belirlenmesinde öncelikli olarak birleşme kavramı konusunda literatürde birbiri yerine kullanılan ancak farklı anlamlara sahip birbirine benzer kavramlar arasındaki karmaşayı gidermek ve

çalışmaya yön vermek amacıyla kavram tanımlaması yapılmıştır. Ardından, birleşme şekillerinden, türlerinden ve birleşme nedenlerinden detaylıca bahsedilerek konuya açıklık getirilmiştir. Bu arada, birleşmelerde şirket değeri, değerlendirme ve değerlemenin önemi üzerinde durulmuş, birleşmelerde sıkça kullanılan değerlendirme yöntemlerinden bahsedilmiştir. Ayrıca birleşmelerin tarihsel zaman içerisindeki gelişim aşamaları hem küresel açıdan hem de ulusal açıdan ele alınarak incelenmiş ve çalışmanın ilk bölümü tamamlanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, birleşmelerde performans kavramının ne anlama geldiği hususunda bilgi verilerek kavram tanımlaması yapılmış, performans ölçümü konusu üzerinde durularak işletmeler açısından önemi dile getirilmiştir. Bu bölümde ayrıca, birleşme performansının ölçülmesinde sıklıkla kullanılan yöntemler hakkında genel, aydınlatıcı bilgiler verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, birleşme performansının ölçümü üzerine araştırmada kullanılmak üzere seçilen muhasebe verilerine dayalı yöntemler hakkında detaylı ve kapsamlı bilgi ve açıklamalara yer verilmiştir. İlave olarak, yöntemde kullanılan ölçütler ve ölçütler hakkında elde edilen bilgiler bu bölümde yerini almıştır. Birleşmeler ve birleşmelerde performans ölçümü konusunda literatürde öne çıkan çalışmalar ise çalışmanın dördüncü bölümünü oluşturmuştur.

Çalışmanın son bölümünde araştırmanın uygulama ve test aşamasına geçilerek bir birleşme şekli olan devralma yoluyla gerçekleşen şirket birleşmelerinin şirket performansına olan etkisi, BİST'e kote şirketler üzerinden ölçülmeye çalışılmıştır. Bu aşamada, çalışma iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısımda, devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait finansal performans göstergeleri arasındaki farklılaşma durumu incelenmiştir. Bunun için, devralan şirketlerin birleşme öncesi üç yıl ve birleşme sonrası üç yıla ait finansal performanslarını yansıtan karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oran değerlerine ulaşılarak veriler analize hazır hale getirilmiş ve veri setleri oluşturulmuştur. Test edilmek üzere oluşturulan ana hipotez ve alt hipotezler ışığında, verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumuna göre veriler, "Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi" kullanılarak SPSS 16.0 Paket Programı'nda test edilmiş ve yorum aşamasına geçilmiştir. Çalışmanın ikinci kısmında ise; devralan şirketlerin birleşme sonrası finansal performans göstergeleri ile çalışma kapsamında belirlenen kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait finansal performans göstergeleri

arasındaki farklılık durumu incelenmiştir. Bunun için, öncelikle birleşen şirketlerle aynı sektörde yer alan ve birleşme yılı itibariyle birleşmeyen şirketler tespit edilmiştir. Daha sonra birleşen şirketlerin birleşme yılı esas alınmak üzere, birleşmeyen ve kontrol grubunu oluşturan bu şirketlerin birleşme sonrasına denk gelen üç yıllık sürece ait karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oran değerlerine ulaşılarak veriler analize hazır hale getirilmiştir. Bu sayede birleşen ve birleşmeyen tüm şirketlere ait veri setleri oluşturulmuştur. Birleşen şirketlerin birleşme sonrası finansal oran değerleri ile birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait finansal oran değerlerinin karşılaştırılarak iki grup şirket verileri arasındaki fark, oluşturulan ana hipotez ve alt hipotezler ışığında teste tabi tutulmuştur. Bu aşamada verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumuna göre veriler, “Mann Whitney U Testi” kullanılarak SPSS 16.0 Paket Programı’nda test edilmiş ve yorum aşamasına geçilmiştir.

1. BİRLEŞME KAVRAMI VE ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1 Birleşme Tanımı ve Kapsamı

Birleşme; en basit tanımıyla iki veya daha fazla işletmenin temelde çıkar ve hedef birliği sağlamak amacıyla, işletmelerden en az birinin tüzel kişiliğini kaybetmesi koşuluyla tek bir işletme çatısı altında bir araya gelerek faaliyetini sürdürmesi durumudur. Tanımda açıkça, bir işlemin birleşme sayılabilmesi için taraflardan en az birinin tüzel kişiliğini yitirmesi gerektiği koşulu bulunmaktadır. Birleşme tanımında böyle bir koşulun belirtilmesinin nedeni, bu konuyla ilgili olarak literatürde benzer fakat farklı şekillerde gerçekleşen birleşme türü faaliyetlerin aynı isimle anılmasından dolayı oluşan kavram karmaşasını önlemektir. Örneğin, satın alma kavramı araştırma yazılarında ve çeşitli kaynaklarda birleşme şekli olarak ele alınmakta, birleşmeden çok farklı bir anlam taşımasına karşın birleşme ile aynı anlamda kullanılmaktadır. Şöyle ki; “Satın alma faaliyetinde, satın alan firma hedef şirketi ayrı bir şirket olarak devam ettirmeyi, şirketi rehabilite ederek satmayı veya tasfiye ederek aktiflerini ayrı ayrı satıp kazanç sağlamayı düşünebilir” (Sarıkamış, 2003, s.45). Böyle bir durumda gerçekleştirilen faaliyet her ne kadar birleşme gibi görünse de ya da birleşme kapsamına alınsa da birleşme tanımında yer alan, taraflardan en az birinin tüzel kişiliğini yitirmesi şartını sağlamamaktadır. Dolayısıyla gerçekleştirilen faaliyet birleşme değil, satın alma olarak adlandırılmalıdır.

Birleşme kavramının çeşitli kavramların yerine kullanılması kavram tanımlamasını derinleştirmeyi ve pekiştirmeyi gerektirmektedir. Bu bağlamda aşağıda birleşme kavramının ulusal ve uluslar arası mevzuatta yer alan çeşitli tanımlama ve açıklamalarına yer verilmiştir.

Türk Ticaret Kanununun (TTK) 146. maddesine göre birleşme; “İki ya da daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir” şeklinde tanımlanmıştır. Ayrıca, konuya açıklık getirmek amacıyla TTK’nın 136. Maddesinde;

a) *Bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle “devralma şeklinde birleşme” veya*

- b) *Yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri, teknik terimle “yeni kuruluş şeklinde birleşme” yoluyla birleşebilirler.” ibareleri yer almıştır. (6102 sayılı TTK, 2011, m.136).*

Sermaye Piyasası Kanunu, birleşmeyi TTK’nın yaptığı tanıma eş değer bir ifadeyle aşağıdaki şekilde tanımlamıştır.

MADDE 3-*Birden çok şirketin, içlerinden birinin veya yeni kurulan bir şirketin bünyesinde birleşmeleri ve birleşmeye katılan şirketlerin pay sahiplerine belirli bir değişim oranına göre birleşmenin gerçekleştiği ortaklıkta pay sahibi olma hakkı veya payın değerine denk gelen nakit verilmesini ifade eder (Sermaye Piyasası Kanunu [SPK], m.3).*

Ülkemizde şirket birleşme ve devralmaları üzerinde etkinliği bulunan Rekabet Kurumu’nun 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanunu’nun 7. maddesine dayanarak Birleşme ve Devralmalar hakkında yayınladığı tebliğe göre birleşme veya devralmalar şu şekilde ifade edilmiştir:

- *Bir birleşme, iki veya daha fazla bağımsız teşebbüsün hukuki kişiliklerine son vererek yeni bir teşebbüse dönüşecek şekilde bir araya gelmeleri durumunda ortaya çıkmaktadır.*
- *Bir veya daha fazla teşebbüsün tamamının ya da bir kısmının doğrudan veya dolaylı kontrolünün, hisse ya da mal varlığının satın alınmasıyla, sözleşmeyle veya diğer bir yolla bir ya da daha fazla teşebbüs veya hâlihazırda en az bir teşebbüsü kontrol eden bir ya da daha fazla kişi tarafından devralınması devralma sayılmaktadır.*

TFRS-3’e göre birleşme, “Teşebbüs veya işletmelerin tek raporlayan işletme oluşturmak üzere bir araya gelmesidir” şeklinde kısa bir anlatımla tanımlanmaktadır.

Yukarıdaki tanımlama ve açıklamalardan da anlaşılacağı üzere birleşme kavramı, çeşitli mevzuat ve kaynaklar açısından farklılık gösterebilmektedir. Çalışmada birleşme kavramı; ilk paragrafta da belirtildiği şekilde ele alınacak, çalışmanın araştırma kısmında devralma şeklinde birleşmeler üzerinde inceleme yapılacağından bu şekil birleşmelere ağırlık verilecektir.

1.2 Birleşme Türleri

Literatüre göre ekonomik açıdan 3 farklı birleşme türü bulunmaktadır:

1. Yatay Birleşmeler
2. Dikey Birleşmeler
3. Karma Birleşmeler

1.2.1 Yatay birleşmeler

Yatay birleşme, temelde mevcut ölçek ekonomilerinden ve işlevsel uzmanlıklardan maksimum düzeyde fayda sağlamak amacıyla aynı sektörde veya birbirine yakın sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesiyle gündeme gelen birleşme türüdür (Aydın, 1988, s.13). Yatay birleşmelere, bankacılık sektöründe faaliyet gösteren Türkiye’de Osmanlı Bankası ve Garanti Bankası Birleşimi örnek gösterilebilir.

Yatay birleşmelerden beklenen olumlu etkiler şu şekilde sıralanabilir:

1. Kaynakların etkin ve verimli kullanımını sağlamak,
2. Üretimde uzmanlaşmak ve üretim maliyetlerinde tasarruf sağlamak,
3. Pazarlama ve dağıtım kanallarında ortak strateji ve yöntemlerle daha etkin hale gelmek,
4. Teknolojik iş birliği sağlamak,
5. Rekabet gücünü arttırmak (Akay, 1997, s.16).

Yatay birleşmelerin yukarıdaki olumlu etkilerine rağmen rekabeti azaltıcı etkisinden dolayı tekelleşmeye yol açma olasılığı, piyasalar açısından ciddi bir sorun teşkil etmektedir.

1.2.2 Dikey birleşmeler

Dikey birleşme, bir mal veya hizmetin üretim aşamasından satış aşamasına kadarki süreçte faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılan birleşme türüdür (Aydın, 1988, s. 14). Bu birleşme türündeki temel amaç, mal ya da hizmetin maliyetini üretim aşamasında düşürerek bu aşamada gerçekleşen ekstra giderleri minimize etmek ya da pazarlama kolaylığı sağlayarak satışları arttırmaktır. Dikey birleşmelere, Türkiye’de Kordsa Kord Bezi Sanayi ve Ticaret İşletmesi ile Dusa Endüstriyel İplik Sanayi ve Ticaret İşletmesi’nin birleşmesi örnek olarak gösterilebilir.

1.2.3 Karma birleşmeler

Karma birleşmeler; yatay ve dikey birleşmelerin aksine aynı sektörde olup rekabet, maliyet ve pazarlama avantajından önce farklı sektörlerde ya da alanlarda birleşerek bulundukları sektörler içindeki riski dağıtmayı hedeflemektedirler. Bu temel hedefleriyle birlikte diğer birleşme türlerinden ayrılmaktadırlar. Bu bağlamda karma birleşmelerin iki belirgin özelliği bulunmaktadır. Bunlardan ilki, farklı sektörlerdeki

işletmeler için önem teşkil eden ve işletme fonksiyonları arasında yer alan üretim, yönetim, pazarlama gibi farklı uzmanlık gerektiren alanlarda işletmelerin kontrol mekanizmasını arttırmasıdır. İkincisi ise, satışlardaki dalgalanmanın azaltılması çalışılarak riski farklı alanlara yayarak çeşitlendirme imkanı oluşturulmasıdır (Weston, Chung, Hoag, 1997’den aktaran Turan İçke, s.17).

1.3 şirketlerin Birleşme Nedenleri

İşletmeler bilindiği üzere, kar elde etme ve karlılığı arttırma, varlığını devam ettirme ve topluma hizmette katkı sağlama gibi temel amaçlarla kurulmaktadırlar. Yoğun, zorlu, zaman içerisinde ekonominin küresel hale gelmesiyle birlikte rekabet sınırının giderek genişlediği piyasa ortamında ise işletmeler açısından bu temel amaçlara ulaşmak oldukça güç hale gelmektedir. Öte yandan, zorlu piyasa koşullarına rağmen varlıklarını sürdürmeyi başaran işletmeler, piyasadaki mevcut konumunu genişletmek, faaliyetlerini daha etkin ve verimli bir şekilde sürdürmek, faaliyet alanını genişletmek, mevcut kapasiteyi arttırmak ve geliştirmek, karlılığı maksimize etmek, ülke sınırlarını aşarak faaliyetlerine uluslar arası hatta küresel bir boyut kazandırmak istemektedirler. Elbette ki bu istekler, her işletmenin niteliğine, mevcut durumuna, sahip olduğu stratejik hedef ve politikalara, içinde bulunduğu sektöre ve piyasaya göre farklılık gösterebilmektedir. İşte bu noktada kimi işletmeler bunlara benzer çeşitli nedenlerle birleşmeyi tercih etmektedirler.

“İşletmeleri birleşmeye götüren nedenler ne kadar çok ve kompleks olursa olsun gerçekte tek bir amaç ile özetlenebilir. Bu da, işletmenin net bugünkü değerini arttıracadığı düşüncesidir” (Aydın, 1988, s.14).

İşletmeleri birleşmeye iten çok çeşitli nedenler olduğu bilinmektedir. Literatürde genelde dağınık biçimde tanımlanan nedenler, Hopkins tarafından dört ana başlıkta toplanmıştır (Hopkins, 1999, s.212-216):

- Stratejik Nedenler
- Pazar Yapısına İlişkin Nedenler
- Ekonomik Nedenler
- Yöneticilerin Kişisel Nedenleri

1.3.1 Stratejik nedenler

Birleşmelerin gerçekleşmesinde etkisi bulunan stratejik nedenler, birleşmeyle meydana gelen yeni oluşumla birlikte sinerji yaratarak, sahip olunan belli başlı üstünlükler üzerine yoğunlaşarak, mevcut pazardaki payını ve üstünlüğünü arttırarak ve işletmeye, eksik ya da yetersiz olduğunu düşündüren her türlü tamamlayıcı kaynak, ürün ve güç sağlayarak işletmenin potansiyelini iyileştirerek en yüksek seviyeye çıkarmaktır.

Birleşmeye neden olan etkenlerden biri şüphesiz varlık-kaynak, üretim hacmi, pazar payı, yatırım büyüklüğü ve karlılık güdülerıyla ortaya çıkan büyüme arzudur. Karlılığı artan ve yoğun rekabet koşullarına rağmen varlığını sürdürmeyi başaran her işletme, bu durumla yetinmeyip büyüyerek kar maksimizasyonuna kavuşmak, böylece içinde bulunduğu piyasada işletme değerinde de maksimum seviyeye ulaşmak istemektedir. Bu durumda, bu seviyeye ulaşmak amacıyla birleşme yoluna başvuran işletmeler, çeşitli birleşme yöntemlerini gerçekleştirerek yeni oluşumla birlikte ekstra bir değer yaratmakta ve tek başına ulaşamadığı ya da ulaşmakta güçlük çektiği alanlarda ekstra bir güç elde ederek rakiplerinden üstün konuma geçebilmektedirler. Birleşmeyle birlikte ortaya çıkan ve sinerji olarak bilinen bu güç işletmeleri hedeflerine ulaştırmada büyük rol oynamaktadır.

Bu bağlamda, stratejik nedenler arasında üzerinde en çok durulan konu sinerji yaratmaktır. İşletmeler birleşerek birbirlerinin zayıf veya yetersiz olduğu alanlara güçlerini aşırlar ve bu sayede ortaya birçok açıdan daha güçlü bir işletme ortaya çıkar.

Birleşme ile birlikte işletmenin sahip olduğu varlık ve kaynaklarda artış görülmektedir. Bununla beraber, birleşme ile birlikte gerçekleşen yönetsel bilgi transferi sayesinde işletmeye ait varlıkların etkinlik ve kontrolünde kolaylık sağlanır. Diğer taraftan, üretim girdilerine ilişkin kaynakların birleşmesi ile de işletme, gerek maliyet gerekse yatırım hacmi açısından pazardaki mevcut konumunu daha da sağlamlaştırabilir. Ancak elbette ki bu çabalar üzerinde istenen verimin sağlanabilmesi, belirlenen hedeflerin başarıya ulaşabilmesi, birleşen her iki tarafın bilgi birikiminin ve becerilerinin düzeyine bağlı olmaktadır (Gökbel, 2004, s.43). Bu düzey ne kadar yüksek ise ve taraflar birbirlerinin eksik yönlerini ne kadar sağlam bir şekilde kapatıyorlarsa birleşme ile birlikte o denli sağlam bir sinerji elde edilecektir.

İşletmeler, birleşme ve devralmalarla temel üstünlükleri sayabilecekleri becerilerini, bilgi birikimlerini veya deneyimlerini rekabet avantajı sağlayabileceklerini düşündükleri diğer alanlara yaymayı da hedefleyebilirler. Aynı zamanda işletmeler, birleşmeyle birlikte, ek ürünler elde edip müşteriye olan sunumlarını çeşitlendirebilir pazarda farklı alanlarda da ilave pay edinerek pazardaki payını arttırabilir. Pazar payına ek olarak, fiyat belirleme gücü de birleşmelerin arkasında yatan temel sebeplerden biri olabilmektedir. Tüm bu etkenler, birleşme ile oluşan yeni yapılanmanın pazarda verimli, etkin ve daha güçlü bir şekilde rekabet etmesini sağlayacaktır (Bilgin ve Eren Erdoğan, 2004, s.437-438).

1.3.2 Pazar yapısına ilişkin nedenler

Stratejik nedenlerin haricinde pazar yapısına ilişkin nedenler de birleşmelerin gerçekleşmesinde önemli role sahip olmaktadır. Çünkü ilave kapasite artırımına ihtiyaç duymadan yeni bir pazara giriş yapmayı, pazar payını genişletmek hatta ülke sınırlarını aşip uluslar arası pazara açılmak isteyen işletmeler birleşme yolunu tercih etmektedirler. Bu bağlamda birleşmeler, diğer pazara giriş yöntemlerine göre işletmelere daha fazla kontrol imkânı sağlamaktadırlar. Şöyle ki; işletme özellikle yurt dışındaki pazarlar hakkında çok fazla bilgiye sahibi değilse, risk alıp bu pazarda sahip olduğu sermayenin tamamı ile bir yatırıma girmektense pazarda mevcut bir işletme ile birleşerek sermayesinin tamamını riske atmadan da ilgili pazarda zaten var olan konumu iyileştirip geliştirebilir. Özellikle birleşmenin, dahil olunmak istenen pazarda lider ve deneyimli konumda olan bir işletmeyle gerçekleşmesi durumunda bilhassa bu konuda hedef koyan devralan işletmenin başarıya kavuşması yüksek ihtimal beklenen bir durumdur (Bilgin ve Eren Erdoğan, 2004, s.438).

1.3.3 Ekonomik nedenler

Stratejik ve pazara bağlı nedenlerin dışında birleşmeler için bir de ekonomik nedenler mevcuttur. Bu nedenler; ölçek ekonomisi oluşturarak birim maliyetleri aşağı çekmek, atıl durumda olan kaynakların kullanıma alınmasıyla maliyetleri düşürmek, kaynak alışverişinde bulunmak, kapasite fazlasını etkin ve verimli bir şekilde kullanarak sinerji oluşturmak, bilgi birikiminin transferini sağlamak (know-how transferi) ve işletme faaliyetlerinde maksimum verimliliğe ulaşmaktır. İlave olarak, birleşmelerin ülke sınırlarını aşmasıyla birlikte ülkeler arasındaki ekonomik farklılıklardan

yararlanmak da ekonomik nedenler arasında yer almaktadır (Bilgin ve Eren Erdoğan, 2004, s.438).

Birleşmelerin gerçekleşmesinde en çok etkisi bulunan ekonomik neden, ölçek ekonomisi aracılığı ile birim maliyetleri aşağı çekmektir. Çünkü birleşme sayesinde üretim hacminin artmasıyla beraber birim maliyetlerin aşağı çekilmesi işletmenin müşteri potansiyelini ve satışlarını, dolayısıyla karlılığını ve şirket değerini doğrudan etkileyecektir. Diğer taraftan birleşme ile birlikte ölçek ekonomisinin oluşturulması ve birim maliyetlerin düşürülmesi ise elbette ki birleşen tarafların birbirini ne ölçüde tamamladığına kısacası birleşmenin başarısına bağlı olmaktadır.

1.3.4 Yöneticilerin kişisel motivasyonları

Birleşmelerin gerçekleşmesinde büyük rol oynayan nedenlerden biri de yöneticilerin kişisel motivasyonlarıdır. Birleşmeyle birlikte işletmelerin büyümesi ve bu durumun işletmelere getirdiği olumlu yöndeki katkılar, işletme bünyesinde oluşan güven duygusu ve sektörel bazda yaşanan farklılaşmalar, yöneticilerin işletme sahip ve ortaklarına olan güç, moral ve motivasyonunu arttıran etmenlerdir. Birleşmeyle birlikte işletmeyi başarıya taşıyan kimi yöneticiler, bu konudaki hünerlerini birleşmeden sonraki faaliyetlere de taşıma ve bu faaliyetlerde de kendini geliştirerek yeni başarılarla kavuşma anlamında çaba sarf edebilmektedirler.

Ancak diğer taraftan, bazı birleşmelerden beklenen başarının elde edilememesi durumunda yöneticiler, her halükarda bu olumsuz durumu fırsat bilip kendi yürütmüş olduğu birleşmeyi başarıya taşımak için kabiliyetlerini ortaya koyma ve kendini bu anlamda ispat etme duygusuyla da hareket edebilmektedirler. Burada birleşilen işletmeyi yakından ve uzun süredir tanıyor olmak, tarafların birbirinin saygınlığına güven duyması ve çalışma stratejisi ve yöntemlerinin birbiri ile uyumluluğunun hızlı bir şekilde sağlanabilmesi de gerek bu yeni oluşumun hayata geçirilmesinde gerekse bu yeni oluşumla birlikte hedeflenen başarının yakalanabilmesinde büyük önem taşımaktadır (Bilgin ve E. Erdoğan, 2004, s. 438).

Hopkins'in yukarıda belirtmiş olduğu birleşme nedenleri dışında elbette ki her işletmenin kendine özgü başka bir birleşme nedeni olabilmektedir. Bu bağlamda, yukarıdaki nedenler dışında sıklıkla gündeme gelen ve işletmeleri birleşmeye iten diğer

nedenler mali yapıda güçlenme, vergi avantajı elde etme ve rekabette avantaj sağlamadır.

Birleşmeyle birlikte varlık ve kaynak yapısı değişen ve büyüyen işletmelerin gerek nakit yaratma hususunda gerekse borçlanma yapısında da değişme gerçekleşmesi kaçınılmazdır. Bu durumun farkında olan bazı işletmeler özellikle, zorlu piyasa koşullarında varlıklarını devam ettirebilmek, mali anlamda iyileşmek ve gelişmek, yatırımlarını arttırmak, kaynak sağlamak gibi pek çok nedenle birleşme yoluna gitmektedirler. İşletmeler, tek başına kaynak edinme konusunda yetersiz kaldığı, borçlanma yüküne katlanamadığı durumlarda birleşerek bu yükü paylaşmakta ve gerek gelecekte yapılması planlanan yatırımların hayata geçirilmesine gerekse içinde bulunduğu mevcut finansal yapının güçlendirilmesine olanak sağlamaktadırlar.

Hızla büyüyen işletmeler, büyümede gerekli olan likit finansal kaynakları birleşme sayesinde likidite açısından güçlü işletmeler vasıtasıyla edinebilmektedirler (Akay, 1997, s.17).

Ayrıca, birleşme ile birlikte birleşen şirketlerin özsermaye yapısında da büyüme gerçekleşmektedir. Bu durum ise, birleşen şirketlerin daha büyük bir sermaye ile mali anlamda daha güçlü bir konuma gelmesinde etkili olmaktadır. Mali anlamda büyüyen ve güçlenen işletmelerin ise rakiplerine oranla piyasada daha sağlam bir yer edinmesi ve faaliyetlerinde başarıya ulaşması daha muhtemeldir.

Şirketleri birleşmeye iten nedenlerden bir diğeri ise, vergi avantajıdır. Bu anlamda, birleşmelerde vergi avantajı şu şekilde ortaya çıkmaktadır (Akay, 1997, s.17). Birikmiş zararı bulunan ve bu zararı gelecek yıllardaki kardan mahsup etme imkanı elde eden bir işletme, zarar sebebiyle, vergi yasalarında belirtilen süre ve tutarla sınırlı kalmak koşuluyla kar üzerinden vergi ödememe şansına sahiptir. Bu durumda, böyle bir şansa sahip olan bir işletme, karlı bir işletme ile birleşerek zararın mahsup edilmesiyle yine vergi yasalarında belirtilen süre ve tutarla sınırlı kalmak koşuluyla vergi avantajından faydalanabilir.

1.4 Birleşmelerde Şirket Değerinin Tespiti ve Önemi

Giderek yoğunlaşan küresel rekabet, çoğalan teknolojik gelişmeler, düşen kar marjları, ulusal sınırlardan uluslar arası arenaya ulaşma ve büyüme arzusu işletmeleri

birleşmeye yönlendirmektedir (Aydın, 2004, s.193). İşletmeler, her ne kadar bu ve benzeri arzularla birleşme atılımında bulunsalar da zaman içerisinde kimi birleşmeler başarısızlıkla sonuçlanmış ve arzu edilen noktalara ulaşamamıştır.

Bu çerçevede dünya üzerinde meydana gelen birleşme faaliyetleri incelendiğinde 1970’li yıllarda gerçekleştirilen birleşmelerde başarı oranının yüksek olduğu görülürken, 1990’lı yıllarda gerçekleştirilen birleşmelerdeki başarı oranının düşük kaldığı görülmüştür. Başarı oranındaki bu düşüşün temel nedeni olarak ise, birleşilen işletmelere yapılan fazla ödemenin olduğu tespit edilmiştir (Aydın, 2004, s.194). Şirket değerinin doğru tespit edilmediği bu gibi durumlar ise birleşme başarısını doğrudan etkileyen şirket değerlemesi konusunun önemini açıkça vurgulamaktadır.

Çalışmanın bu kısmında birleşme aşamasında ciddi önem teşkil eden ve birleşme başarısını doğrudan etkileyen şirket değerlemesi, şirket değerlendirme nedenleri ve yöntemleri konusu üzerinde durulacaktır.

1.4.1 Şirket değeri ve değerlendirme kavramları

Değerleme ekonomik anlamda, para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para açısından ifade edilmesi, bir kurum ya da kişinin bina, arazi, arsa, makine - teçhizat, mal stoku vb. şeklindeki aktif değerlerinin takdir ve tahmin edilmesi şeklinde tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 1992, s.142). Daha spesifik bir anlamı olan şirket değerlendirme ise; şirketin geçmiş ve cari dönem bilgilerinden hareketle şirketin içinde bulunduğu ekonomik çevrenin analiz edilmesi, dahil olduğu sektörün incelenmesi, finansal bilgilerinin analiz edilmesi ve gelecek dönem ile ilgili olarak en doğru tahminlerin oluşturulması sonucunda şirkete ait bir değer ortaya çıkarma faaliyeti olarak tanımlanmaktadır (Ekici, 2013, s.162).

Bir şirketin değeri; değerlemedeki temel amaca, değerlendirme yapacak kişilerin uzman olduğu alandaki yeterliliklerine ve tercih edilecek değerlendirme yöntemlerine bağlı olarak değişebilmektedir (Aydın, 2004, s.195). Bu bağlamda, birleşmeye yönelen şirketlerin değerlendirme aşamasında, amaca uygun yöntemlerin seçimi ve değerlendirme işleminin alanında uzman kişilerce yapılması birleşmenin başarısını etkileyecek önemli faktörlerdir.

1.4.2 Birleşme faaliyetinde şirket değerlemesinin önemi

Her ne kadar şirket değerlemesinin birleşmeler üzerinde yoğunlaştığı bir gerçekse de değerlendirme işleminin şirket tasfiye işlemlerine, özelleştirme işlemlerinden halka açılmalara kadar geniş bir aralıkta kullanım alanı bulunmaktadır (Öztunalı, 2008, s.98). Bununla birlikte çalışmada, konu ile ilgili kısım olan şirket birleşmelerinde birleşmeye taraf şirketlerin değerlendirilmesi konusu üzerinde durulacaktır.

Birleşmelerle ilgili olarak üzerinde en çok durulan, en dikkat çeken konu, “Şirket değerinin belirlenmesi” olmaktadır. Çünkü birleşmeden önce yapılan değerlemenin birleşme başarısını doğrudan etkilediği bilinmektedir. Bununla birlikte birleşme kararları, ortaya çıkan yeni oluşumun ömrüne yayılan uzun vadeli, oldukça yüksek risk taşıyan stratejik kararlardır. Dolayısıyla, bu tip stratejik kararlarda yapılacak hatalar uzun yıllar etkisini sürdürmekle birlikte işletmeye olan maliyetleri de oldukça yüksek olmaktadır (Aydın, 2004, s.194). Bu bağlamda, şirket değerinin gerçeğe uygun değerinin tespiti doğru ve sağlıklı kararlar alınması açısından son derece önem teşkil etmektedir.

Bilindiği üzere birleşmeler, devralma yoluyla ya da yeni bir ortaklık çatısı altında toplanma yoluyla gerçekleşmektedirler. Bu durumda ortada ya yeni bir ortaklık ya da mevcut bir ortaklık çatısı altında toplanma söz konusu olduğundan, yeni oluşuma adil bir şekilde sahip olunabilmesi için birleşme oranının doğru belirlenmesi son derece önemlidir. Her ne şekilde olursa olsun (devralma veya yeni ortaklık kurulması) birleşme sonrası oluşacak şirketin sermayesinin hakkaniyetli bir oranda paylaşılması, ortaklara yapılacak ödemelerin tutarlı ve gerçeği yansıtır nitelikte olması birleşme oranının, dolayısıyla birleşmeye taraf şirketlerin değerlerinin doğru tespit edilmesine bağlı olmaktadır (Sezer, 2012, s.27).

Sonuç olarak, şirket değerlemesi gerek birleşmenin başarısı gerekse işletmenin bekasını doğrudan etkilemesi açısından büyük önem taşımaktadır.

1.4.3 Birleşmelerde şirket değerlendirme yöntemleri

Her ne kadar değer kavramı farklı alanlarda farklı biçimlerde ifade edilse de şirket birleşmelerinde esas olan nokta şirkete ait gerçek değer belirlenmesidir. Bir şirketin gerçek değeri, o şirket için ödenmesi uygun olan maksimum değeri ifade eder. Fakat bu değer belirlenmesi kolay olmamaktadır (Öztunalı, 2008, s.98). Çünkü bu değer belirlenmesinde, şirketin içinde bulunduğu sektör ve pazar yapısı, piyasa

koşulları, rakiplerin durumu, şirketin kısa ve uzun vadeli planları, geçmiş yıllara ait raporları gibi birçok faktör gerçek değerin belirlenmesine etki etmektedir. Dolayısıyla bu konuyla ilgili olarak birçok değerlendirme yöntemi karşımıza çıkmaktadır. Bu durumda, yapılması gereken, değerlemesi yapılacak şirketin içinde bulunduğu piyasa koşulları da dikkate alınarak birden çok yöntem kullanılarak bir değer aralığı hesaplamaktır (Öztunalı, 2008, s.99).

Şirket değerlemesinde kullanılan yöntemlerin büyük bir kısmının kimi yaklaşımların biri veya birkaçının bir araya getirilerek bunların sentezinden meydana geldiği görülmektedir. Bununla birlikte, literatürde şirket değerlemedeki yaklaşımların sınıflandırılması hususunda ortak bir görüş bulunmamasına rağmen, değerlendirme yöntemlerinde ise neredeyse tam bir görüş birliğinin hakim olduğu gözlenmektedir (Sezer, 2012, s.28). Bu sebeple çalışmada, literatürde görüş birliği olmaması sebebiyle değerlemede kullanılan yaklaşımlar değil yöntemler üzerinde durulacaktır. Ayrıca konu şirket birleşmeleri olduğu için yalnızca bu amaç doğrultusunda kullanılabilecek değerlendirme yöntemlerinden bahsedilecektir. Bu bağlamda birleşmelerde şirket değerlemesinde kullanılabilecek değerlendirme yöntemleri aşağıdaki gibidir:

- Defter Değeri Yöntemi
- Tasfiye Değeri Yöntemi
- Pazar Değeri Yöntemi
- Gelir Çarpanı Yöntemi
- İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi

1.4.3.1 Defter değeri yöntemi

Defter değeri, bir işletmenin muhasebe kayıtlarından yararlanılarak oluşturulmuş bilançosunda yer alan varlık toplamından yabancı kaynakların çıkarılmasıyla elde edilen bir değerdir.

Defter değeri, hesaplaması kolay bir yöntemdir. Ancak muhasebe kayıtlarının tarihi oluşu ve hesaplanan değerin, zaman içerisinde yenilenen ve değişen piyasa durumunu tam olarak yansıtmayışı yöntemin zayıf kaldığı yönlerdendir. Uygulanan vergi politikalarıyla birlikte hayata geçirilen yeniden değerlendirme çalışmaları, tarihsel maliyetler ile ilgili sorunları kısmen dahi çözse bile işletmelerin farklı muhasebe politikalarını kullanması sebebiyle işletmelerin defter değerlerinin karşılaştırılmasında

ortaya çıkan güçlükler yöntemin her anlamda kullanımına imkan tanımamaktadır. Dolayısıyla bu tarz güçlüklerden ötürü, işletmelerin defter değeri sahip olduğu gerçek değeri her zaman yansıtmayabilir. Özellikle hisseleri borsada işlem gören işletmelerin borsa değerinin defter değerinden düşük olması dağıtılmayan karların verimli kullanılmadığının bir göstergesi olduğundan, bu konu bilhassa birleşmelerde büyük önem arz etmektedir (Karavardar, 2003, s.23).

Bununla birlikte, defter değeri kullanımı özellikle enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde de büyük sorun yaratmaktadır. Çünkü bu durumda, işletmelerin piyasa değerinde ve sahip olduğu mevcut varlıkların değerinde sürekli değişimler meydana gelecek ve defter değeri gerçeği yansıtmaktan uzak kalacaktır.

Ancak öte yandan, şirketin defter değerinin piyasa değerinden önemli oranda yüksek olduğu durumlarda ise bu yöntem tercih edilebilmektedir. Ayrıca eğer birleşmenin amacının diğer işletmenin varlıklarını elde etmek olduğu durumlarda ise defter değerini kullanmak uygun olabilmektedir (Aydın, 2004, s.197). Ancak, bu durum gerçek değeri net bir şekilde yansıtmadığından birleşmelerde fazla ödeme yapılmasına neden olmakta ve birleşme başarısını ciddi bir şekilde etkilemektedir.

Maddi olmayan duran varlıkların da değere ilave edilmesiyle, defter değerinin bu varlıkları dikkate almamasından kaynaklanan eksiklik bir ölçüde giderilmeye çalışılmaktadır. Bu şekilde hesaplanan değer ise “Düzeltilmiş Defter Değeri” olarak ifade edilmektedir. Benzer şekilde defter değerinden hareketle hesaplanan bir diğer değer de “Yerine Koyma Değeri” dir. İşletmelerin sahip oldukları aktiflerine, değerlendirme gününde tüm özellikleriyle benzer aktiflerin elde edilme bedelleri ele alınarak yerine koyma değeri belirlenebilmektedir (Aydın, 2004, s.197). Böylece yerine koyma değeri ile birlikte de yöntemde paranın zaman – değer kavramı konusundaki eksik kaldığı nokta bir ölçüde giderilebilmektedir.

1.4.3.2 Tasfiye değeri yöntemi

Tasfiye değeri, işletmeye ait tüm varlıklarının nakde dönüştürüldükten sonra bu nakit toplamından borçlarının düşülmesiyle elde edilen değerdir (Aydın, 1988, s.71). Bir şirketin tasfiyeye girmesiyle birlikte şirkete ait varlıkların elden çıkarılması sonucunda ulaşılan nakit ile borçlar ödendikten sonra geriye kalan para, ortaklara şirkette sahip olduğu hisseler oranında hesaplanarak ödenir (Akdağ, 2015, s.69).

Tasfiye değeri de defter değeri gibi varlıkların kazanma gücünü dikkate almadığından şirketin gerçek değerini yansıtmada konusunda yetersiz kalmaktadır (Aydın, 2004, s.198).

Diğer taraftan, tasfiye değeri, çoğunlukla defter değerinden yüksek çıkmaktadır. Çünkü tasfiye değeri cari piyasa fiyatları ile hesaplanırken defter değeri (yeniden değerlendirme olmadığı varsayımı ile) tarihi maliyetler ile hesaplanmaktadır (Sevinç, 2008, s.55).

İşletmelerin birleşme kararlarında tasfiye değerinin büyük bir rolü bulunmamaktadır. Çünkü bu yöntem, adı üstünde tasfiye varsayımına dayanmaktadır. Ancak birleşmelerde, tasfiye amacı güdülmemektedir. Aksine, daha müsait şartlarla işletme faaliyetlerinin yürütülmesi istenmektedir (Sarıkamış, 2003, s.132-133).

1.4.3.3 Pazar değeri yöntemi

Pazar değeri, bir işletmenin içinde bulunduğu piyasa koşullarına göre şekillenen ve beliren cari bir değerdir. Pazar değeri yöntemi, defter değeri yöntemine göre güncel rakamları ve değeri yansıtmada daha gerçekçi ve faydalı olması sebebiyle özellikle piyasa koşullarının sürekli değişiklik arz ettiği durumlarda tercih edilmektedir.

Şirket birleşmelerinde pazar değeri, içinde bulunulan piyasa koşullarına bağlı olarak belirlenen, birleşen tarafların birbirine ödemeye ya da devralmaya razı oldukları değeri ifade etmektedir. Bu değer, içinde bulunulan zamanın piyasa şartlarına göre özellikle uzun vadede büyük değişim gösterebilmektedir. Dolayısıyla, birleşme sonrasında piyasada zaman içerisinde oluşan olumlu ya da olumsuz tüm farklılaşmalar birleşmenin başarısını doğrudan etkileyebilme gücüne sahip olmakta, işletme dışı etkenlerin birleşme başarısına gölge düşürmesine yol açabilmektedir.

Bununla birlikte, kimi çalışmalarda birleşme işleminin tamamlanmasından hemen sonra hissedarların anormal getiri elde ettiği görülmüştür (Franks ve Scholefield, 1977, s.240). Bu durum ise, devralan şirketin birleşme dönemindeki gerçek değerini yansıtmadan oldukça uzaktır.

1.4.3.4 Fiyat/Gelir çarpanı yöntemi

Şirket birleşmelerinin değer tespiti aşamasında, uygulamada basit olması gerekçesiyle yoğunlukla tercih edilen bir yöntem haline gelen fiyat/gelir çarpanı yöntemi, özellikle halka açık olmayan bir şirketin değeri tespit edilirken kullanılan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Halka açık olmayan şirketlerin hisse senetlerinin pazar değeri olmadığından fiyat/gelir oranı da belirlenmemektedir. Bu durumda halka açık olmayan şirketin sahip olduğu niteliklere yakın, halka açık başka bir şirketin F/G oranı kullanılarak değer tespiti yapılacak ve şirketin şimdiki veya gelecekteki gelirleri ile çarpılarak şirketin değeri belirlenebilecektir. Ancak çoğu yöntemde olduğu gibi bu yöntemin de bazı olumsuz yanları bulunmaktadır. Örneğin, değerlemesi yapılacak şirketin özelliklerine yakın başka bir halka açık şirket bulma güçlüğü ya da bulunan şirketin farklı muhasebe politika ve yöntemlerini kullanıyor olması, yöntemin dezavantajlı olduğu durumlardan sayılabilir (Aydın, 2004, s.199).

1.4.3.5 İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi

Paranın zaman - değer etkisini baz alan, şirketin gelecekteki nakit yaratma gücüne odaklanarak şirket değerinin gerçek ve gerçeğe yakın değerinin tespitinde oldukça aktif bir yöntem olan iskonto edilmiş bir başka ifadeyle indirgenmiş nakit akışları yöntemi, birleşmelerde şirket değerlendirme işleminde sıklıkla tercih edilen bir yöntem olarak göze çarpmaktadır.

Bu yöntemde göre bir şirketin değeri, şirketin gelecekte elde edeceği nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı ile değerlendirme günü itibariyle bugünkü değere indirgenmesiyle hesaplanmaktadır(Ekici, 2013, s.165).

İskonto edilmiş nakit akışları yönteminde şirket değeri, sırasıyla serbest nakit akışlarının belirlenmesi ve iskonto oranının belirlenmesi şeklinde iki aşamada tespit edilmektedir (Aydın, 2004, s.200-201).

1.4.3.5.1 Serbest nakit akışlarının belirlenmesi

Esas itibariyle serbest nakit akışları, vergi sonrası faaliyet gelirlerinden çalışma sermayesindeki ve sabit varlıklardaki artışın indirgenmesiyle bulunmaktadır. Serbest nakit akışları aşağıdaki şekilde belirlenmektedir (Aydın, 2004, s.200):

Tablo 1.1.*Serbest nakit akışları*

Net Satışlar
-SMM
-Satış ve Yönetim Giderleri
-Amortismanlar
Faiz ve Vergi Öncesi Gelir
-Faiz Giderleri
Vergi Öncesi Gelir
-Vergi
Vergi sonrası Kar
+Amortismanlar
-Çalışma Sermayesinde Gerekli Olan Artışlar
-Sabit Varlıklarda Gerekli Olan Artışlar
= Serbest Net Nakit Akışları

1.4.3.5.2 İskonto oranının belirlenmesi

İskonto edilmiş nakit akışları yönteminin ikinci basamağını iskonto oranının belirlenmesi oluşturmaktadır. Bu oranın belirlenmesinde ise genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden (AOSM) faydalanılmaktadır.

İskonto oranının belirlenmesi, birleşecek şirketlerin gelecekteki nakit akışlarının şimdiki değerinin tahmininde büyük önem taşımaktadır. Çünkü bu değer tahmini sonucunda, belirlenen bu değere göre birleşecek taraflar arasında birleşme kararı verilir ya da karar iptal edilir(Aydın, 2004, s. 201).

1.5 Şirket Birleşmelerinin Dünya Üzerindeki Tarihsel Gelişim Süreci

Tarihte ilk şirket birlemeleri, Amerika Birleşik Devletleri'nde 19.yüzyılın son on yılında belirgin hale gelmiş ve günümüze kadar gelerek büyük bir aşama kaydetmiştir. 20.yüzyıla gelindiğinde ise, birleşme faaliyetleri diğer gelişmiş ülkelere de sıçrayarak ciddi bir artış göstermiş ve bu yüzyılın sonlarına doğru bu ülkelerde de ivmesini sınır ötesi alanlara taşıyarak yükseltmiştir (Sarıkamış, 2003, s.81). Bu geniş tarihi süreç içerisinde, birleme ve devralmalar bazı dönemlerde yoğunluk kazanarak ilerlerken bazı dönemlerde durgunluk göstererek dönemin özelliklerini yansıtan ayrı birer çerçeve oluşturmuştur. Sürecin hemen hemen tamamını kapsayan bu çerçevelerin literatürde birleşme ve devralma dalgası veya kısaca birleşme dalgası olarak anıldığı görülmektedir (Yılmaz, 2010, s.18).

Bu dönemler yoğunlaştıkları yıllara göre; 1890'lı yıllar, 1920'li yıllar, 1960'lar, 1980'ler ve 1990'dan günümüze olarak beş ayrı kategoride sıralanabilir (Gregoriou ve Renneboog, 2007,s.1).

1.5.1 Şirket birleşmelerinde birinci dalga (1897- 1904)

Tarihi süreç içerisinde, şirket birleşme ve devralmaların ilk adımlarının 19. yüzyılda ABD tarafından atıldığı bilinmektedir. Bu sebeple, birleşme dalgalarının birinci aşamasının bu dönemde başladığı söylenebilir.

İlk birleşme dalgası 1883 krizinden sonra meydana gelmiş, 1898 ve 1902 yılları arasında doruğa ulaşmıştır (Gaughan, 2015, s.42).ABD'de nükseden bu dalğanın temelinde, krizden etkilenen piyasaların küresel çapta yaşanan ekonomik krizin olumsuz etkilerinin giderilmesini sağlama ve yeniden arzu edilen güce kavuşma çabaları olduğu görülmektedir. Bu dönemde, krizden olumsuz yönde etkilenen birçok işletme varlığını devam ettirebilmek amacıyla birleşme dalgasına dahil olmuş ve bu durum birleşmelerin zaman içerisinde çoğalarak ilerleme kaydetmesine öncü olmuştur.

Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu Profesörü Ralph Nelson tarafından yapılan bir araştırmaya göre, en büyük birleşme faaliyetleri birincil metal, gıda ürünleri, petrol ürünleri, kimyasallar, nakliye ekipmanları, fabrikasyon metal ürünler, makineler ve bitümlü kömür olmak üzere sekiz sektörde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, bu sektörlerde gerçekleşen birleşmeler toplam birleşmelerin yaklaşık üçte ikisini oluşturmuştur (Gaughan, 2015, s.43).

Bu dönemde ağırlıklı olarak yatay birleşmeler gerçekleşmiştir. Bu durum ise monopole yakın pazar yapısının oluşmasına neden olmuştur (Gaughan, 2015, s.43). Oluşan bu olumsuz yapılanmanın kırılabilmesi için ABD'de çeşitli önlemler alınmış ancak yine de başarılı olunamamıştır. Bunun sonucunda ise birinci dalga olarak adlandırılan bu dönem yaşanan olumsuzluklarla birlikte kapanmaya mahkum olmuştur.

1.5.2 Şirket birleşmelerinde ikinci dalga (1916-1929)

Şirket birleşmelerine dair ikinci birleşme dalgası, birinci birleşme dalgasında meydana gelen monopolcü piyasa yapısının kırılarak rekabet ortamının yaratılması, bu sayede ekonomide canlılığın sağlanması ve ekonominin iyileştirilmesi yönündeki çabaları kapsamaktadır. Bu bağlamda, çeşitli yasal düzenlemeler gerçekleştirilmiş,

rekabetin arttırılması amacıyla piyasada çeşitli pazarlama yöntemleri geliştirilmiştir. Ancak bu kez, maliyetleri düşürmeyi pazar payını arttırmak isteyen, ölçek ekonomisinden faydalanmak isteyen işletmeler bu dönemde birinci birleşme dalgasının aksine dikey birleşmelere yönelmişlerdir (Yılmaz, 2010, s.19).

Bu dönem 1929 yılının Ekim ayında, sermaye piyasasının çöküşü ve bu çöküşün beraberinde getirdiği dünyayı saran ekonomik krizin başlaması ile son bulmuştur. Sermaye piyasasında meydana gelen kriz işletmeleri ve yatırımcıları güç duruma sokarken, ekonomik krizle birlikte tüketim harcamaları da büyük bir azalış göstermiş ve bu durum şirketlerin iflasına sebep olmuştur. Tüm bu gelişmeler ise, şirket birleşmelerinin sonunu getirmiştir (Sarıkamış, 2003, s.84).

1.5.3 Şirket birleşmelerinde üçüncü dalga (1950-1973)

Birinci ve ikinci dalganın yaşandığı dönemlerde oluşan, rekabetçi düzene aykırı yapıyı bozmak ve yeniden oluşmasını engellemek amacıyla ABD’de alınan önlemler ve yapılan yeni düzenlemeler oldukça katılaşmış, özellikle yatay birleşmelere vize verilmesi oldukça zorlaştırılmıştır. Bu durum ise, şirketlerin kendileriyle alakası bulunmayan sektörlerdeki şirketleri satın alma yoluna giderek satın alan şirketlerin holdingleşmesine yol açmıştır (Öztunalı, 2008, s.54).

Öte yandan, yasaların baskısıyla ortaya çıkan karma birleşmelerin temeli bu dönemde atılmış ve yoğunluk kazanmıştır. Bununla birlikte, ilgili yasa ve düzenlemelerin baskısına rağmen bu dönemde monopol veya oligopol yapıların tamamen engellendiği söylenememektedir. Hatta 1960’lı yılların başlangıcında bu konuyla ilgili ek düzenlemeler getirilmiş, birleşme ve satın alma faaliyetleri üzerindeki baskı daha da arttırılmış ve tekele yol açabilecek her türlü şirket büyümeleri üzerine sıkı önlemler alınmıştır (Sarıkamış, 2003, s.85).

1960’lı yılların sonlarında ekonominin küçülmeye başlaması ve akabinde ekonominin durgunluk safhasına geçişi ile birlikte birleşen şirketlerin dağıtılabilir karlarında azalma meydana gelmiş ve bu durumun yarattığı sonuçlar birleşmelerin giderek düşüş göstermesine yol açmıştır. Bunun sonucu olarak da, birleşmelerde üçüncü dalga sona ermiş ve dönem kapanmıştır (Sarıkamış, 2003, s.88).

1.5.4 Şirket birleşmelerinde dördüncü dalga (1981-1990)

Dördüncü döneme dostça sayılmayan devir almalar damgasını vurmuştur. Ayrıca diğer dönemlerde bulunmayıp bu dönemde var olan yatırımcı tipi bu dönemde görülmüştür. Şöyle ki; bu yatırımcı devralma işlemi başlatılmış, hisse senetleri pazarda işlem gören devrolunacak şirkete ait senetleri daha sonra devralma işleminde bulunan şirkete daha fahiş fiyatla satarak kazanç elde etmeyi hedef haline getirmişlerdir. Devrolunacak şirketin devralınmasını etkileyecek biçimde hisse senedi alma girişiminde bulunan bu yatırımcı, ilgili şirkete satarak yüksek meblağlarda kazanç sağlamak veya devralan şirketin faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilecek herhangi bir teşebbüste bulunmayacağına dair şirketle anlaşma yoluna giderek buradan belli bir ücret elde etmektedir (Sarıkamış, 2003, s.91).

Bunların haricinde bu dönemde, yapılan çeşitli yasal düzenlemelerin etkisiyle birlikte birleşme faaliyetlerinde gerek işlem hacmi gerekse işlem sayısı bakımından yüksek miktarda artış gözlenmiştir. Hatta dört birleşme dalgası içinde en büyük hacimli birleşmelerin bu dönemde gerçekleştiği söylenebilir. Ayrıca bu dönemde, Avrupa ülkeleri ile ABD arasında uluslararası birleşmeler de görülmeye başlamıştır.

Dördüncü birleşme dalgası, 1980'li yılların sonlarına doğru ekonomide meydana gelen durgunluk ve ekonomik koşulların kötüleşmesiyle birlikte sona ermiştir (Şahin, 2011, s.22).

1.5.5 Şirket birleşmelerinde beşinci dalga (1991-2001)

Dördüncü birleşme dalgasında boyut açısından sınır ötesi birleşmeler yalnızca ABD ve Avrupa ülkelerinde gündeme gelirken bu dönemde birleşmelerin çapının genişleyerek Asya ülkelerini de kapsadığı ve küresel boyuta ulaştığı gözlenmektedir.

Bir önceki dönemlere göre bu dönemde, dünya üzerinde gerçekleşen birleşmelerin işlem adedi ve sayısı ciddi artış göstererek ABD'nin bu konudaki aktiflik payını azaltmıştır. Böylece, Avrupa ve Asya ülkeleri de küreselleşmenin etkisiyle birleşmeler konusunda aktiflik kazanarak ekonomik büyüme ve gelişmeye ayak uydurma çabalarına hız vermişlerdir.

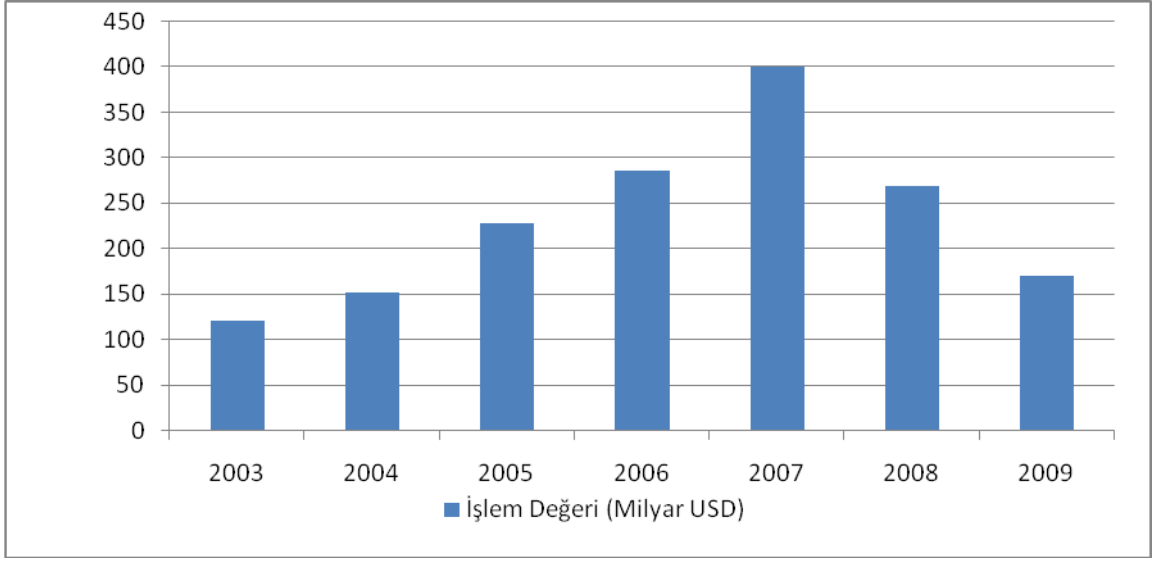
Bu dönemde küresel düzeyde gerçekleşen birleşme ve devralmaların işlem tutarında artış görülse de 2000 yılından itibaren düşüş başlamış ve 2002 yılına kadar

devam etmiştir. Bu düşünün, pek çok nedeni olabileceği gibi temel nedeninin, 1999 yılında dünya çapında patlak veren ekonomik kriz olduğu ifade edilebilir. Bununla beraber bu krizin, 2000’li yılların başında da devam ederek etkisini sürdürmesi, ABD’de 11 Eylül olayının yaşanması sonucu hisse senedi fiyatlarının düşmesi ve ardından muhasebe skandallarının gündeme gelmesi ile birlikte beşinci dalganın son bulduğu söylenebilir (İlarslan, 2011, s.139-140).

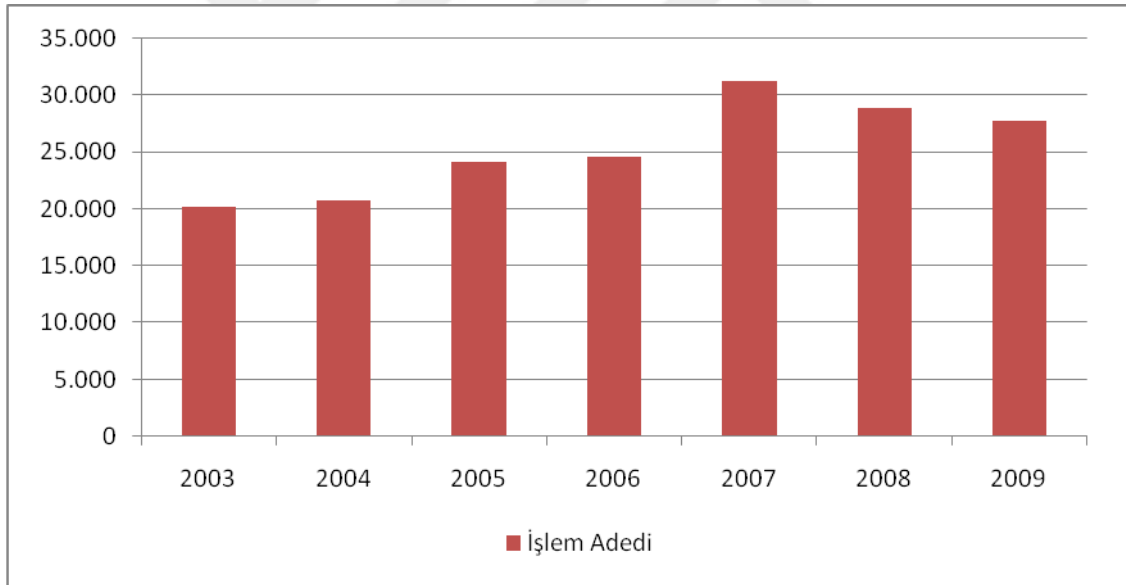
1.5.6 Şirket birleşmelerinde altıncı dalga (2004-2009)

Her ne kadar kimi kaynaklarda birleşme dalgalarının 5 dönemden oluştuğu ve 5. dönemin hala devam ettiği söylene de özellikle son yıllarda yapılan çalışmalara göre birleşme dalgalarına 6. dalga eklenmiştir. Bu biçimde bir ayrımın yapılmasında, zaman geçtikçe dünya piyasalarında bu konuyla ilgili oluşan ekonomik değişim ve gelişimler ile birlikte belirtilen sürecin netleşmesi ve güncellenmesi gerekçe olarak gösterilebilir.

Bir önceki birleşme dalgasının sonlanmasında etkisi bulunan ekonomik krizden toparlanma çabaları sonucunda oluşan altıncı birleşme dalgası, 2008 yılında meydana gelen ekonomik krize kadar varlığını sürdürmüştür. Kriz etkisiyle azalma gösteren birleşme ve devralmalar, gerek işlem adedi gerekse işlem değeri açısından bu dönemde aşamalı olarak tekrar artış seyrine girmiştir. Nitekim **Şekil 1.1**’e bakıldığında, yıllar itibariyle işlem değerlerinin dönem bitimine doğru artış gösterdiği ve bu bakımdan 2007 yılının dönemin en büyük değeri yansıttığı açıkça görülmektedir. Keza **Şekil 1.2**’de işlem adedi de artış seyrindedir.



Şekil 1.1.*Dünya'da 2003-2009 Döneminde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların İşlem Değerleri*
(İlarslan, 2011, s.145)



Şekil 1.2.*Dünya'da 2003-2009 Döneminde Gerçekleşen Birleşme ve Satın Almaların İşlem Adedi*
(İlarslan, 2011, s.145)

Tüm çabalara rağmen önceki birleşme dalgalarında olduğu gibi, altıncı birleşme dalgası da krizin etkisiyle ve ekonominin durgunluğa geçmesi ile birlikte 2008 yılında sona ermiştir (Gaughan, 2015, s.74).

1.6 Türkiye’de Şirket Birleşmeleri

Yukarıda şirket birleşmelerinin tarihi süreci, küresel çapta ve genel hatlarıyla altı ayrı dönemde incelenmiştir. Belirtilen dönemlere ait veriler, başlangıç aşamasından günümüze kadarki döneme ait birleşmelerin gelişim sürecini göstermekle birlikte günümüz verilerini ulusal çapta tam olarak yansıtmamaktadır. Dolayısıyla bu bölümde, konuyla ilgili olarak Türkiye’de(uzak geçmişe ait verilerin detaylıca elde edilmesine imkan olmadığından dolayı) özellikle yakın geçmiş incelenerek bu dönemde gerçekleşen birleşmeler üzerinde durulacaktır.

Anadolu sınırlarında Türkiye Cumhuriyeti’nin ilanından önce kayıtlara geçen tarihin bilinen ilk şirket birleşmesi, 1874 yılında meydana gelen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane’nin birleşmesidir (Onur, 2008, s.46).

Cumhuriyetin ilanından sonra, 1933 yılında Türk Ticaret Bankası ile Üsküdar Bankasının birleşmesi ile birlikte Cumhuriyet tarihinin ilk birleşmesi gerçekleşse de bu konudaki nitelikli gelişme ve büyümeler 1950’li yıllara rastlamaktadır. Bu dönemde gerçekleşen birleşmelerin büyük bir kısmının finansal güçlük çeken şirketlerin özellikle de bankaların bu durumdan kurtarılması amacına yönelik olduğu bilinmektedir (Serçe, 2009, s.153-154).

1923 yılından 1930’lı yıllara uzanan süreç, Türkiye Cumhuriyeti’nin her açıdan en kritik süreci niteliğindedir. Büyük bir bağımsızlık mücadelesi ile birlikte kazanılan savaşın sonunda yeni kurulan ülkenin siyasi durumu olduğu kadar iktisadi durumu da oldukça önemlidir. Dolayısıyla, bu dönemin ana politikası; siyasi bağımsızlığın ekonomik bağımsızlık olmadan gerçekleşemeyeceği düşüncesidir ([http-1](#)). Bu konuyla ilgili olarak bu dönemde, iktisadi alana yönelik çalışmalara ağırlık verilmiş ve bu alanda yeni düzenlemelere gidilmiştir.

Savaşın olumsuz etkilerini taşıyan bu süreçte, ekonomik hayatta özel sektörün yetersiz kalması sonucunda yatırım faaliyetleri devlet eliyle gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda kamu iktisadi teşebbüsleri (KİT’lerin) kurulmuş ve ekonomik kalkınmaya 1950’li yıllara dek devlet desteği sağlanmıştır. Dolayısıyla bu süreçte gerçekleşen birleşmelerin büyük bir kısmı kamusal alanda gerçekleşmiştir (Sarica, 2008, s.64).

İkinci Dünya Savaşı'nın sona ermesi ile birlikte dünya ülkelerinde yaşanan köklü değişimler Türkiye'yi de etkisi altına almıştır. Bu dönemde Türkiye'de siyasi alanda yeni düzenlemelere gidilmiş ve bu durum ekonomik hayatı doğrudan etkilemiştir. Bu durumla bağlantılı olarak, Türkiye'de 1950'li yıllardan itibaren liberal ekonomik düzene geçilmiş ve ekonomik hayatta devletin rolü azaltılarak özel sektörü genişletme ve geliştirme çalışmaları hız kazanmıştır. Bununla birlikte, gerek ulusal gerekse uluslararası birleşme ve devralma faaliyetleri ile büyüme ve aşamalı olarak küresel ekonomiye dahil olma faaliyetleri artsa da yeterli düzeye ulaşamamıştır. Öte yandan, bu dönemde gerçekleşen birleşmelerin büyük bir kısmında, finansal açıdan çıkmazda olan özellikle bankacılık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kurtarılarak ekonomiye kazandırılması amacı öne çıkmaktadır (Aydın, 1988, s.45-46). Bu amaçla yapılan birleşmelere; 1959 yılında Tumsu Bank ile Türkiye Eski Muharıpler Bankası'nın birleşmesi, 1960 yılında Türkiye Turizm Bankası ile T.C. Turizm Bankası'nın birleşmesi, 1962 yılında da İstanbul Bankası ile Emlak Kredi Bankası birleşmesi örnek olarak verilebilir (Serçe, 2009, s.154).

Her ne kadar Türkiye'de 1950'li yıllarda ülkeye yabancı sermaye akışını kolaylaştıran, özel sektörün piyasadaki etkinliğini arttıran liberal bir ekonomik düzen oluşturulmaya çalışılsa da bu dönemin sonlarına doğru yaşanan siyasi istikrarsızlıklar bu düzenin gelişerek devam etmesine engel olmuştur. 1950'li yılların başında sermayenin uluslar arası boyutta etkileşime girmesi ile ülke ekonomisinde görülen canlanmalar 1960'lı yıllara yaklaştıkça siyasi düzenin rayına oturmamasıyla birlikte dış ticaret açığı, enflasyon gibi olumsuz sonuçlarla karşı karşıya kalmıştır. Dolayısıyla, bu dönem birleşme faaliyetlerinin kısıtlandığı ve duraksadığı bir dönem olmuştur.

1980'li yıllara gelindiğinde, Türkiye'de siyasi anlamda yaşanan güncel gelişmelerle birlikte ekonomik hayatta da bir takım değişiklikler meydana gelmiştir. Bu değişiklikler özellikle 1960'lı yılların yaratmış olduğu ekonomik karar ve hareketleri gevşeten, ekonomiye serbestlik imkanı sağlayan bir düzen yaratmıştır. Bu düzen ile birlikte, geçmiş dönemin olumsuz izlerini taşıyan ülke ekonomisi iyileştirilmeye çalışılmış, sanayileşme çabaları hız kazanmış, ulusal düzeydeki işletmelerin sınır ötesi faaliyetlere geçişi kolaylaştırılarak ekonomik büyüme hedeflenmiştir. Tüm bu çalışmaların sonucunda, birleşmelerde ciddi bir artış olduğu gözlenmiştir. Bu artışın ise birçok sebepten kaynaklandığı söylenmektedir. Bunlar, ekonomik durgunluktan

etkilenen bankaların kurtarılması, faaliyet alanının küçültülmesi için gruptaki bazı şirketlerin tasfiye ve devir edilmeleri, zarar eden şirketin devredilmesi ile bu zarardan kurtulması ve bu şirketin devralınarak o zararın sağlayacağı vergi tasarrufundan yararlanılması, yabancı ortak sağlama yolu ile şirket etkinliğinin artırılması gibi sebeplerdir (Sarıkamış, 2003, s.96).

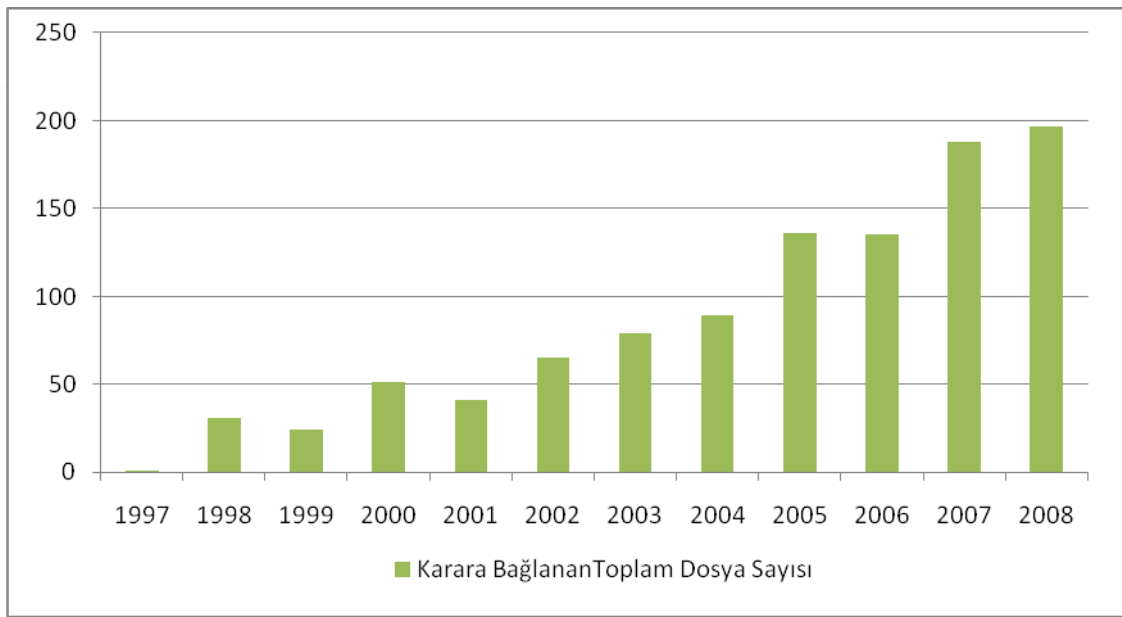
1980 sonrası dönemde Türkiye’de ticari hayattaki engellerin ortadan kaldırılması amacıyla yapılan çalışmalar, devam eden süreçte Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşmasının yapılması işletmeler açısından yerli pazarı küresel pazar konumuna getirmiştir. Türkiye’nin özellikle Gümrük Birliği anlaşması sonrasında uluslararası pazara giderek daha fazla uyum sağlaması Türk ekonomisinin büyüme arzusunu ortaya çıkarmıştır. Bu durum ise yerli şirketler ile yabancı şirketler ve Türkiye’deki yabancı şirketlerle yabancı şirketler arasındaki birleşmelerin artmasına sebep olmuştur (Sarica, 2008, s.66).

Türkiye’de Rekabet Kurumu’nun 2003, 2008 ve 2009 yıllarına ait Yıllık Faaliyet Raporları’ndan derlenerek hazırlanan, 1997 – 2008 dönemine ait karara bağlanan birleşme ve devralma dosya sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Tablo 1.2.1997 – 2008 Yıllarında karara bağlanan birleşme ve devralma dosya sonuçları

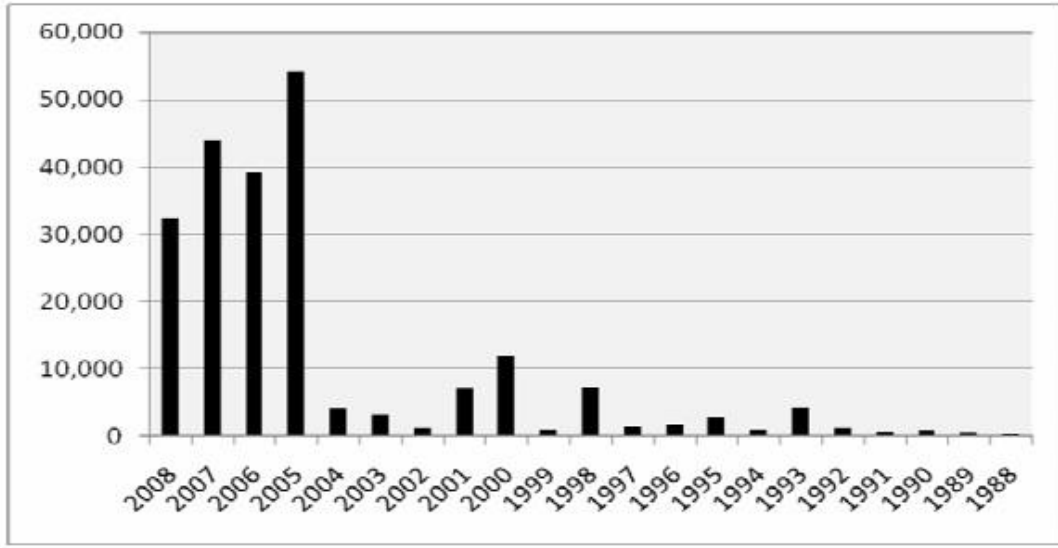
Yıl	İzin Verilen	Koşullu İzin	Toplam
1997	1	-	1
1998	25	6	31
1999	23	1	24
2000	49	2	51
2001	39	2	41
2002	65	-	65
2003	77	2	79
2004	86	3	89
2005	130	6	136
2006	110	25	135
2007	171	17	188
2008	175	22	197
Toplam	951	86	1037

Tablo 1.2. dikkatle incelendiğinde; 1996 yılında yapılan Gümrük Birliği Anlaşması'ndan sonra birleşme ve devralma işlem sayısında 1999, 2001 ve 2004 yıllarında kısmi bir azalma gerçekleşse de genel itibariyle artış gözlenmektedir. Artışın seyri aşağıdaki grafikte de açıkça görülmektedir. Özellikle 2005 yılında onaylanan işlem sayısı bir önceki yıla nazaran yaklaşık % 53'lük bir oranda ciddi artış göstermiştir. Benzer şekilde bu artış, 2007 ve 2008 yıllarında da devam etmiş ve 197 adet birleşme ve devralma işlemi ile sonuçlanmıştır. Bu durum, dönemin birleşme ve devralmalar konusunda oldukça etkin olduğunu göstermektedir.



Şekil 1.3.1997 – 2008 Yıllarında karara bağlanan birleşme ve devralma toplam dosya sayısı

Elbette ki, işlem sayıları dönemde gerçekleşen birleşmelerin özelliklerini tam olarak yansıtmakta yetersiz kalmaktadır. Özellikle, 2000'li yıllardan itibaren işlem değerinin 1980 ve 1990'lı yıllara nazaran ciddi fark yarattığı düşünüldüğünde bu değişimin seyrinin yıllar itibariyle incelenmesi gerektiği göze çarpmaktadır. Bu noktada; Şekil 1.4'te 1980 yılında siyasi ve ekonomik şartların değişmesinin ardından meydana gelen birleşme ve satın almaların işlem değeri hususundaki gelişmeleri yansıtmaktadır.



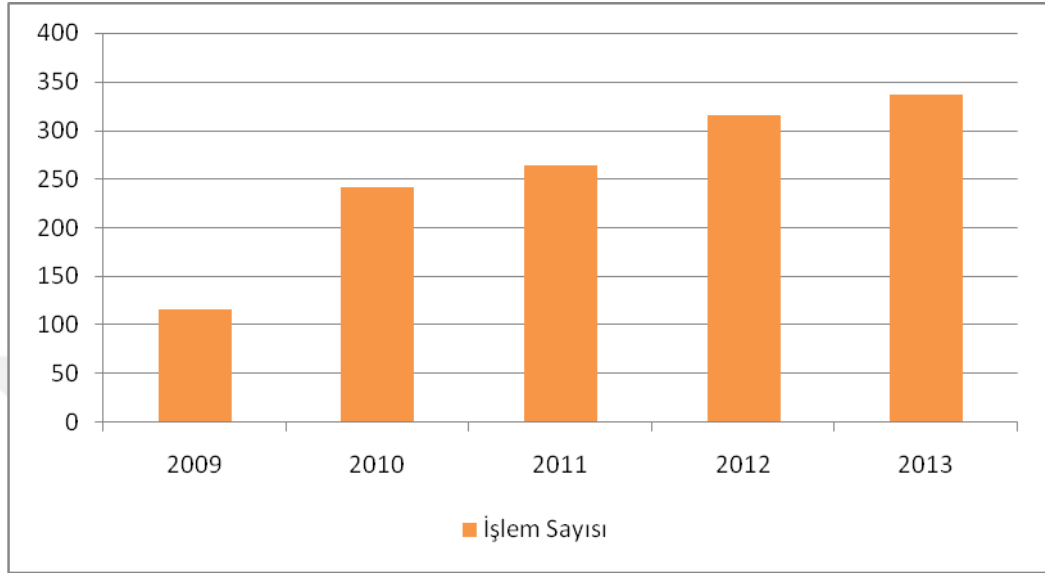
Şekil 1.4. Yıl bazında açıklanan birleşme ve satın alma işlem değerleri (Milyon \$) (Akdoğan, 2011, s.141)

1988-2008 döneminde gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin toplamda 187 milyar dolar olduğu, bu tutarın 163 milyar dolarlık kısmının ise 2000 yılı sonrasında açıklanan işlemlerden meydana geldiği görülmektedir (Akdoğan, 2011, s.141). Özellikle, 2005 yılı ve sonrası verileri 20 yıllık işlem tutarının çoğunu kapsamaktadır. Bu durumun çok çeşitli nedenleri olabileceği gibi, dönemde uygulanan siyasi ve ekonomik kararlardan kaynaklandığı söylenebilir.

Diğer yandan, 2000 yılı öncesi ve sonrasında gerçekleşen birleşmelerde devralan ya da alıcı konumundaki şirketlerin profilinde de farklılaşmalar göze çarpmaktadır. Şöyle ki, birleşmelerde işlem sayısı bakımından devralan konumunda 2000 yılı öncesinde yerli yatırımcılar ön plana çıkarken 2000 yılı sonrasında yabancı yatırımcılar ön plana çıkmaya başlamış ve bu konudaki aktifliklerini zaman içerisinde arttırmaya devam etmişlerdir (Akdoğan, 2011, s.145). Bu durum, işlem değeri bakımından da benzerlik göstermektedir. 2000 yılından sonra işlem sayısı bakımından ön plana çıkan yabancı yatırımcılar, işlem değeri bakımından da özellikle 2005-2008 döneminde yerli yatırımcılara oranla daha büyük paya sahip olmuşlardır (Akdoğan, 2011, s.146). Bunun sonucunda Türkiye, birleşme ve devralmalar konusunda ulusal sınırları aşarak küresel pazara daha sıkı bir şekilde entegre olmuştur.

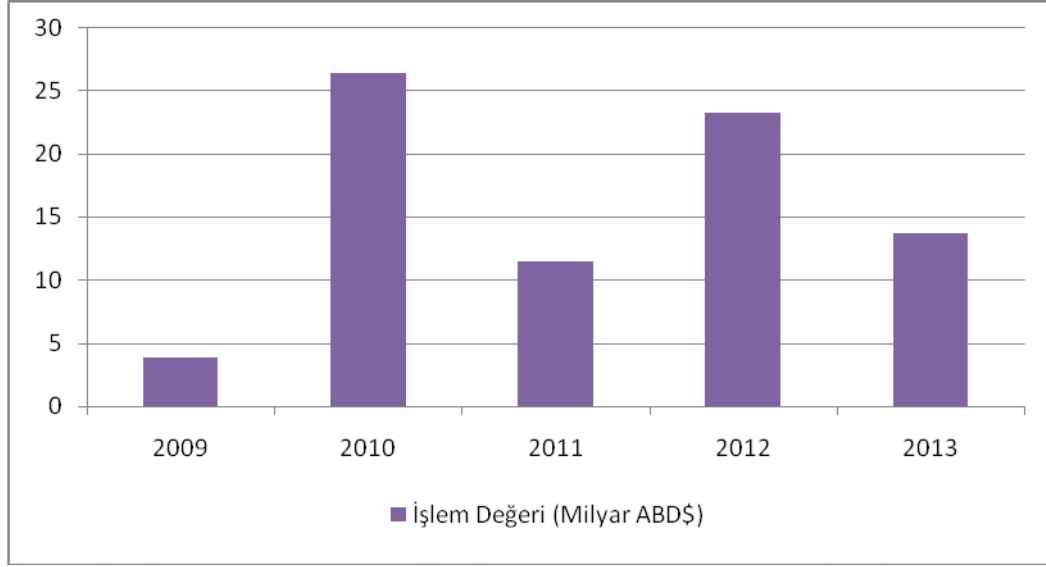
2007 yılında ABD’de başlayıp tüm dünyayı etkisi altına alan buhrandan Türkiye, minimum düzeyde etkilenmiş ve yatırım faaliyetlerini başarıyla sürdürmüştür (Sak,

2010, s.76). Bu bağlamda Türkiye’de, 2009 yılında işlem değerinde az miktarda bir düşüş gözlemlense de 2010 yılında toparlanma gerçekleşmiş ve yatırım faaliyetlerinde ilerleyen yıllarda da beklenen artış sağlanmıştır.



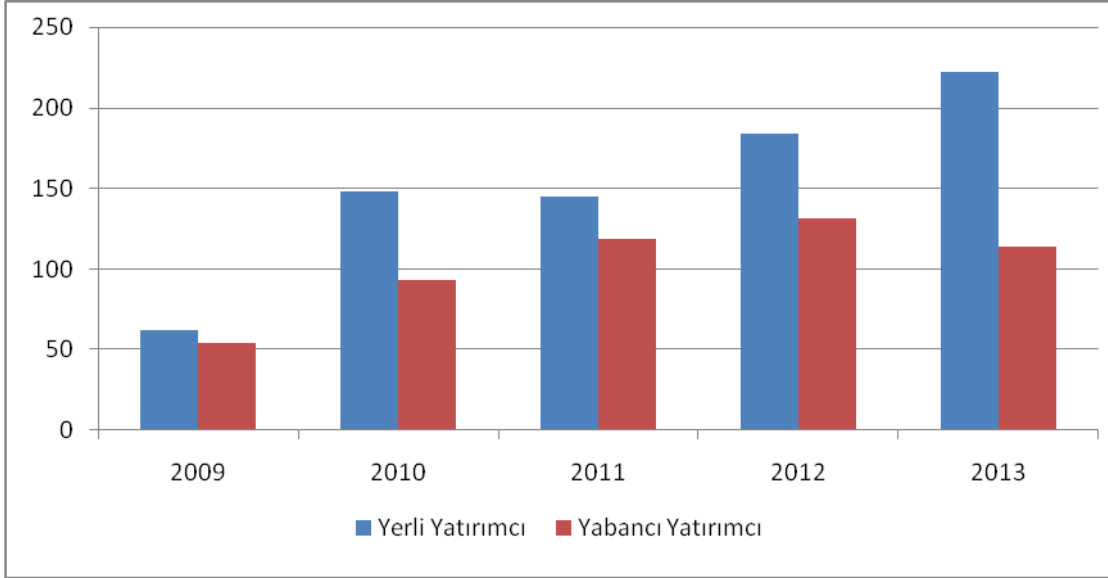
Şekil 1.5.2009-2013 Yıllarında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem sayısı (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)

Türkiye’de 2010 yılında hareketlenen birleşme ve satın alma faaliyetleri 2011 yılında işlem sayısı bazında artışını sürdürürken, işlem değeri olarak 2009 yılından sonra son 6 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. 2012 yılında ise, hem işlem sayısı hem de işlem değerinde bir önceki yıla göre önemli bir artış gerçekleşirken, 2013 yılında işlem sayısında yeni bir rekor yaşanmış, işlem değeri ise 2012’ye göre daha düşük seviyelerde seyretmiştir.



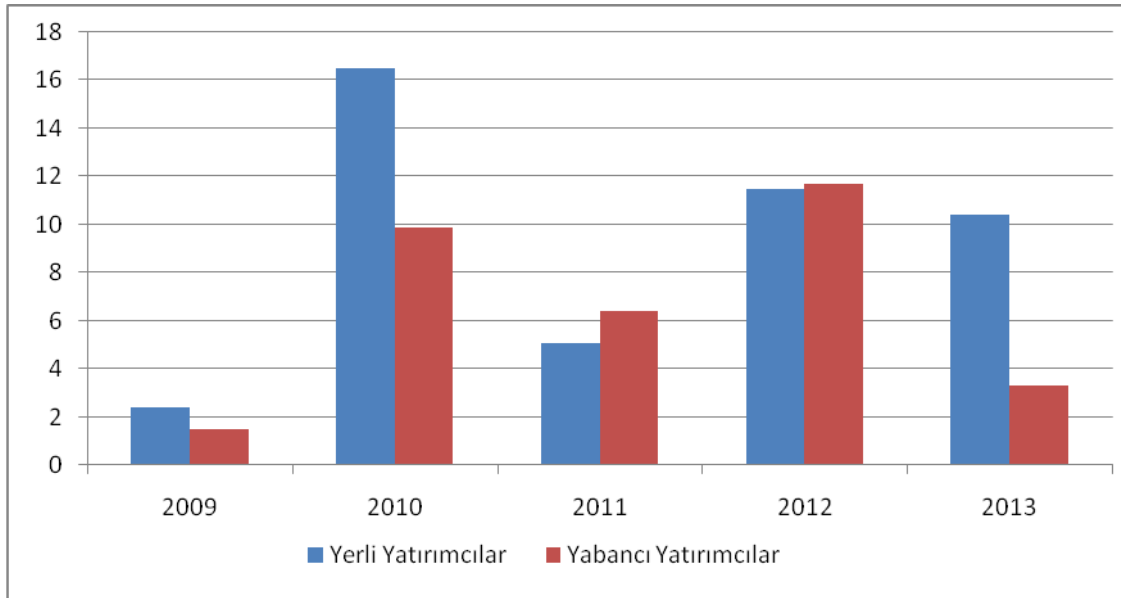
Şekil 1.6.2009-2013 Yıllarında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlem değeri (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)

Birleşme faaliyetleriyle ilgili olarak özellikle son zamanlarda Türkiye'deki yatırımcı profili değerlendirildiğinde, 2005 yılından itibaren işlem sayısı ve değeri yönünden yabancı yatırımcılar ağırlığını korurken 2009 yılında bu durumun tersine döndüğü ve Türk yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre işlem sayısı ve değeri bakımından daha fazla etkin olduğu gözlenmektedir. 2010 yılında toplam işlem sayısı ve değeri 2009 yılına göre önemli oranda artmış olmasına rağmen 2009 yılında yatırımcı profilinde yaşanan bu değişikliğin devam ettiği görülmektedir.



Şekil 1.7.2009-2013 Yıllarında işlem sayısına göre yerli ve yabancı yatırımcılar (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)

2011 ve 2012 yıllarında işlem hacmindeki payını 2008 küresel krizi öncesinde olduğu gibi %50'nin üzerine çıkaran yabancı yatırımcılar, 2013 yılında toplam işlem hacminin sadece %24'ünü gerçekleştirerek yerli yatırımcıların önemli ölçüde gerisinde kalmıştır. İşlem adedinde ise yine benzer bir seyir gözlemlenmiş ve yabancı yatırımcılar son dört yılda olduğu gibi yerli yatırımcılardan daha az sayıda işlem gerçekleştirmiştir.



Şekil 1.8.2009-2013 Yıllarında işlem değerine göre yerli ve yabancı yatırımcılar (Ernst&Young birleşme ve satın alma işlemleri raporu 2013)

Tüm bu bilgilerin ışığında genel bir değerlendirme yapıldığında; 2008 yılında başlayan global ekonomik kriz, Avrupa açısından 2010 yılı sonunda Yunanistan'daki bütçe krizi ile daha da derinleşmiş ve diğer Avrupa ekonomilerini de ciddi bir şekilde etkileyerek 2013 yılında etkisi azalsa da kendini hissettirmeye devam etmiştir. Özellikle Avro bölgesinin önemli ekonomilerinden olan İspanya ve İtalya'da ekonomik durgunluğun sürmesi ve diğer önemli ekonomilerden İngiltere, Almanya ve Fransa'da ise büyümenin sınırlı seviyede kalması sonucunda Türkiye'nin en önemli ticaret ortağı olan Avrupa için 2013 yılında da ekonomik sıkıntılar kaçınılmaz olmuştur.

Global ekonomideki sorunlara ek olarak Türkiye'nin içinde bulunduğu coğrafyada, özellikle Suriye'de yaşanan politik krizler ve Arap Baharı'nın bölge ekonomileri üzerinde yarattığı belirsizlik 2013 yılında da tırmanarak devam etmiştir. Bölgede yaşanan sorunların sonucu olarak ortaya çıkan politik görüş ayrılıkları, Türkiye'nin ticari açıdan kritik ilişkilerinin bulunduğu bazı komşu ülkeler ile belli dönemlerde ilişkilerin gerginleşmesine sebep olmuştur.

Türkiye ekonomisi, tüm bu gelişmelerden kısmi olarak etkilense de, Türkiye'nin özellikle birleşme ve satın alma işlemleri açısından yatırımcılar tarafından orta ve uzun dönemde ilgi odağı olmaya devam etmesi beklenmektedir.

2. BİRLEŞMELERDE PERFORMANS KAVRAMI VE ÖLÇÜMÜ

Globalleşme ve yaşanan yoğun rekabet ortamı işletmeleri, yeni pazarlara girmeye ya da mevcut pazarlarda ölçek ekonomilerinden yararlanarak maliyetlerini düşürmeye ve böylece ortaya çıkan fırsatları değerlendirmeye yöneltmektedir. Birleşme; işletmelerin zaman zaman zorlandıkları, ayakta kalabilmek ve pazardaki konumlarını koruyabilmek amacıyla sıklıkla başvurdukları yollardan biridir. Birleşmeler genelde aşağıda da sıralandığı gibi pek çok amaçla gerçekleştirilmektedir:

- Faaliyetlerde sinerji yaratarak maksimum fayda sağlamak,
- Ölçek ekonomilerinden faydalanmak,
- Çeşitlendirme sayesinde riski azaltmak,
- Kaynak oluşturmak,
- Hisse değerini arttırmak,
- Vergi avantajlarından faydalanmak,
- Mali yapıyı güçlendirmek,
- Prestij elde etmek,
- Rekabet avantajından faydalanmak,
- Pazar payını genişletmek,
- Marka ve müşteri değeri yaratmak

Kuşkusuz ki bu amaçlar daha da arttırılabilmektedir. İşletmelerin birleşmesine neden olan bu amaçlar ise, birleşme faaliyeti beklenen yönde gerçekleştiğinde daha sonra birleşmenin yarattığı değerler olacaktır (Gürdal, 2004, s.493).

İşletmeye ait bu değerlerden bazılarını somut olarak ve doğrudan ölçmek mümkünken bazılarını bu şekilde ölçmek mümkün olmamaktadır. Öte yandan, işletmelerin birleşme ile birlikte hedefledikleri amaçlara ulaşma derecesinin bilinmesi, işletme faaliyetlerinin bu doğrultuda düzenlenerek plan ve program dahilinde yürütülmesi büyük önem arz etmektedir.

Bu bağlamda, birleşme faaliyetinin sistemsal açıdan çıktısını oluşturan, birleşme faaliyetiyle hedeflenen bu değerler aynı zamanda birleşme performansını da yansıttığından, bu değerlerin ölçülmesi işletme faaliyetlerinin değerlendirilmesinde

büyük önem taşımaktadır. Sonuç olarak; işletmelerin birleşmeden elde ettikleri başarı özellikle bu değerlere göre belirlenmekte ve ele alınmaktadır.

Araştırmamızın bu bölümünde; işletmelerin, amaçlarına ulaşmak için gerçekleştirdikleri birleşme faaliyetinin başarısını yansıtan performans kavramı ele alınacak ve birleşmelerde performans ölçümü konusu incelenecektir.

2.1 Birleşmelerde Performans Kavramı

Küresel rekabetin yoğun olarak yaşandığı günümüzde işletmeler, olası ekonomik krizlerin olumsuz etkilerini minimum seviyeye indirmek, rakiplerine üstünlük sağlamak ve nihayetinde uzun vadede devamlılığını sürdürmek amacıyla çeşitli faaliyetlere yönelmektedirler. Bu faaliyetlerden birisi de işletme birleşmeleridir. İşletmeler, birleşme yoluna giderek büyümekte, hem kısa hem de uzun vadede birleşme faaliyetinin getirdiği çeşitli değerlere sahip olmaktadır. İşte, birleşme faaliyeti sonucunda ortaya çıkan değerler de bizlere işletme birleşmeleri açısından performansı ifade etmektedir.

Performans kavramı genel olarak amaçlara ulaşma derecesi olarak bilinmektedir. Yani aslında bir anlamda amaç-sonuç ilişkisidir. Bu durumda birleşme performansı, birleşme faaliyetiyle belirlenen amaçlara ne derece ulaşıldığının bir göstergesi olmaktadır. Dolayısıyla performans, işletme sahip ve yöneticilerine gerçekleştirdikleri birleşme faaliyetinin başarı-başarısızlık durumu hakkında bilgi sağlayarak bir geri bildirim işlevi görmek ve devam eden süreçte işletmenin gerçekleştireceği faaliyet ve yatırımlar konusunda onlara yol gösterici olma niteliği taşımaktadır.

İşletmeler; karını arttırmak, maliyetleri düşürmek, uluslar arası pazarlara açılmak ve bu pazarlarda söz sahibi olmak, rekabet kabiliyetini arttırmak, yönetimde etkinliği sağlamak, Know-How transferi gerçekleştirmek gibi pek çok amaçla birleşme faaliyetine yönelmektedirler. İşletmeleri birleşme faaliyetine yönelten her bir amaç aynı zamanda birleşmeden beklenen performansın bir ölçütü olmaktadır. Bu durumda birleşme performansı, bu ölçütler baz alınarak ölçülüp belirlenmekte ve birleşme faaliyetinin başarısı bu ölçütlere göre değerlendirilmektedir.

İşletmelerin birleşme amaçlarının aynı zamanda birleşme performansına ölçüt oluşturması, birleşme performansının hangi konuda ve ne şekilde ifade edileceğine dair bizlere ipucu vermektedir. Şöyle ki; birleşme faaliyetiyle ürün maliyetlerini minimize etmeyi amaçlayan bir işletmenin performansı, birleşme sonrası ürettiği ürünlerin oluşan

maliyetlerinin sayısal ifadeleri olacaktır. Böylece işletme, birleşme faaliyeti sonrasında ortaya çıkan sayısal yani niceliksel olarak ifade edilmiş bu göstergeler sayesinde ürün maliyetlerinde gerçekleşen değişimi net olarak görecektir ve birleşme faaliyetinin amaca yönelik başarı-başarısızlık durum değerlendirmesini bu göstergelere göre yapacaktır. Benzer şekilde; birleşme faaliyetiyle yönetsel etkinliği ve verimliliği arttırmayı amaçlayan işletmenin birleşme sonrası performansı da bu bağlamda belirlenecek ve birleşme performansı, yönetim etkinliği ve verimliliği konusundaki değişimi gösterecek şekilde ifade edilecektir. Görüldüğü üzere burada önemli olan, birleşme faaliyetindeki amacın net bir biçimde belirlenmesi ve birleşme faaliyeti sonucunda oluşan, belirlenen amaca yönelik performansın saptanması ve ifade edilmesidir.

2.2 Birleşmelerde Performans Ölçümü ve Önemi

Ölçme kelime anlamı olarak; değeri bilinmeyen nitel veya nicel değişkenin değerinin çeşitli kriterler vasıtasıyla değerinin tespit edilmesi işlemidir. Bu kavram günlük hayatta da her alanda karşımıza çıkmakla birlikte işletmeler açısından düşünüldüğünde, işletme bünyesinde belli bir süreçte, belli bir faaliyet alanında ya da durumda belirlenen hedefler doğrultusunda bu hedeflere ne ölçüde ulaşıldığının belirlenmesi işlemidir. Ölçme kavramının hem kelime anlamı hem de işletmeler açısından ifade ettiği anlam, ölçmenin aslında bir konu üzerinde bilgi edinmek için yapılan bir işlem olduğunu göstermektedir. Kişi ve kurumlara bilgi sağlama konusunda oldukça büyük öneme sahip ölçme kavramı, aynı zamanda işletmelerde modern yönetim anlayışında daha çok önem kazanmıştır. Özellikle “ölçülen yapılmıştır” ve “ölçemediğinizi yönetemezsiniz” şeklindeki iki söylem ölçmenin işletmeler açısından ne derece önem arz ettiğini vurgulamaktadır (Akal, 2000, s.64).

İşletmeler açısından performans ölçümü ise, belirlenen amaçlara belli bir zaman diliminde ne derecede ulaşıldığının doğru yöntem ve tekniklerle tespit edilip gerçeği yansıtır bir biçimde ifade edilmesi sürecidir. Burada esas olan, öncelikle ölçülmek istenen performansın ne olduğunun belirlenmesi, amaçlara uygunluğunun net bir biçimde doğru yöntem ve teknikler vasıtasıyla ifade edilmesidir. Aksi takdirde, performans ölçümüyle ulaşılmak istenen bilgiye ulaşılamayacak ve bu durum işletme sahip ve yöneticilerinin kısa ya da uzun vadeli kararlarında yanlış adımlara atmasına sebep olacaktır.

Bir işletme faaliyeti olan birleşmelerin, birleşme faaliyetiyle amaçlanan durum ve seviyeye ne derecede ulaştığını tespit etmek yani birleşme faaliyetinin performansını belirlemek elbette ki bu faaliyetin gerçekleşmesiyle ortaya çıkan performansın ölçülmesiyle elde edilecektir. Performansın ölçümü ile birleşen taraflar yapılan işin beklenileni ne derece karşıladığı konusunda bilgi sağlayacaklar ve bu bilgiye dayanarak bir sonraki faaliyetlerinin dayanağını oluşturacaklardır. İşletmeler, sürekli gelişen ve büyüyen bir sistem olduklarından birleşme faaliyetiyle arzu ettikleri büyüme ve gelişme yönündeki değişimlerini performans ölçümü sayesinde gün ışığına çıkararak yapılan faaliyetlerin başarısını arttıracaklardır.

Bir işletmenin gerçekleştirdiği genel faaliyetlerin performans ölçümü ile bir işletme faaliyeti olarak kabul edilen birleşme faaliyetinin performans ölçümü birbirinden farklılık göstermektedir. Şöyle ki; bir işletmenin genel olarak faaliyetlerinin performansının ölçümü, süregelen işlemlerin her dönem itibariyle birbiriyle kıyaslanmasını içerirken, birleşme performansının ölçümünde işletme faaliyetinin birleşme olayından ne şekilde etkilendiğine ve birleşme öncesi hedeflerin ne oranda gerçekleştiğine bakılmaktadır (Sezer, 2012, s.96). Burada bahsedilen işletmenin genel faaliyetleri; işletmenin kurulması, yatırım kararlarının alınması, kaynakların temini, tedarikçilerden hammadde satın alınması, malya da hizmet üretilmesi, pazarlaması ve satışı, müşterilerden tahsilat yapılması, satış sonrasında destek hizmetlerinin sunulması gibi işletmenin sürekliliğini sağlayan etkinlikler sırasında işletmelerin zaman zaman gerçekleştirdiği işlemler olarak ifade edilebilir (Şengür ve Çiftçi, 2011, s.37).

İşletmeler, eksik ve zayıf olduğu alanlarda güç kazanma ya da sahip oldukları gücü sağlamlaştırma amacıyla birleşme yoluna gidebilmektedirler. O halde, işletmeler kar elde etme, varlığını devam ettirme gibi genel amaçlarının yanında eksik yönlerini tamamlama ya da mevcut alanlarda var olan gücünü arttırma gibi özel amaçlarla da birleşme gerçekleştirebilmektedirler. Bu bağlamda, birleşme ile birlikte oluşan her bir işletmeye ait performansın birleşme öncesinde belirlenen amaçlarla olan tutarlığı birleşme performansının başarısı derecesini ifade etmektedir. Bu durum ise amacın niteliğine göre, çeşitli başarı göstergeleri aracılığı ile tespit edilmektedir. Örneğin, birleşme ile birlikte finansal açıdan güç elde etmeyi amaçlayan işletmeler, bu gücün işletme performansına olan yansımalarını birleşme sonrasındaki sürece ait finansal göstergelerde (finansal oranlar vb.) görmek istemektedirler. Bu göstergeler ışığında,

işletmelerin birleşme ile elde etmeyi amaçladığı ve elde ettiği performans ölçülerek bunlar arasındaki farklılık tespit edilebilecek, işletmeler özellikle işletmenin varlığını etkileyen stratejik kararlarda daha sağlıklı adımlar atabileceklerdir.

Birleşmenin işletmelerin hemen hemen gerek finansal açıdan, yönetim açısından çoğu alanına etki edebileceği bir gerçektir. Birleşmenin işletmelerin finansal performansına olan etkisi araştırıldığından çalışmada, performans ölçümünde finansal ağırlıklı yöntem ve tekniklere ağırlık verilecektir.

2.3 Birleşmelerde Performans lm Yöntemleri

Birleşmelerde hedef-sonuç ilişkisi açısından birleşme performansının belirlenmesi işletmeler açısından oldukça önemlidir. Çünkü işletmeler geleceğe dönük, işletme için hayati değer taşıyan kararlarını birleşmeden elde ettikleri bu performans sonuçlarına göre vereceklerdir. Bununla birlikte, bu sonuçların gerçeği yani amaçlara ulaşma düzeyini yansıtm derecesi de işletmeler açısından oldukça önem arz eden bir konudur. Sonuçların gerçeği yansıtması ise daha çok performansın belirlenmesinde kullanılan yönteme bağlı olmaktadır. Dolayısıyla, performans ölçümünde kullanılacak yöntemin seçilmesinde oldukça titiz davranılması gerekmektedir.

Birleşme faaliyetinden istenen ve beklenen sonucun niteliği, karar vericilere birleşme faaliyetinin performansını ölçmede hangi yöntemin kullanılabileceği ve hangi ölçütlerden faydalanabileceği hususunda bilgi sağlamaktadır. şöyle ki; birleşmeden elde edilmek istenen sonuç finansal göstergelere dayalı bir nitelik taşıyorsa, ölçülmek istenen özellik finansal nitelikte olduğu için lme yöntemin de bu niteliği ölçebilecek kabiliyette olması gerekmektedir. Bu konu üzerinde yapılan araştırmalarda, birleşme faaliyetinden beklenen sonucun niteliğiyle ilgili olarak ölçüm yöntemlerinin temelde stratejik yönetim, finans ve organizasyon teorileri açısından ele alınıp incelendiği görülmektedir. Bu teorilere göre literatürde uygulama alanı bulan dört çeşit birleşme performansı ölçüm yöntemi bulunmaktadır. Bu yöntemler aşağıda verildiği gibidir (Bruner, 2004, s.33-34):

- a) Olay alışmaları,
- b) Muhasebe Verilerine Dayalı alışmalar,
- c) Yönetici Anketleri,
- d) Klinik alışmaları.

Birleşme performansı ölçüm yöntemlerinden olay çalışmaları yöntemi ve muhasebe verilerine dayalı çalışmalar yöntemi finans literatüründe yoğunluk kazanmaktadır. Bunun en temel nedeni, bu iki yöntemle yapılan ölçümlerde kullanılan ölçütlerin finans alanının konusunu oluşturmasıdır. Olay çalışmalarında, hisse senetlerinin anormal getirileri ve dolayısıyla birleşmeye taraf şirket ortakları açısından değer yaratılıp yaratılmadığının ölçülüyor olması, diğer taraftan muhasebe verilerine dayalı çalışmalarda da finansal oranlar yolu ile birleşen/devralan şirketin birleşme nedeniyle faaliyetinin çeşitli açılardan -likidite, kredibilite, büyüme, karlılık, nakit yaratma vb.- başarısının ölçülüyor olması finansal açıdan ilgi çekmektedir ve finans literatüründe yer aldığı görülmektedir.

2.3.1 Olay çalışmaları yöntemi

Hissedarların pazar temelli getirilerini hesaplama yöntemi olarak da isimlendirilen, 1970’li yıllardan itibaren sıklıkla kullanılmaya başlayan bu yöntem, ilk kez Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) tarafından ortaya konduğu için “Fama Yöntemi” olarak da bilinmektedir (Sezer, 2012, s.102). Bu yöntemin, daha çok birleşme duyurusundan itibaren birleşmenin hisse senetlerinin piyasa değeri üzerindeki etkisinin test edilmesi amacıyla kullanıldığı görülmektedir.

Esas itibarıyla birleşmeler ile maliyetlerin düşürülmesi, daha etkin bir yönetimin iş başına gelmesi, gelir artışı sağlanması, sermaye maliyetinin düşürülmesi, borçlanma kapasitesinin artırılması gibi kazançlar elde edilmesi amaçlanmaktadır. Birleşme faaliyetine ilişkin bu tarz finansal esaslı beklentilerin hisse senedi fiyatlarına yansıdığı varsayılmaktadır. Şirketlerin birleşme performansı söz konusu olduğu zaman, bu yöntem sayesinde birleşmenin kamuya açıklandığı tarihin öncesi ve sonrasına ilişkin belli dönemler baz alınarak, birleşme faaliyetinde bulunan taraf şirket paydaşlarının anormal getiri elde edip etmedikleri tespit edilmektedir. Anormal getiri, gerçekleşen somut getiri ile yatırımcılar tarafından beklenen getiri arasındaki farka eşittir (Sezer, 2012, s.102).

Bu yöntemde birleşme performansının değerlendirilmesinde, hisse senedi kazançları esas alınmaktadır. Dolayısıyla burada, birleşme ilanının devralan ve devrolunan işletmenin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelenir. Hisse senedi fiyatlarının birleşme ile oluşması beklenen sinerjiyi yansıtacağı varsayılmaktadır. Bu

sebeple de birleşmenin ilan edilmesinden işlemin tamamlanmasına kadar geçen zaman ve birleşmenin tamamlanmasından sonraki kısa ve uzun dönem için her iki işletmenin hisse senetlerinin anormal getirisinin hesaplanması hedeflenmektedir (Yılıgör, 2004, s.405).

Olay çalışmaları yöntemi birleşme performansının belirlenmesinde her ne kadar sık kullanılan bir yöntem olsa da birleşme ilanı ile birlikte ortaya çıkan hisse fiyatlarındaki hareketlerin, işlemle söz konusu olabilecek ekonomik kazanımlar hakkında açıklayıcı bilgiler sunmadığı gerekçesiyle de eleştirilere konu olan bir yöntemdir (Öztunalı, 2008, s.141).

2.3.2 Muhasebe verilerine dayalı çalışmalar yöntemi

Birleşme faaliyetlerinin performans ölçümünde sıklıkla tercih edilen bir diğer yöntem, muhasebe verilerine dayalı olarak gerçekleştirilen çalışmalardır. Birleşme öncesi ile sonrasına ait bilanço ve gelir tablosu kalemleri kullanılarak elde edilen net karlılık, aktif kârlılığı gibi göstergeler incelenerek işlemler üzerinde değerlendirme yapılır. Bu değerlendirmeler de genellikle, incelenen şirketlerin verileri birleşme işlemi gerçekleştirmeyen şirket ya da şirket gruplarının verileriyle mukayese edilerek gerçekleştirilir (Öztunalı, 2008, s.142).

2.3.3 Yönetici anketleri yöntemi

Bu yöntem de birleşme performansını ölçen bir yöntem olmakla birlikte, yöntemin konusunu, muhasebe verilerine dayalı çalışmalar ve olay çalışmaları yöntemlerinin aksine (nicel veriler yerine) nitel veriler oluşturmaktadır. Yöntemde, birleşme performansının başarı durumuna ilişkin, yöneticilere anketler vasıtasıyla birtakım sorular sorulmaktadır. Bu sorular nezdinde alınan cevaplar teste tabi tutularak incelenmekte ve değerlendirilmektedir. Buna göre ise birleşmenin başarısı hakkında genel bir yargıya varılmaktadır. Öte yandan yöntemin en önemli kısıtı, kişisel görüşlere yer vermesinden dolayı yöntem sonucunda somut ve objektif bulgulara ulaşmanın mümkün olmamasıdır. Bu durum ise, özellikle finansal konularda araştırma güvenilirliğini zedelemektedir.

2.3.4 Klinik alışmaları yöntemi

Klinik alışmalar yönteminde yalnızca bir birleşme faaliyeti veya az sayıda örnekler kapsamlı bir şekilde ele alınarak incelenir. İşleme taraf şirketlerin yöneticileri ve üçüncü kişilerle görüşmeler gerçekleştirilir (ztunalı, 2008, s.143).

Yöntem, laboratuvar çalışmaları yöntemi olarak da adlandırılmakla birlikte, tek bir birleşme üzerinden detaylı ve uzun süren araştırmalarla diğerk yöntemlere nazaran daha net ve kesin bilgiye ulaşılmasını sağlamaktadır.

Objektif ve derinlemesine bilgi sağlamak yöntemin üstün yönlerindendir. Ayrıca, yeni model ve yöntemlerin keşfedilmesi hususunda da oldukça ideal bir yöntemdir. Ancak, az sayıda örnek üzerinde araştırma yapılması her ne kadar kesin bulgulara ulaştırırsa da veriler üzerinde genelleme imkânının bulunmaması gerekçesiyle bilhassa hipotez testlerinde etkili bir yöntem değildir (ztunalı, 2008, s.143-144).

3. BİRLEŞME PERFORMANSININ ÖLÇÜMÜNDE MUHASEBE VERİLERİNE DAYALI YÖNTEM VE UYGULANIŞI

3.1 Yöntemin Özellikleri

Birleşme performansı ölçümünde kullanılan Muhasebe verilerine dayalı yöntem; çeşitli kaynaklarda faaliyet performansı yöntemi, finansal tablo temelli çalışmalar gibi farklı isimlerle adlandırılabilir. Bu yöntemde; karlılık, faaliyet, borçlanma, likidite gibi konularda finansal tablolara ait kalemler kullanılarak hesaplanan finansal oranlar ile birleşen şirketlerin hem birleşme öncesinde hem de birleşme sonrasında oluşan performanslarının belirlenerek bunların etkinlik ve verimlilik düzeyi tespit edilmeye çalışılmaktadır.

Yöntemde, finansal oranlar vasıtasıyla elde edilen bulgular sayesinde birleşmenin işletme performansı üzerindeki etkisi incelenerek birleşmenin işletme üzerinde oluşturduğu avantajlı ya da avantajlı olmayan durumlar tespit edilir ve işletmenin geleceğe dönük planları bu bağlamda şekillenir.

Yöntem işletmenin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansı hakkında bilgi edinilmesini kolaylaştırırken, bu bilginin somut mali tablo verilerine dayanmasından ötürü çalışma sonucunda ulaşılan bulguların gerçeği yansıtmadaki güvenilirliği yüksektir. Dolayısıyla, işletmelerin finansal performansının ölçüm ve analizinde sıkça başvurulan bir yöntemdir.

Yöntemde ayrıca, işletmelerin birleşme öncesi ve sonrasına ait finansal verilerinin karşılaştırılmasının yanında bu verilerin birleşmeyen (kontrol grubu) şirket verileri ile karşılaştırılması durumu da söz konusudur. Bahsedilen durumda her iki karşılaştırmanın da yapılması neticesinde yöntemden elde edilen sonuçlar, tutarlılık ve doğruluk açılarından oldukça aydınlatıcı bulgular içermektedir. Elde edilen bulgular olması gereken ya da beklenen değerlerle kıyaslandığında ise, beklenene en yakın bulgulara ulaşılması halinde birleşme faaliyetinin başarısından söz edilebilmektedir (Öztunalı, 2008, s.161).

Muhasebe verilerine dayalı çalışmalar yöntemi, kendisiyle finansal verileri dayanması bakımından benzerlik gösteren, olay çalışmaları yöntemi ile mukayese edildiğinde bu yöntemin sadece uzun vadede ölçüm yaptığı görülmektedir. Araştırma dönemi çoğunlukla birleşme öncesi dönem için birleşme yılından 1 ila 3 yıl arasını

kapsarken birleşme sonrası dönem için 2 ila 5 yılı kapsamaktadır. Öte yandan, tüm akademik çalışmalarda birleşme yılının 0 (sıfır) olarak kabul edilmiş olduğu tespit edilmiştir (Sezer, 2012, s.108).

3.2 Yöntemin Uygulama Şekilleri

Yöntemin mutlak ve görelî karşılaştırma olmak üzere iki farklı açıdan uygulama şekli bulunmaktadır.

3.2.1 Mutlak karşılaştırma

Mutlak karşılaştırmada, devralma yoluyla birleşmelerde, devralan şirketin birleşme yılı esas alınmak üzere birleşme yılından önceki birkaç yıla ait finansal performansını yansıtan oranlar ile birleşme yılından sonraki yıllara ait finansal performansını yansıtan oranlar hesaplanır. Daha sonra, birleşme öncesi ve sonrasına ait bu oran değerlerinin birbiri ile mukayese edilmesi ile veriler analiz edilerek yorumlanır. Ayrıca analiz aşamasında, verilere ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinin hesaplanması ile tanımlayıcı istatistiki ifadelerden de faydalanılabilir.

Mutlak karşılaştırmada birleşmenin, birleşen şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi ölçülmesi aşamasında birleşen şirketler verileri üzerinde birleşme öncesi-sonrası ilişkisi kurulmaktadır. Bu bağlamda, yalnızca birleşen şirketlere ait finansal performans söz konusu olduğundan yöntem mutlak karşılaştırma olarak isimlendirilmektedir. 1983 yılında Ikeda ve Doi tarafından yapılan çalışmada bu yöntemle birleşme performansının ölçüldüğü görülmektedir (Sezer, 2012, s.108).

3.2.2 Görelî karşılaştırma

Görelî karşılaştırmada, adından da anlaşılacağı üzere devralan şirketlere ait verilerin birleşmeyen şirketlere göre finansal performans açısından ne durumda olduğunun tespit edilmesi işlemi yapılmaktadır. Yöntemde birleşmeyen şirket verileri, kontrol grubu şirket verilerini oluşturmaktadır.

Yöntemin uygulanması aşamasında, birleşen ve birleşmeyen taraf olmak üzere iki grup şirket vardır ve bu şirketlere ait verilerin birbiri ile kıyaslanması durumu söz konusudur. Bu kıyaslama sonucunda, birleşen şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi birleşmeyen şirketler baz alınarak belirlenmektedir. Mutlak karşılaştırmada ise, yalnızca birleşen şirketlere ait veriler bulunduğundan birleşmenin

şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi yalnızca birleşen şirketlerin birleşme öncesi-sonrası ilişkisi çerçevesinde ölçülerek belirlenmektedir.

Görelî karşılaştırmada, birleşen şirket ile aynı sektörde yer alan ve birleşme yılı itibari ile birleşme gerçekleştirilmemiş şirket, kontrol grubu şirket olarak belirlenmektedir ve böylelikle bu şirketin de finansal oran değerleri hesaplanarak birleşen şirket oran değerleri ile karşılaştırılarak analiz ve yoruma tabi tutulmaktadır.

Bu konuda gerçekleştirilen araştırmaların çoğunda birleşmelerin şirket performansına olan etkileri, birleşen şirket ile kontrol grubu şirketin performansının karşılaştırılması yoluyla incelenmektedir. Çünkü her işletme farklı sanayi kollarında ve sektörlerde faaliyet göstermektedir. Ayrıca, her sektörün kendine özgü gelişme ve genişleme potansiyeli olması, farklı birtakım düzenlemelere tabi olması, ekonomik dalgalanmalardan farklı yönde etkilenmelerine sebep olmaktadır. Bu gerekçeyle performans analizinde her bir şirket için bulunduğu ekonomik koşullara ve sektörün yapısına özel etkilerin bertaraf edilmesi amacıyla birleşme öncesi ve sonrasına ait değerlerin birleşen şirketlerle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerle kıyaslanması daha doğru ve güvenilir bulgulara ulaşılmasını kolaylaştıracaktır (Sezer, 2012, s.108-109).

3.3 Yöntemde Kullanılan Ölçütler

Birleşme ile birlikte işletmelerin gerek finansal durumu gerek yönetimi gerekse ortaklık yapısı gibi işletmenin sahip olduğu birçok değer üzerinde değişim yaşanacağı beklenmektedir. Birleşme ile meydana gelen bu beklentilerin, hangilerinin birleşme öncesinde ortaya konan ve ulaşılacak istenen öncelikli hedef olduğu durumu ise işletmelerin birleşme faaliyetini gerçekleştirmelerindeki esas nedeni yansıtmaktadır. Bu bağlamda her işletmenin birleşme faaliyetinde bulunmasındaki esas neden farklı olabileceği gibi finansal açıdan güç elde etme ve bu finansal performansını maksimum düzeye çıkarma gerekçesiyle birleşme yoluna giden işletmelerde, birleşmeden beklenen başarı ölçütü de finansal göstergeler olmaktadır.

Finansal göstergeler yani ölçütler, finansal performansın ölçümünde kullanılan yöntemlere göre değişiklik gösterebilmektedir. Birleşme performansının ölçümünde ise finansal açıdan yaygın olarak kullanılan olay çalışmaları ve muhasebe verilerine dayalı çalışmalar olmak üzere iki farklı yöntem bulunmaktadır. Bu durumda iki farklı ölçüt grubu karşımıza çıkmaktadır. Birinci ölçüt grubu, daha çok olay çalışmaları yönteminde

tercih edilen, piyasaların etkin olduğu varsayımına dayanan, hisse senedi fiyat hareketlerini esas alan anormal hisse senedi getirileri ölçüt grubudur. İkinci ölçüt grubu ise, finansal oranların faaliyet performansını yansıttığı varsayımına dayanan, şirket performansının değerlendirilmesinde ekonomik değer yaratımının dolaylı ölçütü olan ve muhasebe verilerine dayalı çalışmalar yönteminde tercih edilen finansal oranlar ölçüt grubudur (Sezer, 2012, s.121).

Muhasebe verilerine dayalı çalışmalar yönteminde kullanılan ölçüt grubu; özellikle uzun dönemli incelemelerde tercih edilen, en önemlisi de ilgi sahiplerine objektif değerlendirme sunan bir ölçüt grubudur. Bu ölçütler sayesinde elde edilen mali tablo verileri, denetimden geçtiği için güvenilirdir. Bu sebeple, birleşme performansının değerlendirilmesinde de sıklıkla tercih edilmektedir.

Muhasebe verilerine dayalı yöntemde kullanılan ölçütler yani finansal oranlar; karlılık, borçlanma (mali yapı), faaliyet (etkinlik) ve likidite (nakit yaratma) olmak üzere 4 farklı açıdan ele alınmıştır. Bu çerçevede aşağıda, çalışmada kullanılan ölçütlere ilişkin oluşturulan tabloya ve akabinde ölçütlerle ilgili açıklamalara yer verilmiştir.

Tablo 3.1. Muhasebe verilerine dayalı yöntemde kullanılan ölçütler (finansal oranlar)

Finansal Oranlar (Ölçütler)	
Karlılık Oranları	Esas Faaliyet Kar Marjı
	Net Kar Marjı
	Aktif Karlılık
	Özsermaye Karlılığı
Borçlanma Oranları	Kısa Vadeli Borçların Toplam Borçlara Oranı
	Özsermayenin Aktif Toplamına Oranı
Faaliyet Oranları	Stok Devir Hızı
	Alacak Devir Hızı
	Aktif Devir Hızı
Likidite Oranları	Cari Oran
	Likit Oran

3.3.1 Karlılık oranları

Kar kavramı, genel bir ifadeyle bir işletmenin, faaliyetleri sonucunda elde ettiği gelirler ile yaptığı giderler arasındaki olumlu fark olarak ifade edilmektedir. Ancak bu kavram işletme faaliyetlerinin başarısını yansıtmada tek başına yorumlandığında yanıltıcı olabilmektedir. Bu sebeple, işletmenin varlık-kaynak ile gelir-gider kalemleri esas alınarak işletme başarısını yansıtan çeşitli karlılık oranları mevcuttur.

Karlılık, varlıkların ve kaynakların kaliteli ve etkin yönetilmesinin bir sonucudur. Dolayısıyla bu oranlar, işletmenin sahip olduğu varlıkların ve bu varlıkların kaynaklarının etkin yönetilip yönetilmediğinin birer göstergeleridir (Elmas, 2015, s.226).

Karlılık oranları, işletmelerin belli bir dönem içerisinde gerçekleştirdikleri faaliyetlerin sonucu olarak ortaya çıkan satışlardan, işletmeye yapılan tüm varlık yatırımından ve hissedarın işletmede riske ettiği öz kaynaklardan tatminkâr düzeyde getiri elde edebilme becerisini ölçmek için kullanılan finansal oranlardır (Kılıç, 2014, s.92). Tanımda ifade edilen bir işletmenin elde ettiği karın tatminkâr düzeyde olması durumu ise aşağıdaki kıstaslar göz önüne alınarak belirlenir (Elmas, 2015, s.226):

- İşletmenin hedeflemiş olduğu karlılık,
- Sermayenin alternatif alanlarda kullanılması sonucu elde edilmesi beklenen gelir,
- İşletmenin geçmiş yıllara ait karlılık durumu,
- Ekonominin genel büyüme trendi,
- İşletme ile aynı sektörde yer alan benzer işletmelerin karlılık durumları.

İşletme birleşmeleri açısından düşünüldüğünde, karlılık oranları bir işletme faaliyeti olan birleşmenin işletmenin karlılığında ne ölçüde artış sağladığını ölçmede etkili ve güvenilir bir ölçüt grubu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Karlılık oranlarında karı; temel olarak satışlar, varlıklar ve öz kaynaklar kalemleri ile ilişkilendirmek mümkündür. Ancak burada analiz yapan kişinin analizi yapma amacına göre kar, gelir tablosundan hareketle çeşitli açılardan ele alınabilmektedir. Örneğin, analiz yapan, işletmenin dönem net karıyla satışları arasındaki ilişkiyi görmek isteyebilir. Bu durumda kullanacağı karlılık oranı Net Kar / Satışlar olacaktır.

3.3.1.1 Esas faaliyet kar marjı

İşletmenin belli bir faaliyet döneminde elde ettiği brüt kardan faaliyet giderlerinin düşülmesi ile esas faaliyet karı bulunmaktadır. Esas faaliyet kar marjına, esas faaliyet karının satışlardan elde edilen net hasılatla bölünmesi ile ulaşılmaktadır (Elmas, 2015, s.228):

$$\text{Esas Faaliyet Kar Marjı} = \frac{\text{Esas Faaliyet Karı}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

Esas faaliyet kar marjı ile ilgili olarak formüldeki kavramlarla ilişkisi olan birtakım kavramların da açıklanması, çalışmada önem arz etmektedir. Bu bağlamda aşağıda, kavramlarla ilgili bazı açıklamalara yer verilmiştir.

TMS-7' ye göre işletme faaliyetleri, işletmenin gelir yaratan ana faaliyetleri ile yatırım ve finansman faaliyeti niteliği taşımayan diğer faaliyetleri olarak tanımlanmaktadır. Tanımda belirtilen ana faaliyetlerden kasıt daha önce de ifade edildiği üzere, mal veya hizmet üretilmesi, pazarlama ve satış gibi iş ve işlemleri kapsayan faaliyetlerdir.

İşletmeler, esas faaliyetlerini icra ederlerken özellikle satış gelirlerini arttırmak, maliyetlerini düşürmek, işletme performansını arttırmak için birtakım giderlere de katlanmak durumundadırlar. Bu giderler faaliyet giderleri olarak karşımıza çıkmaktadır. İşletmelerin, gelir tablosunda yer alan ve satış hasılatından satılan mal maliyetinin çıkarılmasıyla elde edilen brüt karından düşülen belli başlı faaliyet giderleri ise şunlardır:

- Araştırma ve geliştirme giderleri,
- Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri,
- Genel yönetim giderleri.

İşletmelerin her ne kadar temel amacı kar elde etmek olsa da, bu karın niteliği de işletmeler için büyük önem teşkil etmektedir. Örneğin, bir işletmenin brüt karı her ne kadar arzu edilen seviyede olsa da esas faaliyet karı çok düşük seviyede olan bir işletmenin, faaliyetlerinden arzu ettiği verimi sağladığı söylenemez. İşletmenin böyle bir durumda ya beklendiğinden fazla faaliyet giderlerine katlandığı ya satış hasılatında arzu edilen düzeye ulaşamadığı ya da satış maliyetlerinin olması gereken düzeyde

olmadığı düşünülebilir. Dolayısıyla burada işletme performansının başarısından söz edilemez.

Esas faaliyet kar marjı, işletme performansının belirlenmesinde ve değerlendirilmesinde tek başına yeterli bir gösterge olmamasıyla birlikte, işletmelerin esas faaliyetleri üzerindeki etkinliğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, oranın yüksek çıkması, işletme faaliyetlerinin etkinliği ve verimliliği konusunda ilgi sahiplerini ve yatırımcı memnun etmektedir.

Esas faaliyet kar marjının düşük olması, işletmeler tarafından ciddiye alınması gereken bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu çerçevede esas faaliyet kar marjı düşük olan kimi işletmeler, faaliyetlerinde etkinliği ve verimliliği arttırabilmek amacıyla birleşme yoluna gitmektedirler. O halde, işletmelerin birleşme ile birlikte bu konuda olumlu yönde bir performans sergileyerek gelişme ve ilerleme kaydetmeleri beklenmektedir.

3.3.1.2 Net kar marjı

Net kar marjı, net karın oluşmasını, net satışların ve gerçekleştirilen giderlerin etkinliğinin tespit edilmesini sağlayan bir orandır (Ceylan ve Korkmaz, 2008, s.71). İşletmenin belli bir faaliyet dönemi içerisinde elde ettiği net karın net satışlara bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Net Kar Marjı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

Net kar, işletmelerin dönem sonunda elde ettiği net satış gelirlerinden; satılan malların maliyeti, yapılan faaliyet giderleri, faaliyet dışı giderler ile finansman giderlerinin düşülüp faaliyet dışı gelirlerin eklenmesinden sonra verginin hesaplanarak indirilmesi sonucunda ulaşılan kardır. Gelir tablosunun son satırında bulunan, şirket ortaklarına kar payı dağıtımı ve oto-finance için kullanılan kar, net kardır.

Net kar marjı, işletme performansını yansıtan önemli bir etkinlik göstergesidir. Net kar marjı yüksek olan işletmelerin, faaliyetlerinde etkin davrandığı söylenebilir. Bu durumda, bu işletmeler şirket hissedarlarını memnun edecek ve yatırımcılar açısından da cazip bir işletme haline gelerek piyasa değerini maksimize edebileceklerdir. Öte yandan, net kar marjının düşük olması işletmeler açısından istenmeyen bir durumdur. İşletmelerin temel varlık sebeplerinden biri kar elde etmek olduğu için bu karın düşük

olması işletmelerin faaliyetlerinde düşük performans gösterdiğini ve başarıyı yakalayamadığını göstermektedir.

Her ne kadar bir işletmenin esas faaliyet kar marjı yüksek olsa dahi, net kar marjının düşük olması durumu işletmenin zayıf olduğu bir takım hususların varlığından söz edilebilir. Bu zayıflık, çoğunlukla finansman giderlerinin yaratmış olduğu yükten kaynaklanmaktadır. Esas faaliyet kar marjından finansman giderlerinin de düşülmesiyle elde edilen net karın çok düşük seviyelerde seyretmesi işletmenin mali yapısında sıkıntılar yaşadığının bir işareti olabilmektedir. Dolayısıyla net karlılık durumu işletmeler için dikkate alınması gereken önemli bir unsurdur.

Net kar birçok gelir tablosu kaleminde eklemeler ve çıkarımlar sonucunda oluşan nihai bir unsur olduğu için net karlılık üzerinde birçok unsur etkindir. Yani, net kara ulaşmada faaliyet giderleri, finansman giderleri, faaliyet dışı gelir ve giderler gibi birçok faktör etkili olabilmektedir. Dolayısıyla bu faktörlerin herhangi birinde meydana gelen değişim net karı doğrudan etkileyecektir. Bununla birlikte, satışlardaki mevcut durum da net kar marjını doğrudan etkilemektedir. Satışlarının yüksek tutarda olmasına rağmen net karı satışlara oranla düşük olan işletmelerin de net karlılığı düşük olacak ve işletmeleri konuyla ilgili önlemler alma ve çeşitli atılımlarda bulunma davranışına itecektir.

Net kar marjı düşük olan ya da beklentisi ölçüsünde olmayan kimi işletmeler birleşme yoluna giderek net karını düşüren yukarıda da bahsedilen bazı faktörler üzerinde iyileşme sağlayarak sinerji yaratma ve güç kazanma çabalarına girişmektedirler. Bu bağlamda, birleşmeler ile işletmelerin net karında olumlu yönde bir değişim beklenmektedir.

3.3.1.3 Aktif karlılık oranı

İşletmenin sahip olduğu varlıkların tamamının etkin kullanımının değerlendirilmesinde kullanılan bu oran, net karın aktif toplamına bölünmesiyle elde edilmektedir.

$$\text{Aktif Karlılık} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Aktif Toplamı}} \times 100$$

Net karın, işletmenin sahip olduğu varlık toplamıyla ilişkilendirildiği bu oran sayesinde işletme aktiflerinin işletme faaliyetlerindeki etkinliği ve verimliliği tespit edilebilmektedir.

İşletme aktifleri denildiğinde; işletmenin sahip olduğu tüm kaynaklarla elde ettiği, finansal bir tablo olan bilançoda dönen ve duran varlıklar olmak üzere işletme faaliyetlerini yerine getirmede kullandığı tüm varlıklar akla gelmektedir. Bu bağlamda işletme aktifleri özünde, işletmenin esas faaliyetlerini yürütebilmesi için işletme yönetimine sunulmuş olan kaynaklardır. Dolayısıyla bu kaynakların en iyi şekilde kullanılması işletme karlılığını arttıran önemli bir unsurdur(Kılıç, 2014, s.94).

Aktif karlılık oranının yüksek çıkması, işletme aktiflerinin etkin kullanıldığını ifade ettiğinden işletmeler açısından arzu edilen bir durumdur. Ancak oranın düşük çıkması, işletme faaliyetlerinde aksamaların olduğuna ve atıl durumda bulunan aktiflerin varlığına işaret ettiği için işletmeler açısından istenmeyen ve önlem alınması gereken bir durumdur.

Aktif karlılık oranı düşük olduğu ya da yeterli düzeyde bulunmadığı durumlarda kimi işletmelerin, işletme faaliyetleri ve aktifleri üzerindeki verimi arttırmak maksadıyla bazı işletmelerle birleşme yoluna gittiği görülmektedir. Bu durumda, birleşmenin işletmelerin aktif karlılığını arttırıcı etkisinden söz edilebilmektedir.

İşletmeler birleşme yoluna gittikleriyle işletmelerin aktif değerleri de tek çatı altında birleşmektedir. Bu durumun neticesinde oluşan yeni varlık yapısının ne kadar etkin kullanıldığını bilmek, birleşme faaliyetinin aktiflerde de sinerji yaratıp yaratmadığını görmek hem yatırımcı hem firma sahip ve yöneticileri açısından büyük önem taşımaktadır.

3.3.1.4 Özsermaye karlılığı oranı

İşletmenin sahip olduğu özsermayenin etkinliğini değerlendirmede kullanılan bu oran, net karın özsermayeye bölünmesi ile elde edilmektedir.

$$\text{Özsermaye Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Özsermaye}} \times 100$$

Özsermaye, hem varlıklar koymak hem de işletme faaliyetlerinin sonucu olan kâr payını işletmede alıkoymak suretiyle gündeme gelen, ortakların işletme

üzerindeki mülkiyet hakkı toplamına öz sermaye denilmektedir. Bu durumda öz sermaye, finansal bir tablo olan bilançonun kaynak tarafında görülen, ödenmiş sermaye, çeşitli sınıflara ayrılmış olarak gösterilebilecek her türlü yedekler ve dağıtılmamış kârların toplamını ifade etmektedir ([http-2](#)).

Şirket hissedarlarının işletmeye sermaye koymasındaki amaç bu sermayenin en etkin ve verimli bir şekilde kullanılması sonucunda yüksek oranda kar payı elde etmektir. Bu bağlamda özellikle işletme hissedarlarını yakından ilgilendiren özsermaye karlılığı, işletmenin bir faaliyet döneminde gerçekleştirdiği faaliyet ve finansman giderleri ile vergiler düşüldükten sonra işletme sahiplerinin yatırmış olduğu sermayenin karşılığı olarak hangi oranda getiri sağlandığını göstermektedir (Kılıç, 2014, s.94). Dolayısıyla bu oranın yüksek çıkması, olumlu olarak yorumlanmakta ve işletme değerini yükseltici bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

İşletmelerde kaynak yönetimin performansı hususunda bilgi veren özsermaye karlılığının düşük çıkması durumu, işletmeye yatırılan sermayenin yeterince aktif ve etkin bir şekilde kullanılmadığının bir göstergesidir. Oysaki işletme ortaklarının bu konudaki beklentileri yüksektir. Özsermaye karlılığında arzu edilen seviyede olunmaması, işletmeleri birleşme yoluyla faaliyetlerde etkinliği sağlama yoluna itebilmektedir.

Birleşen işletmelerde ortakların sermaye payları birleşmenin bir sonucu olarak miktar ya da oransal açıdan değişebilmekte, bununla birlikte ortaklar birleşme faaliyetinin kendilerine parasal açıdan ne şekilde getiri yansıtacağına sonucunu net olarak görmek isteyebilmektedirler. Eğer ki özkaynak karlılığı birleşme sonrası dönemde de artan bir seyirle devam ederse yapılan yatırımın ve gerçekleştirilen birleşme faaliyetinin başarısı bu açıdan bakıldığında daha bariz bir şekilde görülebilecektir.

3.3.2 Borçlanma (mali yapı) oranları

Borçlanma oranları, işletmelerin mali yapısının incelenmesinde ve değerlendirilmesinde kullanılan oranlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Mali yapı denildiğinde akla işletme borçları gelmektedir ve bu borçların niteliği ve yapısı işletmelerin varlığı açısından için yüksek derecede önem teşkil etmektedir.

İşletmelerin kaynak yapısında borçların kapladığı alan genişledikçe durum işletmeler açısından riskli hale gelmektedir. Çünkü işletme borçlarındaki genişlemenin belli bir sınırı aştığı durumda işletmeler borçlarını sahip oldukları varlıklarla ödeyememe, yüksek tutarda borçlanma maliyetine katlanma riskleri ile karşı karşıya gelmektedirler. Bu durumun ise işletmeleri, özellikle kriz dönemlerinde iflasın eşiğine kadar getirdiği görülmektedir.

İşletme borçları, bilançoda yabancı kaynaklar olarak da isimlendirilmektedir. İşletmelerin yabancı kaynakları ile özsermaye dediğimiz özkaynakları arasındaki ilişkiyi gösteren borçlanma oranları, işletmenin etkin bir şekilde finanse edilip edilmediğini göstermektedir (Ercan ve Ban, 2008, s.43). Etkin bir şekilde finansman sağlayamayan işletmelerin karşılaşılabilecek riskler göz önünde bulundurulduğunda, bu oran özellikle işletme yöneticilerinin hassasiyet gösterdiği bir oran olarak karşımıza çıkmaktadır.

İşletme birleşmeleri açısından düşünüldüğünde, borçlanma oranları bir işletme faaliyeti olan birleşmenin işletmenin kaynak yapısında hangi düzeyde bir etki bıraktığının ölçülmesinde etkili ve güvenilir bir ölçüt grubu olarak karşımıza çıkmaktadır.

3.3.2.1 Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı

İşletme borçlarının kendi içerisinde vade açısından dağılımını gösteren oran, kısa vadeli borçların toplam borçlara bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Kısa Vadeli Borçların Toplam Borçlara Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Borçlar}} \times 100$$

İşletmelerin kısa ve uzun vadeli borçlarının toplam borçlar içerisindeki dağılımı işletmelerin mali durumu açısından oldukça önemli bir husustur. Uzun vadeli borçlanma kabul edilebilir maliyetlerde olduğu sürece işletmeler tarafından her zaman tercih edilmelidir. Çünkü kısa vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki payının yüksek olması durumunda işletmeler nakit yaratma açısından sıkıntıya düşme riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar (Kılıç, 2014, s.102). Bu durum ise işletme likiditesini olumsuz etkileyeceğinden işletme faaliyetlerinin aksamasına neden olacaktır.

İşletmeler için likit varlıklara sahip olmak ve bu varlıkları etkin bir şekilde kullanarak işletme faaliyetlerini devam ettirmek işletmenin mali sıkıntıya düşmemesi açısından oldukça önemlidir. Bilhassa ekonomik krizin yaşandığı dönemlerde, toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçlarına ait payın yüksek olduğu işletmeler özellikle bankalara olan borçlarını çevirme ve esas faaliyetlerden kaynaklanan ticari borçlarını ödeme konusunda ciddi derecede sorun yaşayabilmektedirler. Bu durum ise işletme performansının olumsuz etkilenmesine, işletme karlılığının ve dolayısıyla işletme değerinin düşmesine yol açacaktır (Kılıç, 2014, s.102).

Uzun vadeli borçlara oranla kısa vadeli borçlara ait payın makul olmayan seviyede artış göstermesi ile birlikte nakit sıkıntısına düşen kimi işletmeler, içinde bulundukları bu olumsuz durumdan çıkabilmek için birleşme yoluna giderek toplam borçları içerisinde denge sağlama çabalarına girişmektedirler. Birleşme ile birlikte işletmelerin kaynak yapısında değişme gerçekleşeceğinin kaçınılmaz oluşu ile bu durumdan birleşen taraflar lehine olacak şekilde faydalanılabilmektedir. Bu sayede, mali yapısında dengeye kavuşan işletmeler, bu hususta birleşmenin yarattığı sinerji etkisiyle de mali anlamda güç kazanma fırsatı elde edeceklerdir.

3.3.2.2 Özsermayenin aktif toplamına oranı

İşletmenin toplam kaynakları içerisinde özsermayeye ait payı gösteren bu oran, işletmenin sahip olduğu özsermayenin aktif (varlık) toplamına bölünmesi ile elde edilmektedir.

$$\text{Özsermayenin Aktif Toplamına Oranı} = \frac{\text{Özsermaye}}{\text{Aktif Toplamı}} \times 100$$

Bu oran, işletmenin sahip olduğu aktiflerin yüzde kaçının özsermaye ile finanse edildiğini göstermektedir. İşletme aktifleri, borçların ve özsermayenin toplamından oluştuğu için bu oran aynı zamanda, aktifler içerisinde borçların yüzdesini de ifade etmektedir.

Oranın yüksek çıkması her durumda istenen bir sonuç olmamaktadır. Çünkü oranın yüksek çıkması demek işletmenin, varlıklarını ağırlıklı olarak özsermaye ile finanse ettiğini, bu durumun her ne kadar olumlu gibi görünse de özsermayenin etkin ve verimli kullanılmadığı durumlarda işletme kaynaklarının atıl kullanıldığının bir işareti

olabilmektedir. Bu durum ise işletme performansının düştüğünün bir göstergesi olarak kabul edilebilmektedir.

Öte yandan, özellikle ekonomik kriz dönemlerinde, kriz etkisiyle yükselen borçlanma maliyetlerinden ötürü bu oranın makul seviyelerde yüksek olması işletme sahip ve yöneticilerinin arzu ettiği bir durumdur. Dolayısıyla her işletmenin, kendine özgü oluşan ihtiyaçları ile birlikte içinde bulundukları mevcut ekonomik koşulları da göz önünde bulundurarak özsermaye-borç dengesini oluşturması ve bu dengeyi koruması gerekmektedir.

Özsermaye-borç dengesini kurmada yetersiz olan ya da bu konuda sıkıntı yaşayan kimi işletmeler, birleşme yoluna giderek kaynak hacmini büyütmede ve özsermaye-borç dengesini sağlama konusunda başarı elde etmektedirler.

3.3.3 Faaliyet (etkinlik) oranları

Faaliyet oranları, bir işletmenin asıl faaliyet alanıyla -var oluş nedenini yansıtan iş alanı- ilgili gerçekleştirdiği iş ve işlemlerin, bilanço ve gelir tablosu verilerinin birbirleriyle ilişkilendirilmesiyle oluşan oranlardır.

Faaliyet oranlarına, etkinlik veya verimlilik oranları da denilmektedir. Bu oranlar, aktif değerlerin işletme faaliyetlerinde kullanılmaları aşamasındaki etkinlik düzeyini ifade etmektedir (Bektöre, Çömlekçi ve Sözbilir, 2015, s.162).

Faaliyet oranları, işletmenin esas faaliyet konusunu oluşturan unsurların bilançoda yer alan varlık kalemleri ile gelir tablosunda yer alan gelir kalemlerinin ilişkilendirilmesi sonucunda elde edilen, işletme sahip ve yöneticilerine işletmenin faaliyetlerindeki başarı durumunu yansıtan oranlardır. Faaliyet oranları bu yönüyle, işletme faaliyetlerinin geri dönüşü olma konusunda aydınlatıcı bilgiler sunmaktadırlar.

İşletme faaliyetlerinde hedeflediği pazar payına ulaşamayan, rakipleri ile baş edemeyen ya da faaliyetlerinde arzu ettiği performansı sergileyemeyen kimi işletmeler, bu hususlardaki mevcut durumunu bu oranlar vasıtasıyla tespit edip geleceğe yönelik planlarını bu doğrultuda şekillendirmektedirler. Bu doğrultuda, başarı elde etmeye çalışan işletmelerin bazıları, gerek yatay gerek dikey gerekse karma şekillerde birleşme gerçekleştirerek faaliyetlerinde etkinliğe ve verimliliğe kavuşabilmektedirler. Bu

anlamda, faaliyetlerinin başarısında ise yine en faydalı ölçütler faaliyet oranları olmaktadır.

Bu bağlamda işletme birleşmeleri açısından düşünüldüğünde, birleşmelerin işletme faaliyetleri üzerindeki etkisinin belirlenmesi hususunda faaliyet oranlarından yararlanılması çalışmaya konuyla ilgili olarak oldukça büyük katkı sağlayacaktır.

3.3.3.1 Stok devir hızı oranı

İşletmeler için önemli bir faaliyet göstergesi olan stok devir hızı, satışların maliyetinin ortalama stok değerine bölünmesi ile elde edilmektedir.

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}} \times 100$$

Stok devir hızı, işletmenin sahip olduğu stokların ne kadar sürede nakde dönüştüğünü, yılda kaç kez satıldığını ifade etmektedir. Stok devir hızının yüksek olması, işletmeler açısından istenen bir durumdur çünkü bu durum; stokların sürekli yenilendiğini, atıl durumda olmadığını, satışların kuvvetli olduğunu işaret etmektedir. Satışları iyi durumda olan işletmenin ise, içinde bulunduğu pazarda iyi bir konum elde ettiği, pazarlama konusunda rakipleriyle baş edebilir durumda olduğu söylenebilmektedir.

Stok devir hızı yüksek olması aynı zamanda, işletmenin daha fazla kazanç oluşturmak için stoklara daha az para bağladığının da bir göstergesi olabilmektedir (Ercan ve Ban, 2008, s.41). Bu durumda işletme, likidite açısından da avantajlı bir konuma sahip olacak ve mali anlamda güç elde edecektir.

Stok devir hızının düşük olması halinde, yukarıda stok devir hızının yüksek olması konusunda bahsedilen, işletme açısından avantajlı olan tüm durumlar yok olacak ve işletme rakiplerine göre güç kaybedecektir. Öte yandan, stok devir hızının düşük olması, işletmenin likiditesi ve varlığı açısından kritik bir gösterge olmasıyla birlikte durum işletmenin içinde bulunduğu sektöre göre farklılık gösterebileceğinden sektör ortalamaları dikkate alınarak değerlendirme yapılması daha sağlıklı kararlar verilmesini sağlayacaktır.

Stok devir hızı işletme faaliyetlerinin performansı açısından önemli bir gösterge olması sebebiyle, birleşmelerin işletme performansına olan etkisinin tespit edilmesinde de faydalı bir ölçüt olarak karşımıza çıkmaktadır.

3.3.3.2 Alacak devir hızı oranı

İşletmelerin ticari alacaklarının tahsilinin yılda kaç kez devrettiğini gösteren bu oran, ortalama satışların kısa vadeli ticari alacaklara bölünmesi suretiyle elde edilmektedir.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Ortalama Satışlar}}{\text{Kısa Vadeli Ticari Alacaklar}} \times 100$$

İşletmelerin satışlarının yoğun olması onların likidite açısından sıkıntı çekmeyeceğinin ya da çekmediğinin tek bir göstergesi olmamaktadır. İşletmelerin gerçekleştirdiği satışlardan elde ettiği hasılatın tahsil süresinin uzun olması, kısacası alacak devir hızının düşük olması işletmeleri nakit sıkıntısına düşüren etmenlerden biridir. Bununla beraber, alacak devir hızının düşük çıkması, işletmelerin satış politikalarından, ekonomideki durgunluktan veya sektörel etmenlerden kaynaklandığı söylenebilir.

Alacak devir hızının yüksek olması, işletmeler açısından istenen bir durumdur. Satışlarının bol olması ve satışların nakde dönüşme hızının yüksek olması işletmelerin esas faaliyetlerindeki performanslarının olumlu yönde seyrettiğinin bir göstergesidir. Bu durum elbette ki işletme sahip ve yöneticilerine güven veren, yatırımcıların ilgisini çeken ve dolayısıyla işletme değerini arttıran önemli bir etkidir.

Görüldüğü üzere alacak devir hızı, işletme faaliyetlerinin yolunda gidip gitmediğine dair önemli ipuçları sunan bir göstergedir. Dolayısıyla, işletme birleşmelerinin işletme performansına olan etkisinin belirlenmesi aşamasında kullanılması, konuyla ilgili önemli bilgilerin doğru ve güvenilir bir yolla tespit edilmesini sağlayacaktır.

3.3.3.3 Aktif devir hızı oranı

İşletme faaliyetlerinin tamamı itibariyle ölçülmesini sağlayan bu oran, ortalama satışların aktif toplamına bölünmesi ile bulunur.

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Ortalama Satışlar}}{\text{Aktif Devir Hızı}} \times 100$$

İşletme faaliyetlerinin etkinliğinin ölçülmesinde kullanılan aktif devir hızı oranı, diğer faaliyet oranlarına göre daha kapsayıcı bir niteliğe sahiptir. Şöyle ki; stok ve alacak devir hızı oranlarında işletmenin sahip olduğu aktif değerlerin tamamı kullanılmazken aktif devir hızı oranında, işletmenin sahip olduğu tüm aktif değerler göz önünde bulundurularak işletme faaliyetleri üzerindeki genel durum tespiti daha mümkün olmaktadır. Öte yandan, stok ve alacak devir hızı oranları, kullanıcılara aktif devir hızına göre daha spesifik bilgiler sunmaktadırlar.

Aktif devir hızının düşük olması, işletme sahip ve yöneticilerin arzu edeceği bir durum değildir. Ancak, bu durum işletmenin içinde bulunduğu sektör ortalamalarıyla değerlendirildiği takdirde ve diğer oran değerleri de değerlendirmeye alındığında çok düşük olmamak kaydıyla kabul edilebilir bir hal alabilmektedir.

İşletme faaliyetlerinin değerlendirilmesine büyük katkı sağlayan aktif devir hızı oranının yüksek çıkması; işletmenin sahip olduğu varlıkları etkin ve verimli bir şekilde kullandığının, ortakların yatırdıkları sermayenin atıl kalmadığının bir göstergesi olabilmektedir.

İşletme performansının belirlenmesinde işletmenin sahip olduğu tüm varlıklar ile satış hasılatı arasında ilişki kurarak bir bütün olarak işletme faaliyetlerinin etkinliğini ölçen aktif devir hızı oranı, birleşmelerin işletme performansına olan etkisinin tespit edilmesinde oldukça faydalı bir oran olarak karşımıza çıkmaktadır.

3.3.4 Likidite (nakit yaratma) oranları

Bir işletmenin likiditesi, onun kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kabiliyeti ile ilgilidir. Borçlarını likit varlıklarıyla ödeyebilme kabiliyeti ise işletmenin varlığını sürdürme ve işletme faaliyetlerini devam ettirme konusunda önem teşkil eden bir konudur.

İşletmelerin, nakit yaratma gücünü en iyi şekilde yansıtan göstergeler likidite oranlarıdır. Bu oranlar vasıtasıyla işletme sahip ve yöneticileri, işletmelerin nakit sıkıntısında olup olmadığını, vadesi gelen borçların ödenmesinde zorluk yaşanıp yaşanmayacağı konusunda bilgi sahibi olabilmektedirler. Bu sayede, meydana

gelebilecek riskli durumlar karşısında önlem alma ve durumu iyileştirme çabalarına girişebileceklerdir.

İşletmelerin karlılığı kadar ve hatta ekonomik kriz dönemlerinde karlılıktan daha çok ciddiye alınması gereken bir konu olarak işletmelerin nakit yaratma gücü önem kazanmaktadır. Kar getiren bir işletme olmasına rağmen likidite anlamında zayıf kalan işletmelerin zor duruma düşmesi hatta ekonomik kriz zamanında iflasın eşiğine gelmesi kaçınılmaz bir durum olabilmektedir (Kılıç, 2014, s.89). Bu bağlamda işletmelerin, likidite göstergelerine bakarak durum değerlendirmesi yapıp gerekli tedbirleri alması, sonuç olarak mali açıdan güçlü konumda olması önem arz etmektedir.

Gerek yaşanan ekonomik krizler gerek işletmede uygulanan yanlış işletme politikaları gerekse yüksek borçlanma maliyetleri gibi sebeplerle kimi işletmeler mali anlamda dar boğaza girmektedirler. Bu durumun üstesinden gelemeyen kimi işletmeler mali anlamda güçlü bir işletme ile birleşme yoluna giderek mevcut mali yapısını iyileştirme ve mali anlamda güç kazanarak sinerji elde etme düşüncesiyle hareket edebilmektedirler. Bu çerçevede, hali hazırda gerçekleşen birleşmelerin işletmelerin performansı üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulduğunda, birleşmelerin işletme likiditesi üzerinde olumlu bir etki yaratacağı düşünülmektedir.

3.3.4.1 Cari oran

İşletmelerin, bir yıl içerisinde nakde dönüşebilen varlıkları ile yine bir yıl içerisinde ödenmesi gereken borçlarını ödeyebilme kapasitesini gösteren cari oran, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \times 100$$

Cari oran, işletmelerin nakit yaratma gücünün tespitinde en sık kullanılan orandır. Bu bağlamda cari oranın yüksek olması işletmelerin nakit yaratma gücünün de yüksek olduğunun bir göstergesidir.

Cari oranın yüksek olması, işletmeler açısından istenen bir durumdur ancak olması gerekenden fazla yüksek olması her zaman iyiye yorumlanmamaktadır. Çünkü bu durum, işletmenin likit varlıklarının yeterince aktif olarak kullanılmadığının, atıl

fonların bulunduğunun da bir ifadesi olabilmektedir. Dolayısıyla, işletmelerde gereğinden fazla likit varlık bulundurulması işletme karlılığını da olumsuz etkileyecektir ve bu durumla bağlantılı olarak işletme faaliyetleri başarısız olarak nitelendirilecektir (Ceylan ve Korkmaz, 2008, s.49).

Öte yandan cari oranın düşük olması da elbette ki istenmeyen bir durumdur. Çünkü bu durum işletmenin, elinde yeterince likit varlık bulundurmadığı ve kısa vadeli borçlarını ödeme açısından sıkıntı yaşadığı anlamına gelmektedir. İşletmenin likidite açısından sıkıntıya düşmesi ise özellikle kriz dönemlerinde işletme açısından oldukça riskli hale gelmektedir.

Cari oranın düşük olması, işletmeye borç tahsis eden kredi kuruluşları açısından da istenmeyen bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. İşletmeye kredi verenler, işletmenin borçlarını zamanında ve eksiksiz ödeme kabiliyetine sahip olmasını beklemektedirler. Dolayısıyla, cari oran değerleri işletmeye kredi verenler açısından önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

İşletme performansının değerlendirilmesinde, işletmenin mali yapısı hakkında bilgi sahibi olmak gerek kısa gerekse uzun vadede atılacak adımların daha sağlam ve güvenilir olmasını sağlayacaktır. Bu bağlamda, birleşme sonrası işletme performansının değerlendirilmesinde cari orandan faydalanılması birleşmenin işletme üzerinde yarattığı etkinin tespit edilmesi açısından önem teşkil etmektedir.

3.3.4.2 Likit oran

Likit oran, işletmenin sahip olduğu dönen varlıklardan stokların çıkarılmasından sonra bu varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

$$\text{Likit Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \times 100$$

Likit oran da cari oran gibi işletmenin nakit yaratma gücünün tespit edilmesinde sıklıkla kullanılan bir oran olmakla birlikte, cari oranı tamamlayan ve onu daha da anlamlı hale getiren bir orandır (Kılıç,2014, s.91).

Stokların nakde dönüşme hızı diğer dönen varlık hesaplarına göre yapısı itibariyle daha düşüktür. Çünkü stoklar üretimden satış aşamasına kadar birçok süreçten

geçerek müşteriye ulaşmakta ve satışların her zaman nakde çevrilememesinden ötürü işletmelere acil likit sağlayamamaktadır. Stokların bu özelliğinden dolayı stoklar likit oranda dikkate alınmayarak işletme likiditesi daha detaylı bir şekilde ele alınabilmekte, işletmenin kısa vadeli borçlarının ödenmesinde olası nakit sıkışıklığının yaşanması durumunda işletmenin stokları olmadan borç ödeyebilme kapasitesi belirlenebilmektedir (Kılıç, 2014, s.91-92).

Bir işletmede likit oranın yüksek çıkması, işletme açısından olumlu bir durumdur. Özellikle kriz dönemlerinde işletmelerin likidite açısından sıkıntı yaşamaması, işletmelerin varlığını sürdürmede ve faaliyetlerini devam ettirmede oldukça etkilidir. Aksi halde, işletme borçlarını ödeyememe riskiyle karşı karşıya kalacağından oranın düşük çıkması işletmeler açısından kritik öneme sahiptir.

İşletmenin likidite durumunun tespitinde kritik öneme sahip bu oran, birleşmenin işletme performansına olan etkisinin belirlenmesinde ve işletmenin mali yapısında sinerjinin oluşup oluşmadığının tespitinde de dikkate alınması gereken önemli bir ölçüttür.

4. LİTERATÜR TARAMASI

Araştırma konusu ile ilgili olarak literatürde yer alan ve bazı öne çıkan çalışmalar Ek-1’de verilen tabloda sırasıyla yer almaktadır. Sıralamada, araştırmalar 2 ayrı kategoriye tabi tutularak incelemeye alınmıştır. Buna göre, öncelikle genel olarak Türkiye’deki şirket birleşme ve devralmalarını detaylıca ele alan çalışmalar verilmiştir ve ardından birleşmelerde performans ölçümünü esas alan çalışmalara yer verilmiştir. Bununla birlikte tablodan da görüleceği üzere; çalışmaların tür, amaç, araştırma sorusu, yöntem, yazar ve dönem verileri de ele alınarak konuyla ilgili olarak benzer ve ayrı yönlerin de görülebileceği kapsamlı bir veri tablosu oluşturulmaya çalışılmıştır.

Tabloda yer alan ilk altı çalışmanın ortak özelliği yukarıda da belirtildiği üzere, özellikle Türkiye’deki birleşme ve devralma faaliyetlerini detaylıca ele almasıdır. Bu konu başlığıyla ilgili olarak Hüseyin Emre Onur, hem Türkiye hem de Dünya’da öne çıkan şirket birleşmelerini ele alarak örneklendirmeyi çoğaltırken şirket birleşmelerine ilişkin bilgilendirici birçok sayıda örnek sunmuştur. Basri Arı ise, uygulama kısmında Türkiye’de gerçekleşen yalnızca tek bir birleşme örneğine odaklanmış ve daha önce kuramsal olarak ele alınmış şirket birleşmelerinin bu örnek üzerinden finansal analizini uygulayarak aydınlatıcı, somut bilgilere ulaşmıştır. Nurhan Aydın, tek bir uygulama örneği üzerinden çalışmasını sürdürmüş ancak örneğinde birleşme süreci ve bu süreçteki işletme değerlemesi hususuna dikkat çekerek ve nakit akışları yöntemini kullanarak sonuçları değerlendirmiştir. Melike Serçe ise, yine Türkiye’de gerçekleşen birleşmeleri incelemiş ve ayrıca bunların finansal açıdan değerlendirilmesi üzerine yoğunlaşmıştır. Saide Sak, tüm bu benzer çalışmalardan farklı olarak Türkiye’deki birleşmeler ise Avrupa Birliği’ndeki birleşmeler arasındaki farklılıkları ortaya koyacak bir çalışmada bulunmuştur. Böylece birleşme faaliyetleri hususundaki Türkiye – Avrupa Birliği uyumu da çalışmada incelenmiş durumdadır. Elif Akben Selçuk, Emin Köksal, Ayşe Altıok Yılmaz’ ın çalışmasında; şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin hem mikro hem makro düzeyde etkilerini konu alan çalışmalar araştırılıp incelenerek çalışmalardaki bulgular kıyaslanmış ve Türkiye’deki birleşmeler üzerine bilgilendirici ortak yargılara ulaşılmıştır. Tüm bu faydalı çalışmaların sonucunda; birleşmelerin genel ölçüde şirketlerde ve ilgili ekonomik çevrede olumlu gelişmelere sebep olduğu ve Türkiye’nin bu konuda gelişme sürecinde olduğu yargısına ulaşılmıştır.

Tabloda ikinci kategoride yer alan, birleşme faaliyetlerinde performans ölçümünü esas alan çalışmalar incelendiğinde; birleşmelerin performansının ölçümünde çeşitli yöntemlerin bulunmasıyla birlikte genellikle muhasebe verilerine dayalı yöntem, olay çalışmaları ve veri zarflama analizi yöntemlerinin tercih edildiği gözlenmektedir. Bununla birlikte, yoğunlukla finansal performansı ölçmeye yarayan yöntemlerin tercih edilmesi de dikkati çeken diğer bir unsurdur.

Birleşme performansının ölçümünde Muhasebe verilerine dayalı yöntemi kullanan çalışmalar değerlendirildiğinde; bu konuyla ilgili olarak yöntemi kullanan toplamda 5 çalışmanın bulunduğu, bu çalışmalardan Melike Aktaş'ın ve Ali Rıza Özkaraman'ın çalışmalarının daha çok banka birleşmeleri üzerine yoğunlaşarak birer banka birleşmesi örnek uygulaması üzerinden analiz ve değerlendirme yapıldığı görülmektedir. Geriye kalan çalışmalarda Osman Kürşat Onat'ın, çalışmasında yine tek bir örnek birleşme olayı üzerinden analiz ve değerlendirme yolunu tercih ettiği ancak birleşmeler konusunu banka birleşmeleriyle sınırlandırmayıp genel olarak ele alıp ülkenin önde gelen büyük şirketlerinin birleşmesini çalışmasına konu edindiği tespit edilen başka bir husustur. Bunlarla birlikte, belli dönemlerde gerçekleşen şirket birleşmelerinin karşılıklı dönemsel verilerinin analiz edilerek belli bir sonuca ulaşıldığı çalışmalar olarak, Nuray Sezer ve Kenan İlarıslan'ın çalışmaları öne çıkmaktadır. Bu çalışmalar neticesinde; Sezer, İlarıslan ve Özkaraman birleşme ve satın almaların işletme performansına etkisinin genel olarak olumlu yönde olduğunu belirtirken, Onat ve Aktaş yeterli kabul edilebilecek olumlu bir etkiye rastlamadıklarını belirtmişlerdir.

Birleşme performansını ölçmede birleşen tarafların hisse senedi getirilerini esas alan olay çalışmaları yöntemi, muhasebe verilerine dayalı yöntemden sonra yukarıda verilen çalışmalarda sıklıkla kullanılan bir diğer yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu yöntemi kullanan Aydın Öztunalı, Metin Yılmaz, Okan Uzun ve Sibel Çevikçelik'in çalışmaları incelendiğinde yöntem gereği hepsinde genel olarak birleşme duyurusunun ve/veya birleşme faaliyetinin şirket hisse senedi getirisine (şirketin piyasa değerine) olan tepkisi ölçülmektedir. Buna ek olarak Öztunalı, çalışmasında birleşme duyurusunun gelire etki eden iki unsurun (birleşme faaliyetinin uluslararası ve ilgili pazarda olması) analizini yapmıştır. Çalışmaların birbirinden ayrıldığı yönler incelendiğinde ise; her birinin ele aldığı analize tabi birleşme faaliyetlerinin başlangıç ve bitiş tarihlerinin ve analiz dönemlerinin (kısa ve/veya uzun dönem) farklı seçildiği

gözlenmektedir. Ayrıca, Çevikçelik'in çalışmasında analize tabi birleşme faaliyetinde bulunan şirketlerin finans sektörü dışında kalan şirketlerden seçildiği bilinmektedir. Bu çalışmaların sonucunda; çalışmaya konu olan şirketlerden elde edilen veriler doğrultusunda şirket birleşme ve devralma duyurularının hisse senedi getirisine bir etkisi olduğu ve Uzun'un çalışması hariç bu getirilerin anormal düzeyde oldukları tespit edilmiştir.

Birleşme performansının ölçümünde veri zarflama analizi yöntemini kullanan Merve Kılıç, Şenol Kılıçaslan, İbrahim Erem Şahin ile İsmet Titiz, Yusuf Demir, Osman Kürşat Onat, Ahmet Konak ve Mert Ümit Arslan'ın çalışmaları değerlendirildiğinde; Kılıç, Kılıçaslan ve Şahin'in uygulama kısmında özellikle banka birleşmeleri üzerine yoğunlaştığı, hatta Kılıçaslan ve Şahin'in aynı örneklem üzerinden analiz gerçekleştirdiği görülmektedir. Konak'ın, çalışmasında, birleşme ve devralmaların performansa etkisi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde incelenmiştir. Bunun sonucunda, birleşmelerin şirketin gelişmiş ya da gelişmekte olan piyasada faaliyet göstermesiyle bir ilişkisinin olmadığı görülmüştür. Yine Arslan'a ait çalışmada birleşme ve satın almaların sektörlere göre performanslarının değerlendirilmesi hususunda çalışmada birleşme ve satın almada şirketin faaliyet gösterdiği sektörün şirket performansı üzerinde anlamlı bir etkisi belirlenememiştir. Bununla birlikte, bahsedilen çalışmaların belirtilenler dışında çoğunluğunda ortak bir görüş çerçevesinde birleşmelerin performansının belirli bir alanı üzerinde kesin ve belirgin bir etkinliği olmadığı kanısı tespit edilmiştir.

5. BORSA İSTANBUL’DA (BİST) DEVRALMA YOLUYLA GERÇEKLEŞEN ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN ŞİRKET FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ

Çalışmanın bu bölümünde hisseleri BİST’te işlem gören şirketlerin devralma yoluyla gerçekleştirdiği birleşmelerin finansal performanslarına olan etkisi “Muhasebe verilerine dayalı yöntem” kullanılarak karlılık, faaliyet (etkinlik), likidite (nakit yaratma) ve borçlanma (mali yapı) başlıkları altında incelenmiştir.

Çalışmada birleşmenin finansal performansa etkisi iki farklı kısımda incelemeye alınmıştır. Birinci kısımda; devralan şirketler kendi içinde değerlendirmeye alınarak devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait finansal performans göstergeleri arasındaki farklılaşma durumu incelenmiştir. Çalışmanın ikinci kısmında ise; devralan şirketlerin birleşme sonrası finansal performans göstergeleri ile çalışma kapsamında belirlenen kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait finansal performans göstergeleri arasındaki farklılık incelenmiştir. Böylelikle, devralma yoluyla gerçekleşen birleşmelerin şirket finansal performansına etkisi, iki ayrı şekilde ele alınarak analize tabi tutulmuş ve araştırma problemine iki farklı açıdan ışık tutulması amaçlanmıştır.

5.1 Araştırmanın Önemi

Geçmişten bu güne ülkemizde gerçekleşen birleşme faaliyetleri ve bu faaliyetler üzerine yapılan çalışmalar genel olarak incelendiğinde; içinde bulunulan küresel düzenin ve konunun önemine rağmen hala bu konuyla ilgili olarak yeterli düzeyde araştırma ve inceleme çalışmasının olmadığı görülmektedir. Bu durumun oluşmasında, gerek yatırımcı gerek sektör çalışanları gerekse araştırmacı kitlenin konuyla ilgili verilere ulaşmada güçlük çekmesi temel gerekçe olarak gösterilebilmektedir.

Dünya üzerinde yaşanan ekonomik gelişme ve değişmelere paralel olarak zaman içerisinde pek çok ülke ekonomisinin küresel ekonomiye entegre hale gelmesi ile birlikte bu sisteme dahil olan ülkemizde, özellikle 2008 yılında tüm dünya ülkelerini etkisi altına alan küresel kriz dönemi sonrasında gerçekleşen birleşmeler ve bunların finansal performansını ölçen yeterli düzeyde nitelikli çalışmaların olmayışı araştırmayı, literatürdeki bilgi yoksunluğunu belli bir ölçüde karşılama ve konuya ışık tutma açısından önemli kılmaktadır.

5.2 Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Sınırları

Bu çalışma ile hisseleri BİST’te işlem gören, halka açık şirketler tarafından 2009-2014 döneminde devralma yoluyla gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin, devralan şirket performansına etkisinin karlılık, faaliyet, likidite ve mali yapı olmak üzere dört ayrı başlık altında ölçülerek analiz edilmesi amaçlanmıştır.

Birleşen şirketlerin finansal verilerine ulaşılabilirlikleri açısından araştırma kapsamına BİST’e kayıtlı, devralma yoluyla birleşen şirketler dâhil edilmiştir.

Çalışmada, 2009-2014 yıllarını kapsayan bir dönemin seçilmesinin nedenleri;

- Döneme ait bir benzer çalışmanın bulunmayışı,
- Dönemin 2008 küresel krizini takip eden bir süreç olması ile birlikte birleşmeler konusunda da kritik bir dönem olacağı düşüncesi,
- Örnek kapsamına birleşme işlemlerinin gerçekleştiği yıldan önceki bir yıl ile birleşmeyi izleyen üç yılın alınmasıdır.

Birleşme faaliyeti daha önce de bahsedildiği üzere, bir şirketin diğerini devralması veya birleşecek tarafların yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri şeklinde iki farklı yolla gerçekleşmektedir. Bu bağlamda, çalışmada devralma yoluyla birleşme şeklinin seçilmesinin sebebi, devralan tarafın birleşme öncesi verilerine ulaşılabilmesi ve bu veriler ile devralma işlemi sonrasındaki verilerinin kıyaslanabilir olmasıdır.

5.3 Örnek Seçimi

Araştırmanın ana kütlelerini oluşturan örneklerin seçiminde çalışmanın sürdürülebilirliği açısından aşağıdaki temel koşullara dikkat edilmiştir:

- a. Araştırma kapsamına alınan şirketlerin hisselerinin BİST ‘te işlem görmesi,
- b. Araştırma kapsamına alınan şirketlerin analiz için gerekli olan finansal verilerinin tümüne ulaşılabilmesi (analizin güvenilirliği açısından dönemlere ait araştırma verilerinin eksiksiz olması çalışmada önem teşkil etmektedir),
- c. Birleşme faaliyetinin 2009-2014 yılları arasında gerçekleşmesi,
- d. Birleşme tarihinden üç yıl önceki ve üç yıl sonraki döneme ait finansal verilerin bulunması,

- e. Finans ve madencilik sektörü dışında faaliyet göstermesi (*çünkü bu sektörlerde faaliyette bulunan şirketlerin uyguladıkları farklı muhasebe politikalarından dolayı analiz aşamasında karşılaştırma imkânı sağlanamamaktadır.*)

Bu bağlamda, SPK'nın kamuya açıkladığı, KAP'tan (Kamu Aydınlatma Platformu) elde edilen verilere göre; 2009-2014 döneminde halka açık şirketler tarafından toplamda 52 adet devralma yoluyla birleşme gerçekleştiği ve bu birleşmelerin yalnızca 21 âdetinin yukarıdaki analiz koşullarına uygun olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, belirtilen dönemde gerçekleşen birleşmelerden 17 âdetinin finans veya madencilik sektöründe olmasından; 6 âdetinin birleşme faaliyetinden sonra borsada işlem görmemesinden, 8 âdetinin SPK tarafından iptal edilmesinden ve 4 âdetinin¹ de verilerinin tam olmamasından ötürü 31 adet birleşme analiz kapsamına dahil edilememiştir.

Araştırmaya dahil edilen birleşmeler ve onlara ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

¹*İlgili verilerin ulaşılamama sebepleri:*

- ❖ 23.07.2010 tarihinde, Hürriyet Ticari ve Sınai Ürünler Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi devralan Milpa Ticari ve Sınai Ürünler Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin, 2008 yılına ait esas faaliyet kar marjı ile net kar marjı oranları ile aynı yıla ait Stok, Alacak ve Aktif Devir Hızı verilerine ulaşılamaması, ilgili dönemlerde bu oranların hesaplanması için gereken satış gelirlerinin olmamasından kaynaklıdır.
- ❖ 30.07.2010 tarihinde, Galatasaray Spor Ve Futbol İşletmeciliği Tic.A.Ş.'yi devralan Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yat.A.Ş.'nin, 2011- 2013 yıllarına ait özsermaye karlılığı ve özsermaye/aktif (%) (yıllık) verileri ile 2007-2009 yıllarına ait stok devir hızı verilerine ulaşılamaması; özsermaye karlılığı ile özsermaye/aktif (%) (yıllık) oranlarında ilgili hisse ve dönemlerde bu oranların hesaplanması için gerekli olan özsermaye (ortalama) değerinin negatif olarak gelmesinden, stok devir hızı oranında ilgili dönemlerde bu oranın hesaplanması için gerekli olan stoklar verilerinin olmamasından kaynaklıdır.
- ❖ 17.10.2014 tarihinde, Electroworld İç ve Dış Ticaret A.Ş.'yi Devralan Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.Ş.'nin, 2017 yılına ait özsermaye karlılığı verilerine ulaşılamaması; ilgili hisse ve dönemlerde bu oranların hesaplanması için gerekli olan özsermaye (ortalama) değerinin negatif olarak gelmesinden kaynaklıdır.
- ❖ 05.11.2014 tarihinde, GSD Dış Ticaret A.Ş.'yi devralan GSD Denizcilik Gayrimenkul İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin, 2011 ve 2012 yıllarına ait esas faaliyet kar marjı ve net kar marjı verilerine ulaşılamaması, ilgili dönemlerde bu oranların hesaplanması için gereken satış gelirlerinin olmamasından kaynaklıdır.)

Tablo 5.1.2009-2014 Yılları İtibariyle devralan-devrolan şirketler ile şirketlerin birleşme kurul karar tarih ve sayıları

Sıra	Devralan Şti. Unvanı	Devrolan (Hedef) Şti. Unvanı	Kurul Karar Tarihi ve Sayısı
1	Arçelik A.Ş.	Grundig A.Ş.	27.05.2009 15/377
2	Eminiş Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Plaskap Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15.07.2009 36/337
3	Kent Gıda Maddeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Intergum Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	13.11.2009 33/1003
4	Birko Birleşik Koyunlular Mensucat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Birkokoyunlu Halı Tekstil Sanati ve Ticaret A.Ş.	04.12.2009 34/1015
5	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Birmaş Tüketim Malları Ticaret A.Ş.	17.12.2009 36/1090
6	Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.	Tek-art İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş. ve Toptem Toplu Konut Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	17.12.2009 36/1089
7	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Kare Dış Ticaret A.Ş.	12.02.2010 3 / 72
8	Deva Holding A.Ş.	Deva İlaç Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	11.11.2010 34/
9	Carrefoursa Carrefour Sabancı Tic. A.Ş.	İpek Giyim Mağazaları Ticaret ve Sanayii A.Ş.	26.11.2010 35/1042
10	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Yataş İstanbul Pazarlama Yatak Ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş.	06.01.2011 1/25
11	Migros Ticaret A.Ş.	Ades Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Amaç Gıda Ticaret ve Sanayi A.Ş., Egeden Gıda Tüketim Malları Ticaret ve Sanayi A.Ş.	24.03.2011 9/263
12	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	Birlik Pazarlama San. ve Tic. A.Ş., Fresh Cake Gıda San. ve Tic. A.Ş., İdeal Gıda San. ve Tic. A.Ş.	17.11.2011 38/1027
13	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Bandağ Lastik Mamülleri Ticaret A.Ş.	02.03.2012 7/217
14	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Vestel Dijital Üretim Sanayi A.Ş.	21.11.2012 40/1267
15	Kuyumcukent Gayrimenkul Yatırımları A.Ş.	S.S. İstanbul Kuyumcu Sanatkarlı Toplu İşyeri Yapı Kooperatifi (BİG)	28.06.2013 23/763
16	Kelebek Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Doğ-Taş Doğanlar Mobilya İmalat Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	16.07.2013 25/822
17	Aslan Çimento A.Ş.	Aslan Beton A.Ş., Birtaş Birlik İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	10.12.2013 3619/12590
18	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	Ak-Tops Tekstil Sanayi A.Ş.	31.12.2013 43/1389
19	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	Turktell Uluslararası Yatırım Holding A.Ş.	16.12.2014 35/12
20	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Mikes Mikrodalga Elektronik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.12.2014 36/1266
21	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Deksar Multimedya Ve Telekomünikasyon A.Ş.	16.12.2014 35/1205

5.4 Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada 2009-2014 döneminde birleşme sonrası finansal performansın ölçüm ve tespitinde muhasebe verilerine dayalı yöntem kullanılmıştır. Bu bağlamda; oluşturulan örneklem grubundaki her bir devralan şirketin karlılık, faaliyet, likidite ve borçlanma oran gruplarına ait, birleşme yılından (t_0) önceki üç yıl (t_{-1} , t_{-2} , t_{-3}) ile sonraki üç yılın (t_{+1} , t_{+2} , t_{+3}) mali tablo verileri esas alınarak finansal oranları hesaplanmıştır.

Çalışmada kullanılan finansal oranlar ve kodları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:²

Tablo 5.2. Araştırmada kullanılan finansal oranlar (ölçütler) ve ölçüt kodları

Finansal Oranlar (Ölçütler)		Kodları
Karlılık Oranları	Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar (Esas Faaliyet Kar Marjı)	K1
	Net Kar / Net Satışlar (Net Kar Marjı)	K2
	Net Kar / Aktif Toplamı (Aktif Karlılık)	K3
	Net Kar / Özsermaye (Özsermaye Karlılığı)	K4
Borçlanma Oranları	Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	B1
	Öz sermaye / Aktif	B2
Faaliyet Oranları	Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar (Stok Devir Hızı)	F1
	Ortalama Satışlar / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (Alacak Devir Hızı)	F2
	Ortalama Satışlar / Aktif Toplamı (Aktif Devir Hızı)	F3
Likidite Oranları	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar (Cari Oran)	L1
	Dönen Varlıklar - Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar (Likit Oran)	L2

Birleşme yılının (t_0) belirlenmesinde birleşmelerin SPK tarafından onay tarihi göz önünde bulundurulmuştur. ³

²Çalışmada kullanılan oranlar ile ilgili gerekli açıklamalar Bölüm 3'te ayrıntılarıyla verilmiştir.

³Birleşmelere ait SPK Onay Tarih Bilgileri **Tablo 5.1.**'de yer almaktadır.

Çalışmada birleşme yılının t_0 olarak kabul edilip o yıla ait finansal verilerin analize dâhil edilmemesinin sebebi; birleşmenin, yeni oluşumun finansal performansına etkisini yansıtmamasıdır.

Kimi kaynaklarda birleşmeden hemen sonra oluşan olumlu performansın birleşmenin başarısından değil, birleşme duyurusunun olumlu etkisinden kaynaklanabileceği düşünülebilmektedir. Bu sebeple, birleşmeden sonra en az üç yıla ait verilerin ele alınarak değerlendirilmesi, birleşmenin şirket performansı üzerinde yarattığı etkinin sonucunun daha net görülebilmesi açısından çalışmada önem teşkil etmektedir. Benzer mantıkla, birleşmeden önceki en az üç yıla ait verilerin analize dahil edilmesinin sebebi de, şirketin birleşme öncesi finansal performansının net bir şekilde yansıtılması düşüncesidir.

Araştırmada, birleşmenin finansal performansa olan etkisinin incelenmesinde devralan şirketlerin içinde bulundukları piyasanın olası etkisinden arındırılması amacıyla örnek sayısını oluşturan devralan şirket sayısı kadar kontrol grubu şirket belirlenmiştir.

Kontrol grubu şirketlerin belirlenmesinde, devralan şirketlerin birleşme yılındaki aktif büyüklüğüne en yakın, devralan şirket ile aynı sektörde yer alan, hisseleri borsada işlem gören birleşmeyen şirketler, kontrol grubu olarak seçilmiştir.⁴

Kontrol grubu şirketin, birleşen şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren bir şirket olmasının sebebi, sektördeki dalgalanmaların şirketlerin finansal performanslarına olan etkisini birleşmenin finansal performansa olan etkisinden ayırarak çalışmada netlik sağlamaktır.

Çalışma kapsamında belirlenen, devralan şirketlere ait kontrol grubu şirketler ve onlara ait bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

⁴Devralan şirket ile aynı sektörde yer alıp aktif büyüklüğü en yakın olan şirketin finansal verilerine ulaşamaması halinde verilerine ulaşılabilen, devralan şirkete aktif büyüklüğü açısından en yakın olan diğer şirket kontrol grubu olarak seçilmiştir. Ayrıca, devralan şirketlerin dahil olduğu sektörlerin belirlenmesinde, sektör verilerine ulaşılabilirliği açısından “Finnet Veri Tabanı”ndaki” gruplandırma esas alınmıştır.

Tablo 5.3.Devralan şirketlere ait kontrol grubu şirketler ile tüm şirketlere ait bist kodları ve sektör bilgileri

Sıra	Birleşme Yılı (t0)	Devralan Şirketler	Bist Kodu	Kontrol Grubu Şirketler	Bist Kodu	Sektör
1	2009	Arçelik A.Ş.	ARCLK	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESBE	Dayanıklı Tüketim
2	2009	Eminiş Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	EMNIS	Burçelik Bursa Çelik Dokum Sanayi A.Ş.	BURCE	Metal İşleme, Boru, Vana
3	2009	Kent Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KENT	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	TATGD	Gıda
4	2009	Birko Birleşik Koyunlulular Mensucat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	BRKO	Birlik Mensucat Tic. ve San. A.Ş.	BRMEN	Tekstil Ürünleri
5	2009	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	PINSU	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Tic. A.Ş.	KARSTL	İçecek
6	2009	Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.	TEKTU	Petrokent Turizm A.Ş.	PKENT	Lokanta ve Oteller
7	2010	Karsan Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KARSN	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ASUZU	Otomotiv
8	2010	Deva Holding A.Ş.	DEVA	Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai Ve Finansal Yatırımlar Sanayi Ve Ticaret A.Ş.*	ECILC	İlaç & Sağlık
9	2010	Carrefoursa Carrefour Sabancı Tic. A.Ş.	CRFSA	Kipa Ticaret A.Ş.	KIPA	Perakende Ticaret
10	2011	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi ve Ticaret A.Ş.	YATAS	Gentaş Genel Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.*	GENTS	Orman Ürünleri ve Mobilya
11	2011	Migros Ticaret A.Ş.	MGROS	Kipa Ticaret A.Ş.	KIPA	Perakende Ticaret
12	2011	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	ULKER	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayi A.Ş.	BANVT	Gıda
13	2012	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BRISA	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.	KORDS	Otomotiv Yan Sanayi
14	2012	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESTL	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.S.	VESBE	Dayanıklı Tüketim
15	2013	Kuyumcukent Gayrimenkul Yatırımları A.Ş.	KUYAS	Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.*	ORGE	Bayındırlık ve İmar
16	2013	Kelebek Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	DGKLB	Orma Orman Mahsulleri Entegre Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ORMA	Orman Ürünleri ve Mobilya
17	2013	Aslan Çimento A.Ş.	ASLAN	Ünye Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	UNYEC	Çimento, Beton

Tablo 5.4. Devralan şirketlere ait kontrol grubu şirketler ile tüm şirketlere ait bist kodları ve sektör bilgileri (Devamı)

18	2013	Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	AKSA	Sasa Polyester Sanayi A.Ş.	SASA	Tekstil Kimyasalları
19	2014	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	TCELL	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	TTCOM	Telekomünikasyon, Haberleşme
20	2014	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ASELS	Netaş Telekomünikasyon A.Ş.	NETAS	İletişim ve Savunma
21	2014	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESTL	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	VESBE	Dayanıklı Tüketim

“*” işaretli şirketler, verilerine ulaşılamayan şirketlerin yerine seçilen, aktif büyüklüğü devralan şirkete en yakın kontrol grubu şirketleri ifade etmektedir.

5.5 Veri Setinin Oluşturulması

Araştırmanın ana kütesini 2009-2014 döneminde devralma yolu ile birleşen 52 adet devralan şirket oluşturmaktadır. Ancak daha önce de belirtildiği üzere analiz koşullarına uygunluk taşımayan 31 adet devralan şirket analizde kapsam dışı tutulduğundan araştırmanın ana kütesini toplamda 21 adet şirket oluşturmaktadır.

Araştırmada analiz için gerekli olan 21 adet şirkete ait mali tablo verileri, birleşmeye taraf olan şirketlerin kamuya açıkladıkları mali tablolar, birleşme duyuru metinleri, birleşme nedeniyle hazırlattıkları özel bağımsız denetim raporları ve Finnet veri tabanından sağlanmıştır.

Aşağıdaki tabloda birleşmelere ait, analize konu finansal oran verilerinin hesaplanmasında esas alınan mali tablo tarihleri yer almaktadır.

Tablo 5.5.*Birleşmelere ait, analize konu finansal oran verilerinin hesaplanmasında esas alınan mali tablo tarihleri*

Sıra	Devralan Şti. Unvanı	Devrolan Şti. Unvanı	t - 3	t - 2	t - 1	Birleşme Yılı (t ₀)	t + 1	t + 2	t + 3
1	Arçelik A.Ş.	Grundig A.Ş.	31.12.2006	31.12.2006	31.12.2006	2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
2	Eminiş Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Plaskap Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.12.2006	31.12.2006	31.12.2006	2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
3	Kent Gıda Maddeleri Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Intergum Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	31.12.2006	31.12.2006	31.12.2006	2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
4	Birko Birleşik Koyunlular Mensucat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Birkokoyunlu Halı Tekstil Sanati ve Ticaret A.Ş.	31.12.2006	31.12.2006	31.12.2006	2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
5	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Birmaş Tüketim Malları Ticaret A.Ş.	31.12.2006	31.12.2006	31.12.2006	2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
6	Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.	Tek-art İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş. ve Toptem Toplu Konut Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.12.2006	31.12.2006	31.12.2006	2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
7	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Kare Dış Ticaret A.Ş.	31.12.2007	31.12.2007	31.12.2007	2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
8	Deva Holding A.Ş.	Deva İlaç Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	31.12.2007	31.12.2007	31.12.2007	2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
9	Carrefoursa Carrefour Sabancı Tic. A.Ş.	İpek Giyim Mağazaları Ticaret ve Sanayii A.Ş.	31.12.2007	31.12.2007	31.12.2007	2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
10	Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Yataş İstanbul Pazarlama Yatak Ve Yorgan Sanayi Ticaret A.Ş.	31.12.2007	31.12.2007	31.12.2007	2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
11	Migros Ticaret A.Ş.	Ades Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Amaç Gıda Ticaret ve Sanayi A.Ş., Egeden Gıda Tüketim Malları Ticaret ve Sanayi A.Ş.	31.12.2008	31.12.2008	31.12.2008	2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014

Tablo 5.6.*Birleşmelere ait, analize konu finansal oran verilerinin hesaplanmasında esas alınan mali tablo tarihleri (Devamı)*

12	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	Birlik Pazarlama San. ve Tic. A.Ş., Fresh Cake Gıda San. ve Tic. A.Ş., İdeal Gıda San. ve Tic. A.Ş.	31.12.2008	31.12.2008	31.12.2008	2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
13	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Bandağ Lastik Mamülleri Ticaret A.Ş.	31.12.2009	31.12.2009	31.12.2009	2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
14	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Vestel Dijital Üretim Sanayi A.Ş.	31.12.2009	31.12.2009	31.12.2009	2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
15	Kuyumcukent Gayrimenkul Yatırımları A.Ş.	S.S. İstanbul Kuyumcu Sanatkarlı Toplu İşyeri Yapı Kooperatifi	31.12.2010	31.12.2010	31.12.2010	2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
16	Kelebek Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Doğ-Taş Doğanlar Mobilya İmalat Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.12.2010	31.12.2010	31.12.2010	2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
17	Aslan Çimento A.Ş.	Aslan Beton A.Ş., Birtaş Birlik İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	31.12.2010	31.12.2010	31.12.2010	2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
18	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	Ak-Tops Tekstil Sanayi A.Ş.	31.12.2010	31.12.2010	31.12.2010	2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
19	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	Turktell Uluslararası Yatırım Holding A.Ş.	31.12.2011	31.12.2011	31.12.2011	2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
20	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Mikes Mikrodalga Elektronik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.12.2011	31.12.2011	31.12.2011	2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
21	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Deksar Multimedia Ve Telekomünikasyon A.Ş.	31.12.2011	31.12.2011	31.12.2011	2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017

5.6 Araştırma Aşaması

Araştırma temelde iki ayrı kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısım, devralan şirketlerin birleşme öncesi ile birleşme sonrası finansal performansının ölçülerek analiz edilmesi sürecini kapsamaktadır. İkinci kısım ise, devralan şirketlerin birleşme sonrasına ait finansal performansı ile kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait finansal performanslarının ölçülmesi ve analiz edilmesi sürecini kapsamaktadır. Finansal performansların ölçülmesi ve analizi kapsamında, çalışmanın iki kısmında da benzer süreçler takip edilerek aşağıdaki işlem basamakları uygulanmıştır:

- Muhasebe verilerine dayalı yöntem ışığında finansal oranlar kullanılarak her bir şirketin ilgili dönemlere ait finansal verilerine ulaşılması ve veri setinin oluşturulması,
- Araştırmanın amacına olarak uygun ana hipotezlerin ve alt hipotezlerin belirlenmesi,
- Hipotezlere uygun test tekniklerinin belirlenmesi ve hipotezlerin test edilmesi,
- Test sonuçlarının analiz edilmesi ve yorumlanması.

5.6.1 Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performanslarının belirlenmesi ve analiz edilmesi aşaması

5.6.1.1 Veri seti

Bu kısımda, veri setinin oluşturulmasında; devralan şirketler kendi içerisinde incelemeye alınarak şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansları oranlar bazında ele alınmıştır.

Bu bağlamda, öncelikle her bir devralan şirketin birleşme öncesi (t_{-1} , t_{-2} , t_{-3}) ve sonrası (t_{+1} , t_{+2} , t_{+3}) üç yıla ait mali tablo verileri esas alınarak tüm finansal oranları (karlılık, faaliyet, likidite ve borçlanma oranları) hesaplanmıştır. Ardından, her bir şirkete ait hesaplanmış değerlerin üçer yıllık ortalamaları alınarak birleşme öncesi ve birleşme sonrasına ait olmak üzere her bir finansal oran bazında iki değere ulaşılmıştır (Çalışmada oranların aritmetik ortalamalarının alınmasının sebebi, hem birleşme öncesinde hem birleşme sonrasında en az üç yıla ait bütünsel finansal performansların analize yansıtılması düşüncesidir).

Verilerin ortalaması alınmadan önce, karlılık oranlarında negatif değerler (zarar etkisinden dolayı) de yer aldığından ve bu durum aritmetik ortalama alınmasını güçleştireceğinden çalışma kapsamındaki bütün oranlara ait değerlerin standartlaştırılması yoluna gidilmiştir. Bu amaçla, öncelikle analiz kapsamına alınan 21 adet şirketin hem birleşme öncesi hem de birleşme sonrası dönemlerine ait hesaplanmış her bir finansal oranı için standart değerler belirlenmiştir. Bu standart değerler 0 ile 1 aralığındadır. Standart değerlerin belirlenmesinde, her bir oranın altı yıllık verilerindeki maksimum ve minimum değerler arasındaki fark, dağılım aralığını (DA) ifade etmektedir. Daha sonra, bu aralıktaki her bir yıla ait oran değerinden (x_i), aralıktaki minimum ($x_{\min}$) değer çıkartılıp elde edilen değer aralığa bölünmesi ile standart değerler elde edilmiştir $((x_i - x_{\min})/DA)$. Böylece, ortalamayı bozan negatif değerler pozitif değer almış ve veriler “0” ile “1” arasında dağılım göstermiştir (Alpar, 2017, s.86).

Diğer taraftan, çalışmada standardizasyon işlemi yalnızca, negatif değerler içerdiğinden aritmetik ortalamanın alınmasını güçleştiren karlılık oranlarına değil tüm oranlara uygulanmıştır. Çünkü analiz için tüm oranların birbiriyle karşılaştırılabilir değerlere sahip olması gerekmektedir.

Aşağıda, devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansını yansıtan veri seti hem gerçek değerler hem de standartlaştırılarak aritmetik ortalaması alınmış değerler olarak yer almaktadır:

Tablo 5.7.Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansını yansıtan veri seti (gerçek değerler)

		ARCLK	EMNIS	KENT	BRKO	PINSU	TEKTU	KARSN	DEVA	CRFSA	YATAS	MGROS	ULKER	BRISA	VESTL	KUYAS	DGKLB	ASLAN	AKSA	TCELL	ASELS	VESTL
K1.	t_3	7,1	0,3	5,87	7,92	16,7	6,77	-3,22	6,22	3,26	5,51	4,05	5,05	6,12	7,34	-51,6	7,41	7,71	6,21	14,2	15,4	6,28
	t_2	7,81	-8,14	6,92	2,05	21,5	7,21	-10,4	-29,8	2,1	5,45	4,66	7,48	6,71	2,46	18,2	18,4	15,2	8,73	17,5	12,3	-1,04
	t_1	6,42	0,24	7,74	-11,4	10,6	16,2	-9,43	1,98	0,67	5,22	4,38	2,62	7,46	6,28	-7,05	11,6	15,3	8,91	17,1	16,3	2,5
K1+	t_{+1}	8,15	-10,1	-5,92	3,68	2,53	29	2,09	-1,72	-0,19	4,09	4,16	7,39	11,6	2,5	5,2	4,34	27,6	10,7	19,4	11,7	6,32
	t_{+2}	7,81	-8,45	-6,35	-3,19	-6,98	30	-4,36	14,1	1,46	8,35	4,09	9,58	13,8	5,84	11,7	5,38	26,1	14,1	17,3	16,1	5,88
	t_{+3}	7,23	-13,3	-0,26	6,7	-1,85	25,3	4,12	8,28	0,93	8,47	4	9,59	13,8	6,32	29,9	2,24	26,4	16,3	21,3	17,1	4,13
K2.	t_3	4,66	-2,49	2,77	3,87	14	-26,8	0,42	33,9	1,58	-2,65	4,25	1,11	5,03	1,59	58,2	7,5	2,36	4,35	12,6	10,7	-0,51
	t_2	2,38	-4,08	4,22	1,86	13,8	-19,7	-21	-42,2	18,8	0,39	1,89	6,83	5,78	0,73	15,2	8,35	10,2	5,79	19,8	18,8	-1,58
	t_1	0,58	-27,2	-1,51	-18,9	9,29	-13,8	-17,5	-2,46	-3,88	0,52	0,83	12,1	5,33	-0,51	-11,3	9,11	27,3	10,4	20,4	11	-1,6
K2+	t_{+1}	7,45	-15,5	-5,68	-0,44	5,49	12,7	-3,48	-3,86	-1,52	-1,02	1,36	7,13	9,69	-1,6	-0,95	-3,5	26,6	7,73	16,2	7,66	0,64
	t_{+2}	6	-7,07	1,06	-13,5	-1,1	24,4	-10,1	8,16	-0,41	0,92	-6,5	6,86	11	1,25	1,62	-7,43	19,5	9,83	10,7	21,1	1,76
	t_{+3}	4,92	-16,4	2,89	2,58	0,39	17,1	1,74	5,88	-3,87	2,99	1,18	7,32	10,9	0,64	1,2	-10	17,5	6,44	11,6	25,9	0,46
K3-	t_3	5,63	-1,77	3,55	3,25	10,7	-4,69	0,62	27,2	2,31	-2,38	3,28	0,92	5,62	1,93	1,12	7,09	1,16	4,35	7,34	6,89	-0,78
	t_2	2,45	-2,51	5,14	1,6	12,2	-4,19	-15,1	-21	25,9	0,34	1,97	4,32	7,8	0,99	5,04	7,57	4,66	6,45	11,6	10,7	-2,2
	t_1	0,59	-19,3	-1,87	-13,5	7,13	-4,24	-14,8	-1,61	-5,28	0,42	0,76	6,58	7,75	-0,78	-4,02	14,6	12,5	10,5	11,7	6,49	-1,89
K3+	t_{+1}	7,52	-14,1	-4,63	-0,34	4,01	1,27	-6,3	-2,43	-2,26	-0,76	1,59	5,73	10,9	-1,89	-0,22	-3,68	17,2	8,55	8,3	3,76	0,72
	t_{+2}	6,13	-7,74	1,03	-9,98	-0,88	1,64	-9,87	4,93	-0,68	0,82	-8,11	5,97	12,5	1,5	0,31	-7,64	12,9	9,38	5,23	10,7	1,77
	t_{+3}	5,35	-18	2,95	1,64	0,35	1,06	1,8	3,17	-6,65	3,14	1,69	6,67	10,6	0,72	0,13	-9,34	11,1	5,15	6,04	13,7	0,47
K4.	t_3	15,6	-3,61	5,26	5,89	15,4	-5,91	1,36	40,7	4,45	-6,68	4,99	2,2	9,25	8,75	6,47	14,4	2	7,68	11,5	16,9	-3,56
	t_2	7,48	-5,43	8,17	3,06	15,8	-5,79	-50,2	-35,1	42,6	1,08	4,03	11,2	12,9	3,92	30,1	14,3	6,68	12,1	17,5	26,8	-9,82
	t_1	1,96	-53,4	-4,37	-27	9,65	-5,87	-55,1	-2,93	-8,29	1,45	2,99	14,3	15,6	-3,56	-19,5	67,8	16,4	18,7	16,8	16,6	-7,89
K4+	t_{+1}	17,1	-45,1	-7,88	-0,82	5,3	1,39	-20,1	-4,57	-3,78	-2,56	7,17	17	27,3	-7,89	-0,51	-19,9	23,5	15,1	13,2	7,92	4,18
	t_{+2}	14,7	-34	1,8	-18,8	-1,19	1,74	-28,4	9,47	-1,1	2,69	-44,3	18,1	31,8	7,52	0,68	-63,6	19,2	16,9	9,96	24,4	10,2
	t_{+3}	14,1	-70,4	4,91	2,78	0,51	1,14	5,27	6,3	-11,7	10,4	11,1	18,7	31,2	4,18	0,29	-129	18,8	10,1	12,8	32,8	2,77
B1.	t_3	67,9	60,2	88,7	54,2	83,5	93,4	52,3	92,7	96,2	82,1	87	70,5	65	83,1	75,3	94,7	42,3	68,4	61,3	31,1	92,4
	t_2	72,1	66,2	91,4	62,1	62,7	97,9	99,4	87,9	95,5	89,9	34,8	81,3	79	84,3	34,2	93	48,6	54	70,8	37,8	84,4
	t_1	61,6	74,4	96,6	76,6	53,4	97,2	88,4	82,4	94,7	72,8	40,7	57,8	79	92,4	71,5	53,2	54,5	73,3	65,9	39,1	85,6
B1+	t_{+1}	59,8	56	95,7	77,8	68,2	54,4	67	71,9	93,8	73,1	43	55	56	85,6	53,5	67	77,5	84,9	53,5	46,1	75,5
	t_{+2}	63,7	59,3	96	64,7	73,3	44,6	59,3	78,9	92,1	71,3	47,5	96,5	51,2	76,9	42,1	68,2	85,1	74,7	47,4	45,6	68,8
	t_{+3}	62,6	59,6	93	65,4	81,9	65,8	31,7	52,3	94,3	64,6	59,5	33,6	63,8	75,5	36,4	77,5	82,2	79,4	48,7	53,1	88,4

Tablo 5.8.Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansını yansıtan veri seti (gerçek değerler)(Devamı)

B2.	t₃	33	47	65,5	52,4	79,3	77	55,3	69,5	52,9	32,5	73	34,8	64,5	25,3	15,5	49,9	66	55,8	63,6	42,6	19,3
	t₂	32,4	45,4	60,7	52,2	75	68,1	43,6	52,1	67,4	30,4	26,6	41,2	56,8	43,5	17,8	55,6	73,3	50,9	69	38,1	25,7
	t₁	28,3	26,7	32	46,9	73	77,2	38,9	57,7	60	27,2	24,2	50,6	44,4	19,3	25,5	15,1	78,2	61,7	70,1	40,2	22,4
B2₊	t_{t+1}	45,6	22,9	57,1	41	75,9	93,9	33,5	51,7	61,4	30,1	22,4	30,3	40,5	22,4	43,4	15,5	70,4	55,7	54,8	45,5	16,3
	t_{t+2}	38,6	22,5	57,4	59,5	71,3	94,7	35,7	52,3	62	31	14,3	35,7	38,4	18,1	49,2	9,06	63,9	55,4	50,7	42,9	18,4
	t_{t+3}	37,6	27,6	62,8	58,6	65,6	91,2	33,1	48,8	51,6	29,4	16,3	35,7	30,8	16,3	39,3	5,71	54,9	47,5	44,1	41	15,9
F1.	t₃	5,87	6,77	4,66	3,71	10,8	1,42	7,06	2,79	12,4	3,05	5,31	10	4,55	4,2	0,03	1,07	4,87	7,74	147	1,89	4,85
	t₂	3,6	6,94	4,39	3,71	9,81	2	2,44	2,21	11,3	2,81	8,21	9,17	4,76	4,8	0,36	1,25	4,12	6,6	98,9	2,18	4,42
	t₁	3,87	7,12	4,95	3,02	7,39	5,93	2,76	2,2	10,3	2,28	5,64	8,87	4,09	4,85	0,67	5,06	3,45	6,99	101	2,63	4,13
F1₊	t_{t+1}	5,05	6,52	5,38	2,72	9,97	13,1	8,25	2,16	9,43	1,39	6,47	10,5	3,94	4,13	0,42	3,08	5,51	8,26	108	2,44	3,21
	t_{t+2}	4,5	5,64	6	3,15	10,7	12,8	4,58	2,22	9,83	1,51	6,95	11,3	4,61	3,85	0,5	2,83	6,57	8,01	78,1	2,56	4,03
	t_{t+3}	4,55	6,32	6,37	4,54	10,3	53	6,35	1,96	8,85	1,66	6,47	10,1	3,46	3,21	0,15	2,12	5,75	8,03	91,1	2,4	3,55
F2.	t₃	3,44	11,1	5,87	2,82	78,3	4,53	7,77	1,93	21,7	3,27	106	4,82	5,44	4,05	29,2	5,25	2,55	3,88	12,2	4,23	4,27
	t₂	2,73	5,84	4,97	2,65	36	2,69	5,87	1,4	23	3,58	149	4,68	4,75	4,33	89,5	4,63	2,5	4,7	8,25	4,26	4,04
	t₁	2,59	3,33	4,28	3,2	7,11	2,66	5,17	2,3	25,2	3,09	111	4	4,77	4,27	1872	10,2	2,25	4,73	4,95	3,4	3,97
F2₊	t_{t+1}	3,01	3,75	3,22	3,29	5,92	5,47	14,7	2,35	22,7	3,42	116	3,75	3,36	3,97	56,4	4,28	2,55	4,81	3,18	3,03	4,06
	t_{t+2}	2,92	3,62	3,45	3,42	5,91	5,39	7,5	2,39	29,1	4,72	28,4	4,28	4,1	4,26	429	4,94	2,32	3,96	3,71	2,7	3,56
	t_{t+3}	3	3,98	2,78	2,51	5,96	5,13	5,74	2,21	26,4	6	146	4,75	2,73	4,06	10,7	4,33	2,07	3,81	5,92	3,33	3,91
F3.	t₃	1,21	0,71	1,28	0,84	0,76	0,18	1,49	0,8	1,46	0,9	0,77	0,83	1,12	1,21	0,02	0,95	0,49	1	0,58	0,64	1,53
	t₂	1,03	0,62	1,22	0,86	0,89	0,21	0,72	0,5	1,38	0,87	1,04	0,63	1,35	1,36	0,33	0,91	0,46	1,11	0,59	0,57	1,4
	t₁	1,02	0,71	1,23	0,71	0,77	0,31	0,85	0,65	1,36	0,8	0,92	0,54	1,45	1,53	0,36	1,6	0,46	1,01	0,57	0,59	1,18
F3₊	t_{t+1}	1,01	0,91	0,81	0,78	0,73	0,1	1,81	0,63	1,48	0,75	1,17	0,8	1,12	1,18	0,23	1,05	0,65	1,11	0,51	0,49	1,11
	t_{t+2}	1,02	1,1	0,97	0,74	0,79	0,07	0,97	0,6	1,68	0,89	1,13	0,87	1,53	1,2	0,19	1,03	0,66	0,95	0,49	0,51	1
	t_{t+3}	1,09	1,1	1,02	0,64	0,9	0,06	1,04	0,54	1,72	1,05	1,43	0,91	0,97	1,11	0,11	0,93	0,63	0,8	0,52	0,53	1,03
L1.	t₃	1,46	0,85	1,62	1,98	0,92	0,77	1,84	2,23	0,86	1,22	1,35	1,25	2,01	1,13	1,02	1,67	2,06	1,67	2,16	3,25	1,04
	t₂	1,34	0,67	1,55	2,05	1,31	0,74	0,8	1,23	1,55	1,09	1,34	1,19	1,63	1,16	3,14	1,95	2,66	1,77	2,33	2,5	1,02
	t₁	1,48	0,49	0,8	1,38	1,18	0,51	0,64	1,52	0,93	1,16	1,02	1,92	1,42	1,04	1,39	1,25	3,09	1,61	2,7	2,19	0,96
L1₊	t_{t+1}	2,03	0,84	1,1	1,25	1,41	6,87	0,89	1,37	0,82	1,36	1,02	1,98	1,8	0,96	1,57	0,9	1,44	1,3	1,4	1,97	1,07
	t_{t+2}	1,71	1,07	1,17	1,35	1,06	9,38	1,26	1,3	0,8	1,29	0,84	1,17	1,86	1,06	1,92	0,88	1,18	1,43	1,81	2,26	1,12
	t_{t+3}	1,71	0,8	1,38	1,47	1	2,7	2,02	1,8	0,66	1,4	0,62	3,1	1,31	1,07	1,69	0,75	1,09	1,26	1,53	1,66	0,88
L2.	t₃	0,98	0,59	1	1,17	0,66	0,42	1,09	1,37	0,25	0,48	0,93	1,04	1,03	0,72	0,06	0,66	1,45	1,07	1,89	1,65	0,7
	t₂	0,9	0,4	0,75	1,21	0,71	0,55	0,21	0,55	0,92	0,44	0,92	1,03	0,93	0,77	0,22	0,77	1,93	1,12	2,3	1,52	0,67
	t₁	1,01	0,34	0,44	0,62	0,71	0,44	0,17	0,75	0,64	0,54	0,56	1,68	0,73	0,7	0,16	0,71	2,22	1,08	2,67	1,3	0,6
L2₊	t_{t+1}	1,56	0,46	0,63	0,55	1,08	6,67	0,32	0,8	0,46	0,69	0,6	1,77	1,16	0,6	0,48	0,48	1,09	0,93	1,26	1,29	0,69
	t_{t+2}	1,23	0,61	0,73	0,74	0,77	8,48	0,37	0,81	0,43	0,57	0,48	1,03	1,2	0,68	0,87	0,44	1	1,12	1,62	1,64	0,78
	t_{t+3}	1,28	0,47	0,98	0,99	0,79	2,55	0,92	1,1	0,29	0,63	0,28	2,71	0,92	0,69	0,86	0,32	0,88	0,99	1,37	0,99	0,59

Tablo 5.9.Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansını yansıtan veri seti (standartlaştırılarak aritmetik ortalaması alınmış değerler)

SIRA NO	Birleşme Durumu	K1		K2		K3		K4		B1		B2		F1		F2		F3		L1		L2	
		ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.	ORT.
1	ARCLK	0,720	0,727	0,446	0,482	0,496	0,567	0,697	0,732	0,529	0,453	0,287	0,392	0,030	0,032	0,001	0,001	0,596	0,570	0,105	0,149	0,107	0,154
2	EMNIS	0,601	0,502	0,308	0,291	0,272	0,160	0,548	0,401	0,525	0,399	0,382	0,210	0,047	0,042	0,003	0,001	0,369	0,568	0,020	0,046	0,046	0,054
3	KENT	0,716	0,581	0,439	0,415	0,483	0,431	0,670	0,653	0,895	0,935	0,528	0,600	0,032	0,040	0,002	0,001	0,683	0,510	0,094	0,082	0,080	0,086
4	BRKO	0,627	0,662	0,377	0,383	0,376	0,375	0,624	0,626	0,487	0,559	0,503	0,532	0,023	0,023	0,001	0,001	0,438	0,391	0,148	0,097	0,112	0,083
5	PINSU	0,832	0,607	0,544	0,436	0,644	0,460	0,724	0,662	0,519	0,635	0,787	0,733	0,063	0,070	0,021	0,002	0,439	0,439	0,073	0,075	0,075	0,097
6	TEKTU	0,756	0,977	0,220	0,600	0,345	0,463	0,625	0,662	0,953	0,349	0,769	0,984	0,021	0,179	0,001	0,002	0,119	0,032	0,021	0,655	0,049	0,694
7	KARSN	0,538	0,640	0,294	0,381	0,233	0,336	0,478	0,581	0,717	0,316	0,452	0,319	0,028	0,043	0,003	0,004	0,559	0,700	0,068	0,101	0,051	0,057
8	DEVA	0,544	0,717	0,385	0,454	0,467	0,475	0,659	0,674	0,829	0,537	0,608	0,508	0,016	0,014	0,000	0,000	0,352	0,318	0,132	0,112	0,099	0,100
9	CRFSA	0,657	0,642	0,475	0,401	0,595	0,369	0,720	0,626	0,943	0,913	0,611	0,592	0,077	0,064	0,012	0,013	0,771	0,898	0,070	0,030	0,065	0,040
10	YATAS	0,699	0,718	0,415	0,430	0,424	0,458	0,647	0,672	0,740	0,565	0,273	0,275	0,018	0,010	0,001	0,002	0,467	0,490	0,075	0,097	0,051	0,068
11	MGROS	0,686	0,683	0,444	0,407	0,477	0,402	0,675	0,610	0,338	0,277	0,400	0,134	0,043	0,045	0,064	0,051	0,497	0,683	0,084	0,038	0,088	0,047
12	ULKER	0,694	0,741	0,487	0,491	0,517	0,563	0,702	0,746	0,568	0,448	0,410	0,317	0,063	0,072	0,002	0,002	0,361	0,469	0,108	0,179	0,141	0,211
13	BRISA	0,715	0,793	0,474	0,526	0,582	0,671	0,719	0,808	0,633	0,380	0,557	0,347	0,030	0,027	0,002	0,001	0,719	0,663	0,135	0,131	0,099	0,123
14	VESTL	0,698	0,692	0,427	0,422	0,450	0,438	0,670	0,661	0,813	0,707	0,266	0,149	0,031	0,025	0,002	0,001	0,752	0,639	0,070	0,061	0,080	0,071
15	KUYAS	0,467	0,824	0,627	0,427	0,450	0,437	0,683	0,655	0,428	0,189	0,156	0,430	0,002	0,002	0,354	0,088	0,121	0,088	0,153	0,139	0,010	0,080
16	DGKLB	0,785	0,681	0,503	0,351	0,638	0,292	0,818	0,295	0,721	0,583	0,387	0,049	0,017	0,018	0,003	0,002	0,633	0,549	0,127	0,040	0,078	0,042
17	ASLAN	0,788	0,960	0,553	0,632	0,562	0,721	0,697	0,759	0,254	0,740	0,751	0,645	0,028	0,040	0,001	0,000	0,251	0,350	0,238	0,084	0,215	0,110
18	AKSA	0,730	0,800	0,489	0,500	0,583	0,595	0,720	0,726	0,500	0,712	0,567	0,530	0,048	0,055	0,002	0,001	0,570	0,521	0,134	0,094	0,122	0,113
19	TCELL	0,832	0,870	0,596	0,549	0,648	0,571	0,732	0,716	0,512	0,275	0,695	0,496	0,787	0,628	0,004	0,002	0,313	0,272	0,214	0,123	0,264	0,161
20	ASELS	0,812	0,816	0,555	0,602	0,603	0,631	0,757	0,765	0,072	0,252	0,389	0,421	0,015	0,017	0,001	0,001	0,324	0,274	0,243	0,166	0,170	0,148
21	VESTL	0,664	0,699	0,408	0,430	0,402	0,456	0,618	0,684	0,826	0,681	0,188	0,126	0,030	0,024	0,001	0,001	0,754	0,574	0,058	0,060	0,071	0,074

5.6.1.2 Varsayım ve hipotezler

Rekabetin yoğun olduğu küresel pazardaki mevcut payını genişletmek, faaliyet alanını büyütmek, karlılığı ve işletme değerini maksimize etmek, sinerji oluşturma fikri ile daha güçlü bir finansal alt yapı oluşturmak ve ölçek ekonomisinden faydalanarak yüksek düzeyde değer yaratmak gibi ortak ve temel amaçlardan hareketle birçok işletme birleşme yoluna gitmektedir. Özellikle, ekonomisi gelişmekte olan ülkelerde küreselleşmenin de etkisiyle büyümeyi hedef haline getirmiş işletmeler, yeni pazarlara açılarak veya mevcut pazardaki payını arttırarak karlılığı maksimum düzeye çıkarmak, mali yapıda güç kazanmak, faaliyetlerde verimliliği ve etkinliği arttırmak, nakit yaratma potansiyelini geliştirmek amacıyla birleşme yolunu tercih etmektedirler.

Bu düşünceden hareketle, birleşmelerin işletmelerin finansal performansına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu varsayımdan yola çıkarak oluşturulan ana hipotez ve alt hipotezler aşağıdaki gibidir:

Ana hipotez:

H₁= Birleşme sonrası finansal performans ile birleşme öncesi finansal performans arasında farklılık vardır.

Alt hipotezler:

- ***Karlılık oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{K1}= Birleşme sonrası “Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar” oranları ile birleşme öncesi “Esas Faaliyet Karı / Net satışlar” oranları arasında farklılık vardır.

H_{K2}= Birleşme sonrası “Net Kar / Net Satışlar” oranları ile birleşme öncesi “Net Kar / Net Satışlar” oranları arasında farklılık vardır.

H_{K3}= Birleşme sonrası “Net Kar / Aktif Toplamı” oranları ile birleşme öncesi “Net Kar / Aktif Toplamı” oranları arasında farklılık vardır.

H_{K4}= Birleşme sonrası “Net Kar / Özsermaye” oranları ile birleşme öncesi “Net Kar / Özsermaye” oranları arasında farklılık vardır.

- ***Borçlanma oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{B1} = Birleşme sonrası “Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç” oranları ile birleşme öncesi “Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç” oranları arasında farklılık vardır.

H_{B2} = Birleşme sonrası “Özsermaye / Aktif Toplamı” oranları ile birleşme öncesi “Özsermaye / Aktif Toplamı” oranları arasında farklılık vardır.

- ***Faaliyet oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{F1} = Birleşme sonrası “Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar” oranları ile birleşme öncesi “Özsermaye / Aktif Toplamı” oranları arasında farklılık vardır.

H_{F2} = Birleşme sonrası “Ortalama Satışlar / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar” oranları ile birleşme öncesi “Ortalama Satışlar / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar” oranları arasında farklılık vardır.

H_{F3} = Birleşme sonrası “Ortalama Satışlar / Aktif Toplamı” oranları ile birleşme öncesi “Ortalama Satışlar / Aktif Toplamı” oranları arasında farklılık vardır.

- ***Likidite oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{L1} = Birleşme sonrası “Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranları ile birleşme öncesi “Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranları arasında farklılık vardır.

H_{L2} = Birleşme sonrası “Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranları ile birleşme öncesi “Dönen Varlıklar - Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranları arasında farklılık vardır.

5.6.1.3 Verilerin test edilmesi

Çalışmada, analize konu ana hipotez ve alt hipotezlerin test edilmesine ilişkin verilerin hangi test tekniği ile test edileceğine dair parametrik testlerin temel varsayımları incelenmiş ve veri setini oluşturan her bir değişkene (finansal oran) ait veriler, bu temel varsayımlar çerçevesinde sınanmıştır. Parametrik testlerin temel varsayımları şunlardır (Büyüköztürk, 2002,139-160; Altunışık vd., 2007, 169-190):

- Veri setlerinin normal dağılım göstermesi,
- Varyansların homojen dağılım göstermesi,
- Örneklem içerisindeki gözlem sayısının 30’dan az olmaması.

Temel varsayımların sınanması kapsamında ilk olarak, veri setini oluşturan her bir değişkene ait verilerin normal dağılım göstermesi durumu, normallik ölçümlerinde güçlü bir test olan ve yaygın olarak kullanılan Shapiro-Wilk ile test edilmiştir. Daha sonra, ikinci varsayımın sınanması amacıyla Levene Testi kullanılmış ve verilerin varyanslarının homojen dağılım göstermesi durumu test edilmiştir. Son olarak üçüncü varsayım dahilinde, örneklem içerisindeki gözlem sayısı da göz önünde bulundurularak değişkenlerin temel varsayımlara uygunluğu tespit edilmiştir. Araştırmadaki her bir değişkene ait verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumu aşağıdaki tabloda verilmiştir⁵:

Tablo 5.10. Araştırmadaki her bir değişkene ait verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumu

DEĞİŞKENLER (FİNANSAL ORANLAR)	TEMEL VARSAYIMLAR		
	Veriler Normal Dağılıyor (Shapiro-Wilk Testi)	Veriler Homojen Dağılıyor (Levene Testi)	Gözlem Sayısı Büyük (n>30)
K1	√	√	X
K2	√	√	X
K3	√	√	X
K4	X	√	X
B1	√	√	X
B2	√	X	X
F1	X	√	X
F2	X	√	X
F3	√	√	X
L1	X	√	X
L2	X	√	X

“√” işareti, ilgili temel varsayımı karşılıyor anlamındadır.

“X” işareti, ilgili temel varsayımı karşılamıyor anlamındadır.

Tablo 5.7. incelendiğinde, K1, K2, K3, B1, B2 ve F3 değişkenlerinin normal dağılım gösterdiği; benzer şekilde, K1, K2, K3, K4, B1, F1, F2, F3, L1 ve L2 değişkenlerinin de varyanslarının homojen dağılım gösterdiği görülmektedir. Her ne kadar bazı değişkenler normal dağılım gösterse de ya da varyansları homojen dağılsa da değişkenlerin tümüne ait gözlem sayısının 30’dan küçük olması ve dolayısıyla varsayımların bütünüyle karşılanamaması gerekçesiyle değişkenlerin tamamı için

⁵Shapiro-Wilk ve Levene testi sonuçları ekte verilmiştir.

parametrik olmayan testlerin kullanılmasının çalışma için daha güvenli ve faydalı olacağı düşünülmektedir.

Bu aşamada, araştırmanın bu kısmında yalnızca devralan şirketlere ait veriler ele alınarak birleşme öncesi ve sonrası finansal performans arasındaki farklılaşmanın anlamlılık derecesi ölçüleceğinden araştırma yapısına en uygun testler araştırılmıştır. Bunun sonucunda, birbiriyle ilişkili iki durum arasındaki farklılaşmanın istatistiksel olarak anlamlılığını ölçen testin “Eşleştirilmiş Örneklem T Testi” (Paired-Samples T-Test) olduğu görülmüştür. Ancak bu testin, parametrik yapıdaki verileri ölçen bir test olmasından dolayı, bu testin parametrik olmayan karşılığı olarak kabul edilen “Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi” (Wilcoxon Signed- Ranks Test) kullanılmasına karar verilmiştir.

Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi, örneklem sayısının küçük olması durumunda ve eşleştirilmiş verilerin farklarının dağılımı için normallik varsayımı sağlanamadığında kullanılmaktadır (Büyüköztürk, 2002, s.139; Gürsakal, 2002, s.162). Bu test aynı zamanda, eşleştirilmiş veriler arasında özellikle öncesi-sonrası ilişkisinin istatistiksel olarak test edilmesinde sıkça başvurulanan bir test tekniği olarak da karşımıza çıkmaktadır.

Araştırma kapsamındaki veri seti, Microsoft Office Excel 2007 Paket programında derlenerek oluşturulmuş ve veriler, SPSS 16.0 İstatistik Paket Programı’nda test edilmiştir. Test sonuçları, %90 ve %95 güven aralığında, $p < 0,10$ ve $p < 0,05$ anlamlılık düzeylerinde tanımlayıcı istatistiksel yöntemlerden de yararlanılarak (aritmetik ortalama ve medyan değerleri) incelemeye alınmıştır.

Test sonuçlarının yorumlanması aşamasında, özellikle gerçek değerler üzerine yapılan yorumlarda, negatif değerlerin de yer aldığı durumlarda (karlılık oranları) medyan değerlerinden; negatif değerlerin yer almadığı durumlarda ise (borçlanma, faaliyet ve likidite oranları) aritmetik ortalama değerlerinden faydalanılmıştır.

5.6.1.4 Test sonuçları ve sonuçların yorumlanması

Çalışmanın birinci kısmına ait tanımlayıcı istatistiksel bilgiler ve test sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır (Tablodaki aritmetik ortalama ve medyan değerleri, gerçek değerler üzerinden hesaplanmıştır):⁶

Tablo 5.11. Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performanslarının karşılaştırılmasına yönelik tanımlayıcı istatistiksel bilgiler ve test sonuçları

Sıra No	Değişkenler (Finansal Oranlar)	Medyan	Aritmetik Ortalama	Gözlem Sayısı (n)	Test Sonucu (Z)	Test Sonucu (p)
1	K1 ₋	6,28	-	21	-1,477	,140
	K1 ₊	6,32	-			
2	K2 ₋	2,38	-	21	-,191	,848
	K2 ₊	1,74	-			
3	K3 ₋	2,31	-	21	-,156	,876
	K3 ₊	1,59	-			
4	K4 ₋	5,26	-	21	-,087	,931
	K4 ₊	4,18	-			
5	B1 ₋	74,40	72,70	21	-1,929	,054*
	B1 ₊	65,77	66,54			
6	B2 ₋	49,85	47,93	21	-1,755	,079**
	B2 ₊	41,00	42,93			
7	F1 ₋	4,66	10,19	21	-,539	,590
	F1 ₊	5,38	10,32			
8	F2 ₋	4,63	44,07	21	-1,651	,099**
	F2 ₊	3,98	17,27			
9	F3 ₋	0,85	0,88	21	-,336	,737
	F3 ₊	0,91	0,87			
10	L1 ₋	1,35	1,49	21	-1,234	,217
	L1 ₊	1,30	1,57			
11	L2 ₋	0,75	0,89	21	-,017	,986
	L2 ₊	0,81	1,11			

* p<0,05 ve ** p<0,10 düzeyde anlamlıdır.

5.6.1.4.1 Karlılık

Devralan şirketlerde birleşme öncesi ve sonrasına ait karlılık durumu; Esas Faaliyet Kar Marjı, Net Kar Marjı, Aktif Karlılık ve Özsermaye Karlılığı (sırasıyla K1, K2, K3 ve K4 oranları) olmak üzere dört ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası döneme ait karlılık oranları incelendiğinde, birleşme sonrası esas faaliyet kar marjlarının birleşme öncesine göre genel itibariyle artış gösterdiği Tablo 5.5.'de görülmektedir. Aynı orana ait

⁶Karlılık oranlarına ait aritmetik ortalama değerleri negatif değerlerden dolayı hesaplanamamıştır.

Tablo5.8.’deki medyan değerlerine bakıldığında, bu değerlerde de her ne kadar artış görölse de birleşme öncesi ve sonrasına ait değerler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farka ulaşılamamıştır ($p>0,10$). Bu nedenle, karlılık oranlarıyla ilgili oluşturulan “Birleşme sonrası Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar oranları ile birleşme öncesi Esas Faaliyet Karı / Net satışlar oranları arasında farklılık vardır” hipotezi reddedilmiştir.

Öte yandan, diğer karlılık oranları incelendiğinde, esas faaliyet kar marjındaki durumdan farklı olarak net kar marjında, aktif karlılıkta ve özsermaye kar marjında birleşme öncesi döneme göre sonrası dönemde azalış eğilimi görülmektedir. Bu azalış eğilimleri, oranların medyan değerlerine bakıldığında da açıkça gözlenmektedir. Ancak test sonuçlarına göre bu azalış eğilimlerinin de istatistiksel olarak anlamlılığı bulunmamaktadır ($p>0,10$). Bu nedenle, karlılık oranlarıyla ilgili oluşturulan aşağıdaki hipotezler de reddedilmektedir.

- “Birleşme sonrası Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar oranları ile birleşme öncesi Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar oranları arasında farklılık vardır” RED
- “Birleşme sonrası Net Kar / Net Satışlar oranları ile birleşme öncesi Net Kar / Net Satışlar oranları arasında farklılık vardır” RED
- “Birleşme sonrası Net Kar / Aktif Toplamı oranları ile birleşme öncesi Net Kar / Aktif Toplamı oranları arasında farklılık vardır” RED
- “Birleşme sonrası Net Kar / Özsermaye oranları ile birleşme öncesi Net Kar / Özsermaye oranları arasında farklılık vardır” RED

Karlılık oranlarına dair sonuçlar her ne kadar istatistiksel açıdan anlamlı çıkmasa da esas faaliyet kar marjında araştırma kapsamında bulunan diğer karlılık oranlarının aksine birleşme sonrasında birleşme öncesine göre az da olsa artışın olduğu göze çarpmaktadır. Bu durum şu şekilde açıklanabilir: Şirketlerin birleşme sonrasında satış hacminde artış ya da satış maliyetlerinde düşüş yaşanmış olabilir. Dolayısıyla bu ihtimaller esas faaliyet kar marjını arttırmaktadır. Ancak, birleşme sonrasında faaliyet ve finansman giderlerinde ekstra bir oranda artış yaşanması net karı doğrudan olumsuz etkileyeceğinden net kar marjının düşmesine neden olacaktır. Birleşmeyle birlikte birleşen tarafların borç yükünün de artış gösterebileceği düşünüldüğünde finansman

giderlerinin de artış göstermesi kaçınılmazdır. Ayrıca, şirketler birleşme ile faaliyet hacmini genişlettiğinde de faaliyet giderleri artmaktadır.

Birleşme sonucunda şirketlerin varlık toplamı büyümektedir. Dolayısıyla bu durum, birleşme sonrası aktif ve özsermaye karlılığını da doğrudan etkilemektedir. Oransal açıdan düşünüldüğünde, birleşme sonrasında şirketlerin aktif büyüklüğündeki artış net kardaki artıştan fazla olduğunda karlılıktaki artışa rağmen aktif kar marjında azalış olacağı açıktır. Benzer şekilde, birleşme sonrasında ciddi oranda büyüyen özsermayeye karşı net karın aynı oranda büyümemesi özsermaye karlılığında da azalışa sebep olacaktır.

Birleşme sonrasında esas faaliyet kar marjında düşük de olsa olumlu yönde bir değişime rağmen diğer kar marjlarında yine düşük fakat aksi yönde bir değişimin gerçekleşmesi ayrı bir araştırma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Devralan şirketlerde birleşme sonrası karlılık değerlerinde birleşme öncesine göre farklılıklar gözlense de bu farklılıkların çok düşük seviyelerde olmasından dolayı değerler üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir bulgu elde edilememiştir. Bu nedenle karlılık oranları ile oluşturulan tüm alt hipotezlerin reddedildiği görülmektedir.

Analizde birleşme öncesi ve sonrası karlılık oranları üzerinde anlamlı bir sonuca ulaşılamaması, birleşmelerin kar marjları üzerinde önemli bir etkisi olmadığını ifade etmektedir. Bu konu ile ilgili benzer sonuçlar Nuray Sezer'in çalışmasında da karşımıza çıkmaktadır. Sezer, çalışmasında, devralan şirketlerde birleşme sonrası finansal performansın belirlenmesinde, aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) ile brüt kar marjı (GPM) açısından ölçmüştür. Ölçüm sonuçlarına göre, ilgili dönemlerde şirketlerin %50'den fazlasında birleşme öncesine göre birleşme sonrası karlılık değerlerinde çok düşük düzeylerde de olsa artış gerçekleştiği fakat bu artışın istatistiksel olarak anlamlı bulunmadığı görülmüştür. Bu durumda, şirketlerin genel durumu incelendiğinde birleşmenin karlılığı olumlu bir şekilde etkilediği ancak bu etkinin çok küçük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Her ne kadar kar marjlarını ölçme konusunda detaylı ve kapsamlı bir çalışma yapılmış olsa da kar marjlarındaki değişimin ciddi farklar yaratmadığı bulgusu, birleşme sonrası üretim hacminde ve satış miktarında artış veya azalış olup olmadığını göstermemektedir. Bununla birlikte, işletmelerin nihai amaçlarından birisi her ne kadar

maliyetleri düşürüp satış hacmini yükselterek kar marjlarını arttırmak da olsa buna ulaşamadığında kar miktarlarını arttırmak da işletmeler için özellikle kriz dönemlerinde tatmin edici önemli bir unsurdur.

5.6.1.4.2 Borçlanma

Devralan şirketlerde birleşme öncesi ve sonrasına ait borçlanma durumu (mali yapı); Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç ile Özsermaye / Aktif Toplamı (sırasıyla B1 ve B2 oranları) olmak üzere iki ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç değerleri yıllar itibariyle incelendiğinde genel olarak kısa vadeli borçların toplam borç içindeki payının azalma seyrinde olduğu Tablo 5.5.'te görülmektedir. Özellikle birleşmeye yakın olan t_{-1} ve t_{+1} yıllarına ait değerler kıyaslandığında 21 adet şirketin 13'ünde kısa vadeli borçların toplam borç içindeki oranının ciddi düzeyde azalış gösterdiği göze çarpmaktadır. Aynı oranın Tablo 5.8.'deki medyan ve aritmetik ortalama değerlerine bakıldığında da benzer sonuçlarla karşılaşılmaktadır. Birleşme sonrası medyan değeri birleşme öncesine göre 8,63 azalarak 65,77' ye gerilemiştir. Aynı şekilde, birleşme sonrası aritmetik ortalama değeri de 6,16 azalarak 66,54'e gerilemiştir. **Birleşme sonrasında Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranındaki bu ciddi farklılaşma seviyesi test sonuçlarına da yansımış ve sonuç istatistikî açıdan anlamlı bulunmuştur ($p<0,05$). Bu durumda borçlanma oranlarıyla ilgili oluşturulan “Birleşme sonrası Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranları ile birleşme öncesi Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranları arasında farklılık vardır” hipotezi kabul edilmektedir.**

Tablo 5.5.'te devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası yıllara ait Özsermaye / Aktif değerlerine bakıldığında ise, bu değerlerde de genel olarak bir azalış eğilimi söz konusudur. Burada da özellikle birleşmeye yakın olan t_{-1} ve t_{+1} yıllarına ait değerlerini karşılaştırdığımızda 21 adet şirketin 11'inde azalış gerçekleştiği görülmektedir. Bu azalış eğilimi Tablo 5.8.'deki medyan ve aritmetik ortalama değerlerinde de açıkça görülmektedir. Öyle ki birleşme sonrası medyan değeri birleşme öncesine göre 8,85 azalarak 41'e; aritmetik ortalama değeri de 5 azalarak 42,93'e gerilemiştir. **Test sonuçlarına göre birleşme sonrasında Özsermaye / Aktif**

oranındaki azalmanın da istatistiksel açıdan anlamlı sonuç verdiği tespit edilmiştir ($p<0,10$). Bu durumda borçlanma oranlarıyla ilgili oluşturulan “Birleşme sonrası Özsermaye / Aktif Toplamı oranları ile birleşme öncesi Özsermaye / Aktif Toplamı oranları arasında farklılık vardır” hipotezi kabul edilmektedir.

Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası finansal performansının analizinde şirketlerin borçlanma oranlarında farklılaşma gözlemlendiği ve bu farklılaşmanın Tablo 5.8.’de de görüldüğü üzere istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. **Bu durumda, devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası değerleri üzerinde borçlanma oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan tüm alt hipotezlerin kabul edildiği görülmektedir.**

Birleşme sonrasında devralan şirketlere ait her iki borçlanma oranından anlamlı sonuçlar elde edilmesi; birleşmenin şirketlerin mali yapılarını doğrudan etkilediğinin bir göstergesidir. Şirketlerin birleşme nedenleri de göz önüne alındığında birleşmeyle birlikte oluşacak sinerji ile mali yapının güçlendirilmesi isteği, uzun vadeli yatırımlara yönelimlerde finansman ihtiyacını karşılama düşüncesi gibi etkenler birleşme sonrasında borçlanma oranlarındaki bu anlamlı değişimin de destekleyicileridir.

Test sonuçlarına göre; devralan şirketlerin birleşme sonrasında kısa vadeli borçlarının toplam borçlar içindeki payının azaldığı görülmektedir. Bu durum, birleşmeyle birlikte devralan şirketlerin uzun vadeli borçlanma yapısına ağırlık verdiğinin bir göstergesi olabilir. Ancak bununla birlikte, birleşme sonrasında uzun vadeli borçlanma giderlerinin artış göstereceği de bilinmelidir.

Diğer yandan şirketler, birleşme sayesinde kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payını azaltarak nakit yaratma gücünde artış sağlama imkanı yaratabilirler. Ancak bilindiği üzere bunun gerçekleşmesi için, şirketlerin likit varlıklarında da birleşme sonrasında olumlu yönde değişim gerçekleşmiş olmalıdır. Bu durumda, kısa vadeli borç / toplam borç oranından elde edilen sonuçların likidite oranlarına ait sonuçlarla mukayese edilmesi daha sağlıklı fikirler elde edilmesini sağlayacaktır.

Test sonuçlarından da anlaşılacağı üzere, birleşmeden sonra devralan şirketlerin toplam aktifler içerisindeki özsermaye paylarında da azalış gerçekleşmiştir. Her ne kadar birleşmeden sonra özsermayede artış gerçekleşmiş olsa bile bu artışın toplam borçlardaki artış kadar olmadığı açıktır. Toplam borçlardaki artışta ise büyük payı uzun

vadeli borçların aldığı Kısa Vadeli Borç / Toplam Aktif oranına ait test sonuçlarında açıkça görülmektedir.

Bunların sonucunda borçlanma oranlarıyla ilgili olarak, devralan şirketlerin birleşme sonrası kaynak yapısında ciddi ölçüde değişimler meydana geldiği; özsermayenin toplam kaynaklar içerisindeki payının daralmasına karşılık toplam borçlarının payının genişlediği bilgisine ulaşılmıştır. Bununla birlikte, toplam borçların yapısının da kendi içerisinde değişim gösterdiği, kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payının azalarak uzun vadeli borçların payının arttığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak; birleşme sayesinde devralan şirketlerin mali yapıda sinerji elde ettiği yargısına ulaşılabilir.

5.6.1.4.3 Faaliyet

Devralan şirketlerde birleşme öncesi ve sonrasına ait faaliyet durumu; Stok Devir Hızı, Alacak Devir Hızı ve Aktif Devir Hızı (sırasıyla F1, F2 ve F3 oranları) olmak üzere üç ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır.

Tablo 5.5.'deki gerçek değerlere bakıldığında, devralan şirketlerin özellikle birleşmeye yakın yıllarda, birleşme sonrasındaki stok devir hızlarının, düşüş eğiliminde olduğu görülse de Tablo 5.8.'deki medyan ve aritmetik ortalama değerlerinde artış olduğu gözlenmektedir. Bununla beraber, her iki tabloda da birleşme sonrası değerlerde birleşme öncesine göre ciddi farklılaşma meydana gelmediği açıktır. Bu bağlamda, Tablo 5.8.'deki istatistiksel bulgular da göz önüne alındığında bu farklılaşmanın anlamlı düzeyde olmadığı göze çarpmaktadır ($p>0,10$). Bu nedenle faaliyet oranlarıyla ilgili oluşturulan “Birleşme sonrası Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar oranları ile birleşme öncesi Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar oranları arasında farklılık vardır” hipotezi reddedilmektedir.

Faaliyet oranlarından bir diğeri olan alacak devir hızına ait Tablo5.5.'deki değerler incelendiğinde; her ne kadar birleşmeye yakın olan t_{-1} ve t_{+1} yıllarında 12 adet devralan şirketin değerlerinde artış görülse de değerlerin genel olarak yıllar itibarıyla düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu düşüş benzer doğrultuda Tablo5.8.'deki orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinde de bariz bir şekilde görülmektedir. Özellikle aritmetik ortalama değerinde 44,07 olan değer 17,27 azalarak 26,80 değerini

almıştır. Medyan değerinde ise 4,63 olan değer 3,98 azalarak 0,65 olmuştur. **Bu ciddi farklılaşma durumu bulgulara da yansımış ve sonuçlar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur ($p<0,10$). Bu nedenle faaliyet oranlarıyla ilgili oluşturulan “Birleşme sonrası Satışlar / Ortalama Kısa Vadeli Ticari Alacaklar oranları ile birleşme öncesi Satışlar / Ortalama Kısa Vadeli Ticari Alacaklar oranları arasında farklılık vardır” hipotezi kabul edilmektedir.**

Tablo5.5.’deki aktif devir hızına ait değerler incelendiğinde; birleşme sonrası değerlerin genel olarak birleşme öncesine göre yıllar itibariyle azalış eğiliminde olduğu söylenebilir. Tablo5.8.incelendiğinde ise; benzer şekilde aritmetik ortalama değerinde de çok küçük miktarda azalış meydana gelse de medyan değerinde düşük miktarda artış olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, aktif devir hızına ait birleşme öncesi ve sonrası değerler arasındaki bu düşük düzeydeki farklılaşma üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır ($p>0,10$). Bu nedenle faaliyet oranlarıyla ilgili oluşturulan “Birleşme sonrası Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı oranları ile birleşme öncesi Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı oranları arasında farklılık vardır” hipotezi reddedilmektedir.

Faaliyet oranlarına ait istatistikî bulgular genel olarak değerlendirildiğinde oranlardan yalnızca alacak devir hızına ait sonuçların istatistiksel açıdan anlamlı bulunduğu tespit edilmiştir. Stok devir hızı ve aktif devir hızına ait sonuçlarda, birleşme öncesi ve sonrası değerler arasındaki farklılaşmanın çok düşük düzeyde olmasından ötürü istatistiksel açıdan anlamlılık bulunamamıştır. **Bu durumda, devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası değerleri üzerinde faaliyet oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan alt hipotezlerden F2 oranına ait alt hipotezin kabul edilirken, F1 ve F3 oranına ait alt hipotezlerin reddedildiği görülmektedir.**

Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait faaliyet oranları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bulguya ulaşılan alacak devir hızının birleşme sonrasında düşüş göstermesi, devralan şirketlerin birleşme sonrasında ticari alacaklarını daha geç sürede tahsil ettiğini ifade etmektedir. Ticari alacakların tahsil süresinin uzaması, devralan şirketlerin, müşterilerine vade esnekliği tanıma yoluyla özellikle kriz dönemlerinde satışlarında istikrarı sürdürme açısından fayda sağladığı söylenebilir. Öte yandan, istatistiksel açıdan üzerinde anlamlı bulgulara ulaşılan borçlanma oranları da göz önüne alındığında, birleşme sonrasında kısa vadeli borçların toplam borçlar içindeki payının azalış gösterdiği bilinmektedir. Bu durumda birleşme sonrası alacak tahsil

süresinin uzamasının devralan şirketlere likidite yaratma ve müşteriye ödeme kolaylığı konularında opsiyon sağladığı düşünülmektedir.

Faaliyet oranlarıyla ilgili yapılan test sonuçlarına göre, devralan şirketlerin stok devir hızı ile aktif devir hızlarına ait birleşme öncesi ve sonrası değerlerde dikkate değer farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Bu durum, birleşmenin, devralan şirketlerin stok devir hızları ve aktif devir hızları üzerinde ciddi düzeyde bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

Tablo 5.5.'de yer alan oranlara ait gerçek değerler incelendiğinde, stok devir hızına ait değerlerin, birleşme sonrasında her ne kadar ciddi düzeyde olmasa da özellikle birleşmeye yakın yıllarda genel itibariyle düşük seviyelerde azalış gösterdiği bilinmektedir. Bu durum birleşmenin hemen sonrasında şirketlerin birçoğunun stokları elde tutma süresinin uzadığının, satışlarının yavaşladığının, stokları nakde dönüştürme hızının yavaşladığının bir ifadesi olabilir. Ancak, stok devir hızının Tablo5.8.'deki medyan ve aritmetik ortalama değerlerinde düşük düzeyde de olsa artış olduğu görülmektedir. Bu durumda, devralan şirketlerin çoğunluğunda birleşme sonrasında stok devir hızı düşüş gösterse dahi bazı şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası değerleri arasındaki farklılaşmanın yüksek düzeyde olduğu, dolayısıyla bu değerlerin aritmetik ortalamada artışa sebebiyet verdiği söylenebilir. Bununla birlikte, stok devir hızına ait medyan değerinin de her ne kadar istatistiksel olarak anlamlı olmasa da birleşme sonrasında düşük düzeyde de olsa artış göstermesi, yukarıdaki yorumun aksine birleşmenin, devralan şirketlerin stokları elde tutma süresinin kısaldığının, satışlarını ve stokları nakde dönüştürme hızının arttığının bir göstergesi olduğu söylenebilir.

Devralan şirketlerin aktif devir hızına ait tablo 5.5.'teki gerçek değerleri ve tablo Tablo5.8.'deki aritmetik ortalama değerleri incelendiğinde, orana ait değerlerin her iki tabloda da çok düşük seviyelerde de olsa genel itibariyle azalış gösterdiği fakat bu azalışın istatistiksel açıdan bir karşılığı olmadığı bilinmektedir. Öte yandan, tablo 5.8.'deki medyan değerlerine bakıldığında; bu değerlerde birleşme öncesine göre birleşme sonrasında artış olduğu göze çarpmaktadır. Ancak buradaki artış seviyesi de çok düşük seviyededir. Elde edilen bu sonuçlar birleşmenin, devralan şirketlerin aktif devir hızları üzerinde ciddi düzeyde bir etki yaratmadığının kanıtı niteliğindedir. Ancak her ne kadar birleşmenin, devralan şirketlerin aktif devir hızında etkisi büyük olmasa da birleşme sonrasında bu oranın düşük seviyede de olsa artış göstermesi, bu artışın

devralan şirketlerin birleşme sonrasında net satışlarında artış olmasından ya da toplam varlıklarındaki artışın satışlardan daha az miktarda olmasından kaynaklandığı düşünülebilir. Öte yandan, birleşme ile devralan şirketlerin toplam varlıklarında artış gerçekleşmesi kaçınılmaz bir durumdur. Bu sebeple, birleşme sonrasında varlıkların artmasıyla birlikte varlıkların etkin kullanılabilmesi için satış miktarının da yeterince artış göstermesi gerekmektedir. Bu bağlamda, birleşen şirketlerin aktif devir hızlarına ait medyan değerlerindeki çok düşük seviyedeki artış varlıkların birleşme öncesine göre birleşme sonrasında etkin kullanıldığının kesin bir ifadesi olmamaktadır.

Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait faaliyet performansının analizinde benzer yöntemleri tercih eden Nuray Sezer, çalışmasında, faaliyet oranlarından aktif devir hızını kullanmış olup devralan şirketlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrası aktif devir hızlarında düşük düzeyde artış olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak Sezer'in çalışmasında da birleşme sonrasındaki bu artış, istatistiksel açıdan anlamlı bulunamamıştır ($p>0,10$).

Sonuç olarak bu çalışmada, faaliyet oranları arasında alacak devir hızına ait bulguların istatistiksel açıdan anlamlı çıkması, birleşmelerin devralan şirketlerin alacak devir hızı üzerinde dikkate değer bir etkisinin bulunduğunun bir göstergesidir. Diğer yandan, her ne kadar stok devir hızı ve aktif devir hızına ait bulgular istatistiksel açıdan anlamlı çıkmasa da birleşmenin bu oranlar üzerinde de az da olsa etkisinin bulunduğu, oranlara ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinden anlaşılmaktadır.

5.6.1.4.4 Likidite

Devralan şirketlerde birleşme öncesi ve sonrasına ait likidite durumu; Cari Oran ve Likit Oran (sırasıyla L1 ve L2 oranları) olmak üzere iki ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

Devralan şirketlerin cari oran değerlerine bakıldığında; tablo 5.5.'teki değerlerin yıllar itibariyle genel olarak düşüş seyrinde olduğu görülmektedir. Bu durum, orana ait tablo 5.8.'deki medyan değerinde de açıkça görülse de aritmetik ortalama değerinde aksi bir durum söz konusudur. Öte yandan, devralan şirketlerin birleşme sonrasındaki cari oranında meydana gelen bu değişimlerin istatistiksel açıdan bir anlamlılığı bulunmamaktadır ($p>0,10$). Bu nedenle likidite oranlarıyla ilgili oluşturulan "Birleşme sonrası Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar oranları ile birleşme öncesi Dönen

Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar oranları arasında farklılık vardır” hipotezi reddedilmektedir.

Devralan şirketlerin tablo 5.5.’teki likit oran değerleri incelendiğinde ise, her ne kadar şirketlerin bir kısmında birleşme sonrası değerlerde genel itibarıyla azalma seyri görülse de özellikle birleşmeye yakın yıllar da göz önüne alındığında şirketlerin genelinde tam tersi durum söz konusudur. Bununla birlikte, likit orana ait Tablo 5.8.’deki medyan ve aritmetik ortalama değerlerindeki artış düşük olsa da bu durumu desteklediği görülmektedir. Ancak, tablo 5.8.’deki istatistikî bulgulara göre, devralan şirketlerde birleşme sonrasında meydana gelen bu farklılaşmalar istatistiksel açıdan anlamlı sayılmamaktadır ($p > 0,10$). Bu nedenle likidite oranlarıyla ilgili oluşturulan “Birleşme sonrası Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar oranları ile birleşme öncesi Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar oranları arasında farklılık vardır” hipotezi reddedilmektedir.

Devralan şirketlerin birleşme sonrasındaki likidite oranlarına ait istatistikî bulgular genel olarak değerlendirildiğinde hem cari orana hem likit orana ait sonuçlarda istatistiksel açıdan bir anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır. Sonuçların anlamlı çıkmamasında, elbette ki devralan şirketlere ait birleşme öncesi ve sonrası değerlerdeki farklılaşma düzeyinin çok düşük kalmasının etkili olduğu söylenebilir. Dolayısıyla devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası değerleri üzerinde likidite oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan tüm alt hipotezlerin reddedildiği görülmektedir.

Devralan şirketlerin birçoğunun birleşme sonrası cari oranında düşük de olsa azalış meydana geldiği, bu azalışın orana ait medyan değerinde de görülmesiyle birlikte aritmetik ortalama değerinin aksi yönde değişim gösterdiği bilinmektedir. Bu durum şu şekilde açıklanabilir. Öncelikle, birçok şirkette görülen azalmanın medyan değerini etkilemesi istatistiksel açıdan gayet beklenen bir sonuçtur. Bu sonuç, birleşme sonrasında çoğu devralan şirketin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün az da olsa zayıfladığını işaret etmektedir. Diğer taraftan, birleşme sonrasında orana ait aritmetik ortalama değerindeki artış, birleşmeyle birlikte aritmetik ortalamayı etkileyebilecek ölçüde cari oranında artış gerçekleşen şirketler olabileceği dolayısıyla bu durumun aritmetik ortalamayı arttırabileceği ihtimalini akla getirmektedir. Bu durumda, aritmetik ortalamada meydana gelen düşük düzeydeki bu artış, birleşme sonrasında devralan şirketlerin, dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü

artırdığını düşündürtebilir. Bununla birlikte, borçlanma oranlarıyla elde edilen, istatistiksel açıdan da anlamlı kabul edilen bulgulara göre şirketlerin birleşme sonrasında, toplam borçlar içinde kısa vadeli borçlarının payının azalma gösterdiği bilinmektedir. Bu bağlamda, birleşme sonrasında şirketlerin dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ödeme gücünde artış gerçekleşmesi beklenmektedir. Hâlbuki elde edilen sonuçlar cari oranın azalmasıyla birlikte aksini ifade etmektedir. O halde bu durumun, her ne kadar kısa vadeli borçların payı toplam borçlar içinde azalsa da kısa vadeli borçların miktar olarak artmasından ya da toplam aktifler içerisinde dönen varlıkların payının azalmasından kaynaklandığı söylenebilir. Bu sebeple cari orana ait test sonuçları değerlendirilirken, her ne kadar birleşme sonrasında devralan şirketlerin aktif toplamında büyüme gerçekleşse de aktif yapısında meydana gelen değişimler de göz önünde bulundurulmalıdır.

Devralan şirketlerin birleşme sonrasına ait likit oranlarından elde edilen bulgulara göre, hem medyan hem de aritmetik ortalama değerlerinde artış meydana geldiği bilinmektedir. Her ne kadar likit orana ait sonuçların da istatistiksel açıdan anlamlılığı bulunmasa da birleşme sonrasındaki bu artış şirketlerin stokları olmadan kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün az da olsa arttığının göstergesidir. Öte yandan, birleşme sonrasında stok devir hızı artan şirketlerin stokları elde tutma süresinin kısalmasıyla eldeki stok miktarının azaldığı ve bu durumun şirketlerin dönen varlık hacmini etkilediği bilinmektedir. Ayrıca, birleşme sonrasında şirketlerin alacak devir hızının düşmesiyle birlikte ticari alacaklarını daha geç sürede tahsil ettiği ve bu durumun da benzer şekilde şirketlerin dönen varlık hacmini etkilediği bilinmektedir. Birleşmeyle birlikte devralan şirketlerin stok ve alacak devir hızlarında gerçekleşen bu değişimlerin likidite oranlarını etkilemesi ise kaçınılmazdır. Dolayısıyla devralan şirketlerin cari oranda kısmen dahi olsa düşüş gerçekleşmesine rağmen likit oranda az da olsa artış gerçekleşmesinin, birleşme sonrasında stok devir hızındaki düşük düzeydeki artıştan ve alacak devir hızındaki düşüşten kaynaklanabileceği söylenebilir.

Birleşme ile birlikte devralan şirketlerin cari oranında düşüş yaşanmasına rağmen likit oranında az da olsa artış yaşanması, birleşmenin likidite üzerindeki olumlu etkisini yansıtmaktadır. Öte yandan konu ile ilgili olarak Nuray Sezer'e ait çalışmaya göz atıldığında, birleşme sonrasında likit oranın az da olsa azalış gösterdiği, bu azalışın istatistiksel açıdan anlamlı bulunmadığı tespit edilmiştir. Görüldüğü üzere likit orana ait

iki çalışma sonucunda da istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılığa ulaşılammış fakat Sezer'in çalışmasında oranda aksi yönde bir değişim meydana geldiği gözlenmiştir. Bu değişimin, devralan şirketlerin birleşme sonrasında kısa vadeli borç yükünün artış göstermesinden kaynaklandığı Sezer'e ait çalışmada açıkça ifade edilmektedir (Sezer, 2012, s.174-175).

Likidite oranlarına ait test sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, her ne kadar birleşme sonrası oran değerlerinde değişim gerçekleşse de birleşmenin devralan şirketlerin cari ve likit oranları üzerinde ciddi düzeyde bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Diğer taraftan birleşmenin, Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç, Özsermaye / Aktif Toplamı ve Alacak Devir Hızı'na ait değerler üzerindeki anlamlı etkisi dolaylı da olsa şirketlerin likidite durumunu etkilediğinin bir ifadesidir.

Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ilişkin finansal performansını yansıtan karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oranlarından elde edilen bulgulara göre, toplamda 11 orandan yalnızca 3'ünde istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Bu oranlar Tablo5.8.'de de açıkça görüldüğü üzere; borçlanma oranlarından Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç (B1Oranı) ve Özsermaye / Aktif Toplamı (B2 Oranı) oranları ve faaliyet oranlarından Ortalama Satışlar / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (F2 Oranı) oranıdır. Bu bağlamda; birleşmelerin, devralan şirketlerin B1, B2 ve F2 oranlarında azalış etkisi yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

İstatistiksel açıdan anlamlı sonuca ulaşılammayan ancak devralan şirketlerin birleşme sonrası finansal performansında düşük de olsa etkisinin bulunduğu oranlar şunlardır:

-Karlılık oranlarından;

- Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar (K1Oranı),
- Net Kar / Net Satışlar (K2 Oranı),
- Net Kar / Aktif Toplamı (K3 Oranı),
- Net Kar / Özsermaye (K4 Oranı) oranları,

-Faaliyet oranlarından;

- Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar (F1 Oranı),
- Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı (F3 Oranı),

-Likidite oranlarından;

- Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar (L1 Oranı),
- Dönen Varlıklar - Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar (L2 Oranı)

Devralan şirketlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrası karlılık oranlarında; K1 oranında artış görülürken K2, K3 ve K4 oranlarında azalış görülmüştür. Faaliyet oranlarına gelindiğinde; birleşme sonrasında F1 oranında artış, F2 oranında azalış meydana geldiği tespit edilmiştir. Likidite oranlarında ise; hem L1 oranında hem L2 oranında artış olduğu elde edilen bulgular arasındadır.

Çalışmanın bu kısmında elde edilen tüm bulgular, birleşmeden sonra devralan şirketlerin finansal performans göstergelerinin az ya da çok farklılaştığı yönündedir. Elbette ki birleşmeden sonra oluşan bu farklılaşmaların sadece devralan şirketler üzerinde araştırılması, şirketlerin yıllar itibariyle gerçekleştirdiği finansal performans üzerinde yalnızca birleşmenin etkili olup olmadığını göstermemektedir. Bu durumda, çalışmanın ikinci kısmında, devralan şirketlerle aynı sektörde yer alan birleşmemiş şirketler de analiz kapsamına alınarak konuya açıklık getirilmesi amaçlanmıştır.

5.6.2 Devralan şirketlerin birleşme sonrası döneme ait finansal performansları ile kontrol grubu birleşmeyen şirketlerin aynı dönem finansal performanslarının belirlenmesi ve analiz edilmesi

5.6.2.1 Veri seti

Araştırmanın bu kısmına ait veri setinin oluşturulmasında; bu defa kontrol grubu şirketler de analiz kapsamına dâhil edilmiştir. Bunun için, öncelikle analiz kapsamında olan ve devralma yolu ile birleşen 21 adet şirketin yanı sıra kontrol grubu olarak aynı sektörde faaliyet gösteren 21 adet birleşmemiş şirket analize dahil edilmiştir. Kontrol grubu olarak belirlenen şirketler için de devralan şirketlerin birleşme sonrası olan üç yıla ait mali tablo verileri esas alınarak finansal oranları (karlılık, faaliyet, likidite ve borçlanma oranları) hesaplanmıştır (devralan 21 şirketin birleşme sonrasına ait oranları çalışmanın bir önceki kısmında hesaplanmıştı). Ardından, 42 adet şirket için, şirket birleşmelerinin gerçekleştiği tarihten sonraki üç yıla ait finansal oranları hesaplanmıştır. Çalışmanın bir önceki kısmında olduğu gibi bu kısımda da 3 yıla ait oranların ortalaması alınmadan önce, karlılık oranlarında negatif değerler de bulunduğundan, çalışmada esas alınan bütün oranlara ait değerlerin aynı yöntemle standartlaştırılması

sağlanmıştır. Bu bağlamda öncelikle her bir oran için üç yıllık değerler arasından maksimum ve minimum değerler tespit edilerek dağılım aralığı oluşturulmuştur. Daha sonra aralıktaki her bir yıla ait oran değerinden (x_i), minimum ($x_{\min}$) değer çıkartılıp elde edilen değer dağılım aralığına bölünmesi ile standart değerler elde edilmiştir ($(x_i - x_{\min})/DA$). Böylelikle, bu kısımda da ortalamayı bozan negatif değerler pozitif değer olarak veriler “0” ile “1” arasında dağılım göstermiş ve verilerin ortalaması alınabilmektedir (Alpar, 2017, s.86).

Öte yandan, çalışmada analizde tüm oranların birbiriyle karşılaştırılabilir değerlere sahip olması gerektiği için standardizasyon işlemi yalnızca, negatif değerler içeren ve aritmetik ortalama alınmasını güçleştiren karlılık oranlarına değil tüm oranlara uygulanmıştır.

Tüm şirketler için birleşen şirketlerin birleştikleri tarihten sonraki üç yıla ait veriler aracılığı ile hesaplanan oranların ortalaması alınmıştır. Veri seti, hem birleşen hem de birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin gerçek ve standartlaştırılmış değerler itibarıyla aritmetik ortalaması alınmış olarak aşağıda yer almaktadır:

Tablo 5.12. Tüm şirketler (birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu olmak üzere tüm şirketler) için birleşen şirketlerin birleştikleri tarihten sonraki üç yılın finansal oranlara ait gerçek değerleri

Sıra No	Şirketler	K1			K2			K3			K4			B1			B2			F1			F2			F3			L1			L2		
		t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃	t ₋₁	t ₋₂	t ₋₃
1	ARCLK	8,15	7,81	7,23	7,45	6	4,92	7,52	6,13	5,35	17,1	14,7	14,1	59,8	63,7	62,6	45,6	38,6	37,6	5,05	4,5	4,55	3,01	2,92	3	1,01	1,02	1,09	2,03	1,71	1,71	1,56	1,23	1,28
2	EMNIS	-10	-8,5	-13	-15	-7,1	-16	-14	-7,7	-18	-45	-34	-70	56	59,3	59,6	22,9	22,5	27,6	6,52	5,64	6,32	3,75	3,62	3,98	0,91	1,1	1,1	0,84	1,07	0,8	0,46	0,61	0,47
3	KENT	-5,9	-6,4	-0,3	-5,7	1,06	2,89	-4,6	1,03	2,95	-7,9	1,8	4,91	95,7	96	93	57,1	57,4	62,8	5,38	6	6,37	3,22	3,45	2,78	0,81	0,97	1,02	1,1	1,17	1,38	0,63	0,73	0,98
4	BRKO	3,68	-3,2	6,7	-0,4	-13	2,58	-0,3	-10	1,64	-0,8	-19	2,78	77,8	64,7	65,4	41	59,5	58,6	2,72	3,15	4,54	3,29	3,42	2,51	0,78	0,74	0,64	1,25	1,35	1,47	0,55	0,74	0,99
5	PINSU	2,53	-7	-1,9	5,49	-1,1	0,39	4,01	-0,9	0,35	5,3	-1,2	0,51	68,2	73,3	81,9	75,9	71,3	65,6	9,97	10,7	10,3	5,92	5,91	5,96	0,73	0,79	0,9	1,41	1,06	1	1,08	0,77	0,79
6	TEKTU	29	30	25,3	12,7	24,4	17,1	1,27	1,64	1,06	1,39	1,74	1,14	54,4	44,6	65,8	93,9	94,7	91,2	13,1	12,8	53	5,47	5,39	5,13	0,1	0,07	0,06	6,87	9,38	2,7	6,67	8,48	2,55
7	KARSN	2,09	-4,4	4,12	-3,5	-10	1,74	-6,3	-9,9	1,8	-20	-28	5,27	67	59,3	31,7	33,5	35,7	33,1	8,25	4,58	6,35	14,7	7,5	5,74	1,81	0,97	1,04	0,89	1,26	2,02	0,32	0,37	0,92
8	DEVA	-1,7	14,1	8,28	-3,9	8,16	5,88	-2,4	4,93	3,17	-4,6	9,47	6,3	71,9	78,9	52,3	51,7	52,3	48,8	2,16	2,22	1,96	2,35	2,39	2,21	0,63	0,6	0,54	1,37	1,3	1,8	0,8	0,81	1,1
9	CRFSA	-0,2	1,46	0,93	-1,5	-0,4	-3,9	-2,3	-0,7	-6,7	-3,8	-1,1	-12	93,8	92,1	94,3	61,4	62	51,6	9,43	9,83	8,85	22,7	29,1	26,4	1,48	1,68	1,72	0,82	0,8	0,66	0,46	0,43	0,29
10	YATAS	4,09	8,35	8,47	-1	0,92	2,99	-0,8	0,82	3,14	-2,6	2,69	10,4	73,1	71,3	64,6	30,1	31	29,4	1,39	1,51	1,66	3,42	4,72	6	0,75	0,89	1,05	1,36	1,29	1,4	0,69	0,57	0,63
11	MGROS	4,16	4,09	4	1,36	-6,5	1,18	1,59	-8,1	1,69	7,17	-44	11,1	43	47,5	59,5	22,4	14,3	16,3	6,47	6,95	6,47	116	28,4	146	1,17	1,13	1,43	1,02	0,84	0,62	0,6	0,48	0,28
12	ULKER	7,39	9,58	9,59	7,13	6,86	7,32	5,73	5,97	6,67	17	18,1	18,7	55	96,5	33,6	30,3	35,7	35,7	10,5	11,3	10,1	3,75	4,28	4,75	0,8	0,87	0,91	1,98	1,17	3,1	1,77	1,03	2,71
13	BRISA	11,6	13,8	13,8	9,69	11	10,9	10,9	12,5	10,6	27,3	31,8	31,2	56	51,2	63,8	40,5	38,4	30,8	3,94	4,61	3,46	3,36	4,1	2,73	1,12	1,53	0,97	1,8	1,86	1,31	1,16	1,2	0,92
14	VESTL	2,5	5,84	6,32	-1,6	1,25	0,64	-1,9	1,5	0,72	-7,9	7,52	4,18	85,6	76,9	75,5	22,4	18,1	16,3	4,13	3,85	3,21	3,97	4,26	4,06	1,18	1,2	1,11	0,96	1,06	1,07	0,6	0,68	0,69
15	KUYAS	5,2	11,7	29,9	-1	1,62	1,2	-0,2	0,31	0,13	-0,5	0,68	0,29	53,5	42,1	36,4	43,4	49,2	39,3	0,42	0,5	0,15	56,4	429	10,7	0,23	0,19	0,11	1,57	1,92	1,69	0,48	0,87	0,86
16	DGKLB	4,34	5,38	2,24	-3,5	-7,4	-10	-3,7	-7,6	-9,3	-20	-64	-129	67	68,2	77,5	15,5	9,06	5,71	3,08	2,83	2,12	4,28	4,94	4,33	1,05	1,03	0,93	0,9	0,88	0,75	0,48	0,44	0,32
17	ASLAN	27,6	26,1	26,4	26,6	19,5	17,5	17,2	12,9	11,1	23,5	19,2	18,8	77,5	85,1	82,2	70,4	63,9	54,9	5,51	6,57	5,75	2,55	2,32	2,07	0,65	0,66	0,63	1,44	1,18	1,09	1,09	1	0,88
18	AKSA	10,7	14,1	16,3	7,73	9,83	6,44	8,55	9,38	5,15	15,1	16,9	10,1	84,9	74,7	79,4	55,7	55,4	47,5	8,26	8,01	8,03	4,81	3,96	3,81	1,11	0,95	0,8	1,3	1,43	1,26	0,93	1,12	0,99
19	TECELL	19,4	17,3	21,3	16,2	10,7	11,6	8,3	5,23	6,04	13,2	9,96	12,8	53,5	47,4	48,7	54,8	50,7	44,1	108	78,1	91,1	3,18	3,71	5,92	0,51	0,49	0,52	1,4	1,81	1,53	1,26	1,62	1,37
20	ASELS	11,7	16,1	17,1	7,66	21,1	25,9	3,76	10,7	13,7	7,92	24,4	32,8	46,1	45,6	53,1	45,5	42,9	41	2,44	2,56	2,4	3,03	2,7	3,33	0,49	0,51	0,53	1,97	2,26	1,66	1,29	1,64	0,99
21	VESTL	6,32	5,88	4,13	0,64	1,76	0,46	0,72	1,77	0,47	4,18	10,2	2,77	75,5	68,8	88,4	16,3	18,4	15,9	3,21	4,03	3,55	4,06	3,56	3,91	1,11	1	1,03	1,07	1,12	0,88	0,69	0,78	0,59
22	VESBE	2,14	2,94	-1,4	1,77	1,02	-0,9	2,67	1,84	-1,4	4,59	3,94	-3,5	81,6	93	87,4	52,8	41,8	37,4	6,84	6,93	6,79	3,92	3,53	3,22	1,5	1,8	1,49	1,79	1,35	1,33	1,35	1	1,02
23	BURCE	-8,1	-5,3	-4,4	-8,2	0,87	-2,9	-6,8	0,7	-2,2	-18	1,41	-4,7	71,9	71	59,8	49,6	49,5	44,2	2,07	2,61	2,69	14,7	8,16	6,55	0,82	0,8	0,78	1,22	1,25	1,37	0,19	0,5	0,6
24	TATGD	5,34	3,55	4,62	2,06	1,3	0,36	2,96	1,55	0,45	9,19	4,76	1,37	57,5	43,7	73,7	33,2	31,9	33,4	4,71	3,9	3,9	4,64	3,98	3,36	1,44	1,19	1,24	2,01	2,65	1,66	0,84	1,27	0,85
25	BRMEN	-14	-7	-11	-7,6	-25	-14	-2,7	-9	-4,9	-7,4	-22	-11	58,1	84,7	86	38,2	46	41,5	3,8	3,96	3,03	2,1	3,28	2,89	0,36	0,36	0,34	0,64	0,56	0,45	0,32	0,34	0,26
26	KARSTL	-7,1	-5	-11	-8,8	0,75	-6,6	-3,4	0,23	-2,1	-3,9	0,25	-2,3	87,5	88	85,1	92,8	93,1	93,6	6,7	6	6,26	0,76	0,66	0,72	0,39	0,3	0,32	9,12	9,36	10,6	7,74	8,18	9,11
27	PKENT	14	21,2	-9,6	5,55	22,7	-15	3,49	16,4	-11	8,86	34,8	-21	98,3	94,9	95,9	40	53,2	50,5	13,5	13,7	11,2	3,67	4,19	2,83	0,63	0,72	0,74	0,45	0,93	0,51	0,36	0,78	0,3
28	ASUZU	3,91	0,85	4,08	2,82	0,25	30,8	3,91	0,34	37	7,93	0,78	74,8	95,2	72,2	84,4	49,7	39	56,4	3,04	2,79	3,21	6,03	4,53	4,34	1,39	1,38	1,2	1,59	1,82	2,33	0,77	0,95	1,68
29	ECILC	2,43	0,96	0,89	9,09	3,88	5,45	3,11	1,08	1,81	3,56	1,26	2,14	73,4	75,6	80,5	85,8	85,1	83,8	6,28	4,47	4,87	4,29	3,65	4,6	0,34	0,28	0,33	3,65	3,11	2,74	3,17	2,57	2,24
30	KIPA	1,62	-8,6	-9,7	0,45	-13	-30	0,47	-15	-33	1,23	-35	-175	35,4	40,4	53,6	49	34	1,96	6,65	6,95	6,28	60,1	28,4	19,2	1,06	1,13	1,11	1,21	0,76	0,52	0,45	0,28	0,23
31	GENTS	5,72	9,99	7,93	7,25	11,3	6,78	6,71	11,7	7,55	8,7	15,4	10,3	88,1	92,4	93,8	76,9	75,1	71,8	3,38	3,41	3,42	3,98	3,4	3,32	0,93	1,04	1,11	4,65	4,88	3,99	2,62	2,8	2,38
32	KIPA	-8,6	-9,7	-13	-13	-30	-26	-15	-33	-35	-35	-175	-128	40,4	53,6	93,9	34	1,96	56,4	6,95	6,28	6,34	28,4	19,2	20,5	1,13	1,11	1,33	0,76	0,52	0,64	0,28	0,23	0,16
33	BANVT	1,92	1,19	2,12	0,77	-3,4	-1,1	1,27	-6,2	-2,1	6,34	-42	-20	78,4	80	82,6	18,7	11,9	9,26	7,71	8,5	9,13	7,79	7,27	7,16	1,66	1,84	1,97	1,05	0,89	0,86	0,36	0,36	0,41
34	KORDS	2,97	6,79	9,17	2,01	4,92	5,72	1,83	4,11	4,79	3,58	8,74	10,7	72,6	70,9	65,6	49,1	45	44,5	3,58	3,65	3,08	5,79	5,59	5,39	0,91	0,38	0,84	1,42	1,32	1,5	0,64	0,53	0,57

Tablo 5.13. Tüm Şirketler (birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu olmak üzere tüm Şirketler) için birleşen Şirketlerin birleştikleri tarihten sonraki  yılın finansal oranlara ait gerçek değerleri (Devamı)

35	VESBE	4,15	8,3	10,3	2,6	5,61	6,49	3,95	9,04	10	10,2	21,8	23,8	68,5	73,2	76	40	42,8	41,5	6,1	7,16	7,21	3,25	3,53	3,28	1,52	1,61	1,54	1,73	1,76	1,72	1,15	1,41	1,37
36	ORGE	21,5	26,5	29,8	14,3	20,9	29	9,24	20,8	31,5	15,9	33,6	49,8	84,5	80,2	70,2	61,9	61,9	64,2	23,2	18,5	15,6	0,97	1,44	1,95	0,65	0,99	1,09	2,56	2,97	2,97	2,49	2,82	2,92
37	ORMA	-8,4	-0,8	-1	-13	-7,4	-27	-7,1	-3,7	-11	-44	-16	-45	70,7	76,4	83,2	11,9	30,6	19,7	5,32	4,51	4,2	1,65	2,12	2,05	0,56	0,5	0,42	0,61	0,58	0,48	0,43	0,39	0,33
38	UNYEC	27	21,5	24,6	25,3	21,7	23,2	19,1	14,9	17,8	21,7	17,1	20,7	70,1	73,7	75,1	87,5	86,8	85,3	5,11	3,95	4,54	2,79	2,6	2,76	0,75	0,69	0,76	6,29	5,71	5,15	4,92	4,57	4,05
39	SASA	5,74	6,87	10,3	5,9	6,36	11,6	10,8	10,4	15,8	25	19,9	29,8	93	92,3	59,4	48,1	55,9	51,2	5,99	4,63	5,44	4,87	4,54	3,33	1,84	1,63	1,37	1,4	1,69	2,58	0,78	0,93	1,93
40	TTCOM	19,7	16,1	18,8	6,25	-4,5	6,26	3,98	-2,8	4,05	16,1	-17	28,6	41,2	35,6	35,2	19,4	12,6	15,6	39,5	29,5	31,6	4,21	3,98	3,95	0,64	0,61	0,65	0,99	1,1	1,22	0,87	1	1,14
41	NETAS	4,31	6,77	7,1	3,4	1,93	4,77	3,04	1,37	3,66	9,03	3,78	8,96	94,6	95	93,4	32,3	40	41,6	8,5	8,79	9,62	1,96	1,65	1,61	0,9	0,71	0,77	1,26	1,42	1,52	0,99	1,06	1,19
42	VESBE	10,3	12	9,18	6,49	10,7	7,65	10	16,2	11,1	23,8	39,8	30,6	76	73,3	84,6	41,5	40,2	33,4	7,21	8,35	7,27	3,28	3,15	2,88	1,54	1,52	1,45	1,72	1,81	1,34	1,37	1,57	1,05

Tablo 5.14. *Tüm şirketler (birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu olmak üzere tüm şirketler) için birleşen şirketlerin birleştikleri tarihten sonraki üç yılın finansal oranlara ait standartlaştırılarak aritmetik ortalaması alınmış değerleri*

SIRA NO	Birleşme Durumu	K1	K2	K3	K4	B1	B2	F1	F2	F3	L1	L2
		ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊	ORT ₊
1	ARCLK	0,54	0,48	0,45	0,40	0,57	0,37	0,36	0,63	0,38	0,33	0,38
2	EMNIS	0,55	0,37	0,46	0,56	0,63	0,36	0,59	0,45	0,67	0,38	0,36
3	KENT	0,36	0,60	0,58	0,59	0,63	0,35	0,54	0,55	0,59	0,42	0,43
4	BRKO	0,56	0,60	0,61	0,61	0,35	0,65	0,41	0,62	0,57	0,48	0,48
5	PINSU	0,51	0,41	0,42	0,42	0,46	0,52	0,47	0,40	0,45	0,38	0,35
6	TEKTU	0,60	0,46	0,45	0,47	0,49	0,59	0,34	0,59	0,42	0,54	0,56
7	KARSN	0,59	0,52	0,44	0,42	0,59	0,38	0,49	0,40	0,36	0,44	0,36
8	DEVA	0,54	0,60	0,59	0,59	0,58	0,61	0,59	0,59	0,56	0,38	0,34
9	CRFSA	0,56	0,56	0,58	0,58	0,59	0,65	0,53	0,53	0,61	0,63	0,61
10	YATAS	0,66	0,49	0,47	0,47	0,60	0,49	0,48	0,50	0,49	0,55	0,50
11	MGROS	0,52	0,66	0,66	0,64	0,42	0,41	0,33	0,58	0,38	0,52	0,54
12	ULKER	0,67	0,53	0,42	0,55	0,45	0,66	0,46	0,51	0,55	0,47	0,48
13	BRISA	0,67	0,65	0,38	0,63	0,46	0,59	0,47	0,49	0,42	0,63	0,62
14	VESTL	0,62	0,60	0,59	0,59	0,38	0,43	0,57	0,44	0,59	0,64	0,63
15	KUYAS	0,42	0,61	0,55	0,56	0,44	0,47	0,59	0,37	0,56	0,45	0,66
16	DGKLB	0,56	0,47	0,43	0,53	0,37	0,45	0,58	0,36	0,61	0,62	0,58
17	ASLAN	0,39	0,41	0,43	0,36	0,54	0,53	0,41	0,51	0,56	0,42	0,52
18	AKSA	0,53	0,46	0,60	0,58	0,49	0,65	0,36	0,38	0,49	0,41	0,44
19	TCELL	0,51	0,39	0,42	0,62	0,41	0,54	0,48	0,40	0,56	0,44	0,44
20	ASELS	0,60	0,58	0,57	0,55	0,36	0,48	0,42	0,51	0,50	0,51	0,49
21	VESTL	0,60	0,38	0,40	0,40	0,45	0,39	0,47	0,57	0,42	0,60	0,51
22	VESBE	0,61	0,57	0,60	0,64	0,50	0,43	0,45	0,48	0,34	0,35	0,35
23	BURCE	0,59	0,53	0,54	0,56	0,64	0,66	0,62	0,40	0,50	0,40	0,59
24	TATGD	0,53	0,52	0,48	0,48	0,49	0,62	0,33	0,49	0,40	0,45	0,34
25	BRMEN	0,50	0,54	0,55	0,58	0,65	0,47	0,61	0,56	0,67	0,53	0,58
26	KARSTL	0,54	0,41	0,45	0,46	0,62	0,45	0,46	0,53	0,41	0,39	0,44
27	PKENT	0,59	0,51	0,51	0,51	0,43	0,60	0,64	0,54	0,61	0,38	0,38
28	ASUZU	0,65	0,36	0,37	0,37	0,51	0,54	0,53	0,37	0,65	0,44	0,40
29	ECILC	0,35	0,43	0,45	0,46	0,44	0,55	0,41	0,56	0,61	0,47	0,45
30	KIPA	0,36	0,52	0,52	0,60	0,42	0,56	0,52	0,41	0,57	0,45	0,41
31	GENTS	0,51	0,37	0,39	0,41	0,58	0,55	0,58	0,37	0,54	0,58	0,52
32	KIPA	0,59	0,41	0,36	0,44	0,42	0,53	0,36	0,38	0,36	0,50	0,53
33	BANVT	0,59	0,52	0,52	0,48	0,46	0,42	0,52	0,39	0,53	0,39	0,33
34	KORDS	0,54	0,59	0,59	0,57	0,58	0,37	0,63	0,50	0,62	0,52	0,45
35	VESBE	0,56	0,59	0,61	0,62	0,54	0,52	0,65	0,37	0,41	0,42	0,62
36	ORGE	0,53	0,48	0,51	0,51	0,57	0,34	0,46	0,49	0,59	0,67	0,59
37	ORMA	0,66	0,58	0,52	0,34	0,49	0,47	0,43	0,62	0,52	0,59	0,53
38	UNYEC	0,52	0,48	0,56	0,59	0,57	0,55	0,50	0,61	0,62	0,50	0,53
39	SASA	0,42	0,36	0,36	0,51	0,66	0,46	0,53	0,60	0,52	0,42	0,38
40	TTCOM	0,58	0,67	0,66	0,58	0,35	0,48	0,40	0,37	0,58	0,49	0,49
41	NETAS	0,63	0,51	0,58	0,66	0,60	0,61	0,42	0,37	0,44	0,54	0,45
42	VESBE	0,47	0,43	0,39	0,47	0,41	0,61	0,35	0,56	0,59	0,60	0,54

5.6.2.2 Varsayım ve hipotezler

Kar elde etmenin işletmelerin nihai amaçlarından biri olduğu bilinen bir gerçektir. Ancak, kar elde etme günümüzün küreselleşen ekonomisinde yeterli bir unsur değildir. İşletmeler, zorlu piyasa koşullarında varlıklarını devam ettirebilmek ve işletme ömrünü sonsuzluğa taşıyabilmek için, özellikle içinde bulundukları piyasada finansal performanslarını maksimum seviyeye çıkarmaları gerekmektedir. Bu bağlamda; karlılığı arttırarak sürekli hale getirmeleri, mali anlamda güç kazanmaları, faaliyetlerde verimi yükselterek potansiyellerini geliştirmeleri ve nakit yaratma konusunda etkin olmaları önem teşkil etmektedir. Kimi işletmeler bu tip kritik hususlarda hedeflerine sinerji yaratarak ulaşabilmek için birleşme yoluna gitmektedirler. Böylelikle, işletmeler birleşme ile birlikte finansal performanslarını arttırarak içinde bulundukları sektörde güç edecek ve rakiplerinden üstün konuma geçebileceklerdir.

Bu düşünceden hareketle, birleşen şirketlerin finansal performansı, birleşen şirketle aynı sektörde yer alan, aktif büyüklüğü açısından kendisine en yakın, birleşmeyen şirketlerin (kontrol grubu) finansal performansından yüksek olacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda oluşturulan ana hipotez ve alt hipotezler aşağıdaki gibidir:

Ana hipotez:

H₂ = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait finansal performansı, birleşmeyen şirketlerin aynı dönem finansal performansından farklıdır.

Alt hipotezler:

- ***Karlılık oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{1K} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar” oranlarından farklıdır.

H_{2K} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Net Kar / Net Satışlar” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Net Kar / Net Satışlar” oranlarından farklıdır.

H_{3K} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Net Kar / Aktif Toplamı” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Net Kar / Aktif Toplamı” oranlarından farklıdır.

H_{4K} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Net Kar / Özsermaye” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Net Kar / Özsermaye” oranlarından farklıdır.

- ***Borçlanma oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{1B} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç” oranlarından farklıdır.

H_{2B} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Özsermaye / Aktif Toplamı” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Özsermaye / Aktif Toplamı” oranlarından farklıdır.

- ***Faaliyet oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{1F} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar” oranlarından farklıdır.

H_{2F} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Satışlar / Ortalama Kısa Vadeli Ticari Alacaklar” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Satışlar / Ortalama Kısa Vadeli Ticari Alacaklar” oranlarından farklıdır.

H_{3F} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı” oranlarından farklıdır.

- ***Likidite oranlarına ilişkin oluşturulan alt hipotezler:***

H_{1L} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranlarından farklıdır.

H_{2L} = Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait “Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait “Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar” oranlarından farklıdır.

5.6.2.3 Verilerin test edilmesi

Çalışmada, analize konu ana hipotez ve alt hipotezlerin test edilmesine ilişkin verilerin hangi test tekniği ile test edileceğine dair parametrik testlerin temel varsayımları incelenmiş ve veri setini oluşturan her bir değişkene (finansal oran) ait veriler, bu temel varsayımlar çerçevesinde sınanmıştır.

Temel varsayımların sınanması kapsamında ilk olarak, veri setini oluşturan her bir değişkene ait verilerin normal dağılım göstermesi durumu, normallik ölçümlerinde güçlü bir test olan ve yaygın olarak kullanılan Shapiro-Wilk ile test edilmiştir. Daha sonra, ikinci varsayımın sınanması amacıyla Levene Testi kullanılmış ve verilerin varyanslarının homojen dağılım göstermesi durumu test edilmiştir. Son olarak üçüncü varsayım dahilinde, örneklem içerisindeki gözlem sayısı da göz önünde bulundurularak değişkenlerin temel varsayımlara uygunluğu tespit edilmiştir. Araştırmadaki her bir değişkene ait verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumu aşağıdaki tabloda verilmiştir⁷:

Tablo 5.15. Araştırmadaki her bir değişkene ait verilerin parametrik testlerin temel varsayımlarını karşılama durumu

DEĞİŞKENLER (FİNANSAL ORANLAR)	TEMEL VARSAYIMLAR		
	Veriler Normal Dağılıyor (Shapiro-Wilk Testi)	Veriler Homojen Dağılıyor (Levene Testi)	Gözlem Sayısı Büyük (n>30)
K1	√	√	X
K2	√	√	X
K3	√	√	X
K4	X	√	X
B1	√	√	X
B2	√	√	X
F1	X	√	X
F2	X	√	X
F3	√	√	X
L1	X	√	X
L2	X	√	X

“√” işareti, ilgili temel varsayımı karşılıyor anlamında; “X” işareti ise, ilgili temel varsayımı karşılamıyor anlamındadır.

⁷Shapiro-Wilk ve Levene Testi sonuçları ekte verilmiştir.

Yukarıdaki tabloda, araştırmanın ikinci kısmına ait değişkenlerin varsayımları karşılama durumu incelendiğinde, buradaki verilerin normal dağılım gösterme durumunun araştırmanın bir önceki kısmındaki durumla benzer bir tablo oluşturduğu göze çarpmaktadır. Burada da; K1, K2, K3, B1, B2 ve F3 değişkenlerine ait verilerin normal dağılım gösterdiği görülmektedir. Ancak değişkenlere ait verilerin varyanslarının homojen dağılıma durumları incelendiğinde; tüm değişkenlerin varsayımı karşıladığı görülmektedir. Her ne kadar bazı değişkenler normal dağılım gösterse de ya da tüm değişkenlere ait verilerin varyansları homojen dağılsa da buradaki değişkenlerin tümünde de gözlem sayısının 30'dan küçük olduğu ve varsayımların bütününe karşılanamaması gerekçesiyle değişkenlerin tamamı için parametrik olmayan testlerden yararlanılmasının çalışma için uygun olacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın bu kısmında, bir önceki kısımdan farklı bir durum söz konusudur. Şöyle ki; burada devralan şirketlerin birleşme sonrası finansal performansı ile kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait finansal performansı arasındaki farklılığın istatistiksel olarak anlamlılığı ölçülmek istenmektedir. Yani ortada; birbiriyle eşleşik (bağımlı) iki grup değil birbirinden bağımsız iki grup söz konusudur. Ayrıca, burada dönem olarak yalnızca birleşme sonrasına ait veriler dikkate alınmaktadır. Bu sebeplerden dolayı, çalışmanın bu kısmındaki değişkenlerin test edilmesinde uygun olan “Bağımsız Örneklem T Testi” (Independent Sample T Test) karşımıza çıkmaktadır. Ancak, bu testin parametrik yapıdaki verilerin test edilmesinde kullanılmasından ötürü, testin nonparametrik (parametrik olmayan) karşılığı olan “Bağımsız Gruplar Fark Testi” (Mann Whitney U Test) çalışmanın bu kısmında tercih edilen test olmuştur.

Karşılaştırılan iki bağımsız örneklemde en az birinin dağılımı normal değilse ya da en az birinin örneklem sayısı oldukça küçükse parametrik testlerden güvenilir sonuçlar elde edilemeyeceğinden bu durumda daha güvenilir sonuçlar veren, nonparametrik test olan Mann Whitney U Test’inin kullanılması daha doğru bir karar olacaktır (Erilli, 2015, s.119; Büyüköztürk, 2002, s.139).

Araştırma kapsamındaki veri seti, Microsoft Office Excel 2007 Paket Programında derlenerek oluşturulmuş ve veriler, SPSS 16.0 İstatistik Paket Programı’nda test edilmiştir. Test sonuçları, %90 ve %95 güven aralığında, $p < 0,05$

anlamlılık düzeyinde tanımlayıcı istatistiksel yöntemlerden de yararlanılarak (aritmetik ortalama ve medyan değerleri) incelemeye alınmıştır.

Test sonuçlarının yorumlanması aşamasında, özellikle gerçek değerler üzerine yapılan yorumlarda, negatif değerlerin de yer aldığı durumlarda (karlılık oranları) medyan değerlerinden; negatif değerlerin yer almadığı durumlarda ise (borçlanma, faaliyet ve likidite oranları) aritmetik ortalama değerlerinden faydalanılmıştır.

5.6.2.4 Test sonuçları ve sonuçların yorumlanması

Çalışmanın ikinci kısmına ait tanımlayıcı istatistiksel bilgiler ve test sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır (Tablo 5.12.'deki aritmetik ortalama ve medyan değerleri, gerçek değerler üzerinden hesaplanmıştır)⁸:

Tablo 5.16. Birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin birleşme sonrasına ait yılların esas alınması suretiyle finansal performanslarının karşılaştırılmasına yönelik tanımlayıcı istatistiksel bilgiler ve test sonuçları

Sıra No	Değişkenler (Finansal Oranlar)	Birleşme Durumu	Medyan	Aritmetik Ortalama	Gözlem Sayısı (n)	Test Sonucu (U)	Test Sonucu (Z)	Test Sonucu (p)
1	K1 ₊	Devralan	6,32	-	21	175,000	-1,145	,252
		Kontrol Grubu	3,91	-	21			
2	K2 ₊	Devralan	1,74	-	21	214,000	-,164	,870
		Kontrol Grubu	2,06	-	21			
3	K3 ₊	Devralan	1,59	-	21	193,000	-,692	,489
		Kontrol Grubu	1,84	-	21			
4	K4 ₊	Devralan	4,18	-	21	200,000	-,516	,606
		Kontrol Grubu	4,59	-	21			
5	B1 ₊	Devralan	65,77	66,54	21	143,000	-1,950	,051*
		Kontrol Grubu	75,98	74,85	21			
6	B2 ₊	Devralan	41	42,93	21	208,000	-,314	,753
		Kontrol Grubu	44,19	47,10	21			
7	F1 ₊	Devralan	5,38	10,32	21	193,500	-,679	,497
		Kontrol Grubu	6,26	7,78	21			
8	F2 ₊	Devralan	3,98	17,27	21	178,000	-1,069	,285
		Kontrol Grubu	3,65	6,25	21			
9	F3 ₊	Devralan	0,91	0,87	21	198,000	-,566	,571
		Kontrol Grubu	0,93	0,99	21			
10	L1 ₊	Devralan	1,30	1,57	21	197,000	-,591	,554
		Kontrol Grubu	1,42	2,19	21			
11	L2 ₊	Devralan	0,81	1,11	21	200,000	-,516	,606
		Kontrol Grubu	0,99	1,58	21			

* $p < 0,05$ düzeyde anlamlıdır.

⁸Karlılık oranlarına ait aritmetik ortalama değerleri negatif değerlerden dolayı hesaplanamamıştır.

5.6.2.4.1 *Karlılık*

Birleşen şirketlerin birleşme sonrası dönemleri esas alınarak hem devralan grup hem de kontrol grubu işletmelerin bu döneme ait karlılık durumu; Esas Faaliyet Kar Marjı, Net Kar Marjı, Aktif Karlılık ve Özsermaye Karlılığı (sırasıyla K1, K2, K3 ve K4 oranları) olmak üzere dört ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

Tablo5.9.'da yer alan devralan ve kontrol grubuna ait esas faaliyet kar marjları incelendiğinde; devralan şirketlerin birleşme sonrasına tekabül eden üç yıllık süreçte devralan şirketlere ait değerlerde genel itibariyle düşük seviyede de olsa artış seyri gözlenirken, kontrol grubu şirketlerin aynı dönemlere ait değerlerinde düşük seviyede de olsa genel itibariyle azalış seyri gözlenmektedir. Esas faaliyet kar marjına ait Tablo5.12.'deki medyan değerlerine bakıldığında ise; devralan şirketlerin medyan değerinin kontrol grubu şirketlerin medyan değerinden neredeyse yarı yarıya daha yüksek olduğu görülmektedir. Her ne kadar devralan ve kontrol grubu şirketlerin medyan değerleri arasındaki fark oransal açıdan yüksek olsa da şirketlerin gerçek değerleri arasındaki farklılaşma seviyesi çok düşük olduğu için iki grup şirket verileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farka ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple karlılık oranlarıyla ilgili oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmiştir.

Devralan ve kontrol grubu şirketlere ait net kar marjları incelendiğinde; birleşme yılını takip eden üç yıllık süreçte, devralan şirketlerin genelinde değerlerin azalış seyrinde olduğu, kontrol grubu şirketlerin genelinde ise değerlerin artış seyrinde olduğu gözlenmektedir. Net kar marjına ait medyan değerlerine bakıldığında; devralan şirketlere ait medyan değerinin kontrol grubu şirketlere ait medyan değerinden düşük olduğu görülmektedir. Hem devralan hem kontrol grubu şirketlere ait değerler arasında belirgin bir farklılaşma olmaması sebebiyle, iki grup şirket verileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farka ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple karlılık oranlarıyla ilgili oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Net Kar

/ Net Satışlar oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Net Kar / Net Satışlar oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmiştir.

Devralan ve kontrol grubu şirketlerin aktif karlılık değerlerine bakıldığında; değerlerin hemen hemen iki grup şirkette de genel itibariyle azalış eğiliminde olduğu ancak bu azalış eğiliminin küçük bir farkla devralan şirketlerde daha fazla olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, şirketlere ait medyan değerleri incelendiğinde; birleşme sonrası yıllarda devralan şirketlere ait medyan değerlerinin kontrol grubu şirketlere ait medyan değerinden düşük kaldığı gözlenmektedir. Şirketlere ait değerler arasındaki bu farklılık düzeyinin çok düşük olması sebebiyle iki grup şirket verileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farka ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple karlılık oranlarıyla ilgili oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Net Kar / Aktif Toplamı oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Net Kar / Aktif Toplamı oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmiştir.

Devralan ve kontrol grubu şirketlere ait özsermaye karlılık değerleri incelendiğinde; değerlerin hemen hemen iki grup şirkette de genel itibariyle azalış eğiliminde olduğu ancak bu azalış eğiliminin küçük bir farkla kontrol grubu şirketlerde daha fazla olduğu görülmektedir. Öte yandan kimi şirketlerin özsermaye karlılığında yıllar itibariyle ciddi ölçüde artış veya azalış gerçekleştiği dikkati çeken bir unsurdur. Bununla beraber, şirketlerin medyan değerine bakıldığında, kontrol grubu şirketlerin medyan değerinin devralan şirketlerin medyan değerinden yüksek olduğu görülmektedir. Ancak elde edilen bu veriler ışığında her ne kadar devralan ve kontrol grubu şirket değerlerinde farklılık gözlene de bu değerler arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farka ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple karlılık oranlarıyla ilgili oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Net Kar / Özsermaye oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Net Kar / Özsermaye oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmiştir.

Araştırmada devralan şirketlerin karlılık oranları ile kontrol grubu şirketlerin karlılık oranlarından elde edilen bulgulara göre, her ne kadar iki grup şirket verileri arasında farklılık olsa da farklılık düzeyinin düşük olmasından ötürü istatistiksel açıdan anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Bu durumda, iki grup şirket değerleri üzerinde

karlılık oranları ile ilgili olarak oluşturulan tüm alt hipotezlerin reddedildiği görülmektedir.

Araştırmanın bu kısmında da her ne kadar devralan ve kontrol grubu şirketlerin karlılık oranlarına dair sonuçlar istatistiksel açıdan anlamlı çıkmasa da özellikle oranların medyan değerleri incelendiğinde; esas faaliyet kar marjında, devralan şirketlerin medyan değerinin kontrol grubu şirketlerin medyan değerinden yüksek olduğu görülmektedir. Net kar marjı, aktif karlılık ve özsermaye karlılığında ise esas faaliyet kar marjından farklı olarak kontrol grubu şirketlere ait medyan değerlerinin devralan şirketlere ait medyan değerinden yüksek olduğu görülmektedir. Çalışmanın bu kısmında elde edilen sonuçlarda da istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık bulunmamakla birlikte esas faaliyet kar marjında araştırma kapsamındaki diğer karlılık oranlarından farklı yönde bir bulgu elde edildiği dikkati çeken bir unsurdur.

Devralan ve kontrol grubu şirketlerin esas faaliyet kar marjına ait medyan değerleri ve iki grup şirket oranları arasındaki farklılık şu şekilde yorumlanabilir: Devralan şirketlerin pazar imkanlarının genişlemesiyle birlikte satış miktarlarında artış gerçekleşmesi ve üretim kapasitelerinin artmasıyla birlikte maliyetlerde avantaj sağlanması birleşmenin esas faaliyet kar marjını artırıcı etkileridir. Dolayısıyla, devralan şirketlerin esas faaliyet kar marjına ait medyan değerinin kontrol grubu şirketlere ait medyan değerinden yüksek çıkması hem beklenen hem de gözlenen bir durumdur. Ayrıca şirketlerin esas faaliyet kar marjlarında yıllar itibarıyla gerçekleşen değişim de bu durumu destekler niteliktedir. Şöyle ki, şirketlerin esas faaliyet kar marjları incelendiğinde devralan grubun değerlerinin genelinde yıllar itibarıyla az miktarlarda da olsa artış gözlenirken kontrol grubunun genelinde değerlerinde yine az miktarlarda da olsa azalış gözlenmektedir. Bu bağlamda, birleşmenin bir sonucu olarak, devralan şirketlerin birleşmeyen şirketlere göre esas faaliyet kar marjı üzerinde az da olsa olumlu etki yaratarak avantajlı konumda oldukları söylenebilir.

Her ne kadar birleşme sonrasında devralan şirketler, birleşmeyen şirketlere göre esas faaliyet kar marjı konusunda avantajlı konumda olsalar da hem devralan hem kontrol grubu şirketlerin net kar marjına ait medyan değerlerine bakıldığında, her ne kadar istatistiksel açıdan anlamlı bulunmasa da aynı avantajlı konumu elde edemedikleri gözlenmektedir. Şöyle ki, bu kez birleşme sonrasına tekabül eden süreçte,

kontrol grubu şirketlerin net kar marjına ait medyan değerinin devralan şirketlerin net kar marjına ait medyan değerinden yüksek olduğu görülmektedir. Şirketlerin net kar marjları incelendiğinde de kontrol grubu şirketlere ait değerlerin genelinde yıllar itibariyle artış gözlenirken, devralan şirketlere ait değerlerin genelinde ise azalış gözlenmektedir.

Esas faaliyet kar marjında, devralan şirketlere ait medyan değerinin kontrol grubu şirketlerin medyan değerinden az da olsa yüksek çıkmasına rağmen; net kar marjında, kontrol grubu şirketlerin medyan değerinin devralan şirketlerin medyan değerinden az da olsa yüksek çıkması birleşmenin oranlar üzerindeki etkisini göstermektedir. Bu etki şu şekilde açıklanabilir: bilindiği üzere birleşme ile birlikte devralan şirketlerin hem üretim kapasitesinde hem de satış miktarında artış beklenmektedir. Bu beklentilerin gerçekleşmesiyle birlikte, şirketler kar marjlarını arttırmayı hedeflemektedirler. Ancak, esas faaliyet kar marjının artmasında satışların artması ya da satış maliyetlerinin düşmesi yeterli iken net kar marjının artmasında bu kalemlerdeki değişim yeterli gelmemektedir. Net kar marjının artması için özellikle faaliyet ve finansman giderlerinin de yüksek oranda düşmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, çalışmada net kar marjıyla ilgili olarak elde edilen bulgular; birleşme sonrasına ait dönemde, devralan şirketlerin satış gelirlerinin artmasına ya da maliyetlerinin azalmasına rağmen faaliyet ya da finansman giderlerinin yüksek düzeyde arttığını ve bu durumun devralan şirketlerin net kar marjında birleşmeyen şirketlere nazaran azaltıcı bir etki yarattığını göstermektedir.

Birleşme ile birlikte devralan şirketlerin aktif toplamlarında büyüme gerçekleşmesi kaçınılmaz bir durumdur. Ancak elbette ki bu büyüme, birleşme sonrasında şirketlerin aktiflerini ne kadar etkin kullandığının bir göstergesi değildir. Bunun için, devralan şirketlerin aktif karlılık oranlarına bakmak gerekmektedir. Bu bağlamda, araştırma sonuçlarına göre devralan şirketlerin birleşme sonrasındaki aktif karlılık oranlarında yıllar itibariyle azalış gerçekleştiği görülmektedir. Aynı zamanda, devralan şirketlerin orana ait medyan değerinin kontrol grubu şirketlerin medyan değerinden de düşük olduğu bilinmektedir. O halde, birleşme sonrasında devralan şirketlerin dönem net karında azalış meydana geldiği ya da artış olsa bile bu artışın aktif toplamında meydana gelen artıştan yüksek olmadığı, dolayısıyla bu durumun şirketlerin aktif karlılık oranlarında düşüşe yol açtığı söylenebilir. Öte yandan, çalışmada

devralan şirketlerin genelinde net kar marjında yıllar itibariyle azalış meydana geldiği bilinmektedir.

Devralan şirketlerin aktif karlılık oranlarına ait değerlerin birleşmeyen şirketlere göre düşük düzeyde seyretmesi, birleşme sonrasında devralan şirketlerin aktiflerini yeterince etkin kullanamadığının bir göstergesidir.

Birleşme ile ortak yapısında meydana gelen büyümeyle birlikte devralan şirketlerin özsermaye büyüklüğünde de artış gerçekleşmektedir. Ancak elbette ki özsermayenin artması şirket kaynaklarının verimli kullanıldığının bir göstergesi değildir. Bunun için şirketlerin özsermaye karlılık değerlerine de bakılması gerekmektedir. Bu bağlamda, araştırma sonuçlarına göre devralan şirketlerin birleşme sonrasındaki özsermaye karlılık oranlarında yıllar itibariyle azalış gerçekleştiği görülmektedir. Aynı zamanda, birleşme sonrası dönemde birleşmeyen şirketlerin özsermaye karlılık oranlarında da yıllar itibariyle azalış görüldüğü tespit edilmiştir. Öte yandan, devralan şirketlerin orana ait medyan değerinin kontrol grubu şirketlerin medyan değerinden de az da olsa düşük olduğu bilinmektedir. Bu durumda, birleşme sonrasında devralan şirketlerin dönem net karında azalış meydana geldiği ya da artış olsa bile bu artışın özsermaye toplamında meydana gelen artıştan yüksek olmadığı, dolayısıyla bu durumun şirketlerin özsermaye karlılık oranlarında düşüşe yol açtığı söylenebilir. Bunun sonucunda, devralan şirketlerin birleşmeyen şirketlere göre, birleşme sonrasında özsermayelerini yeterince verimli kullanamadığı çıkarımında bulunulabilir.

Konuyla ilgili olarak literatürde yapılan benzer çalışmalara göz atıldığında, Nuray Sezer'e ait çalışmada, birleşme sonrasına ait üç yıllık süreçte birleşen şirketlerin aktif karlılık ve özsermaye karlılık oranlarına ait medyan değerlerinde kontrol grubu şirketlere göre yıllar itibariyle artış olduğu, bu artışın istatistiksel açıdan anlamlı olmasa da birleşmenin bu değerler üzerinde olumlu bir etki yarattığı sonucuna ulaşıldığı görülmektedir ($p>0,05$). Çalışmada, yine birleşme sonrasına ait üç yıllık süreçte birleşen şirketlerin brüt kar marjı değerlerinde birleşmenin, birleşmeden sonraki ilk yıl için olumlu bir etki yarattığı ancak sonraki yıllarda düşüş eğilimi olduğu ancak bu değişimlerin istatistiksel açıdan anlamlı bulunmadığı belirtilmektedir ($p>0,05$). Aynı

dönem için birleşmeyen şirketlerin brüt kar marjı değerlerinde ise yıllar itibariyle düşük oranlarda da olsa azalış eğiliminde olduğu ifade edilmektedir.

Konuyla ilgili olarak her ne kadar elde edilen bulgular istatistiksel açıdan anlamlı sonuç vermese de birleşmelerin, şirketlerin karlılık oranları üzerinde az da olsa etkisinin bulunduğunu ifade etmektedir. Öte yandan, bu etkinin az olması devralan şirketlerin birleşmeyen rakip şirketlere göre, birleşmeden bekledikleri faydaya yeterince ulaşamadıklarını göstermektedir. Bu durum, devralan şirketler açısından arzu edilen bir durum olmamakla birlikte, şirketlerin birleşme ile öncelikli olarak neyi hedefledikleri açısından önem kazanmaktadır.

5.6.2.4.2 Borçlanma

Birleşen şirketlerin birleşme sonrası dönemleri esas alınarak hem devralan grup hem de kontrol grubu şirketlerin bu döneme ait borçlanma durumu (mali yapı); Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç ile Özsermaye / Aktif Toplamı (sırasıyla B1 ve B2 oranları) olmak üzere iki ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

Tablo 5.9.'da yer alan devralan ve kontrol grubu şirketlere ait Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranına ait gerçek değerler incelendiğinde; devralan şirketlerin birleşme sonrasına tekabül eden üç yıllık süreçte hem devralan hem de kontrol grubu şirketlerin geneline ait değerlerde yıllar itibariyle artış seyri gözlenmektedir. Diğer yandan şirketlerin orana ait tablo 5.12.'deki medyan ve aritmetik ortalama değerleri incelendiğinde ise; kontrol grubu şirketlere ait her iki değer de devralan şirketlere ait değerlerden önemli derecede yüksek olduğu görülmektedir. **İki grup şirkete ait değerler arasındaki farklılık düzeyinin bu denli yüksek çıkmasıyla birlikte bu farklılığın istatistiksel açıdan da anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır ($p<0,05$). Bu durumda, borçlanma oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranlarından farklıdır” hipotezi kabul edilmektedir.**

Hem birleşen hem de birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin Özsermaye / Aktif oranına ait gerçek değerleri incelendiğinde; birleşen şirketlerin birleşme sonrasına tekabül eden üç yıllık süreçte iki grup şirketin geneline ait değerler arasında yıllar

itibariyle farklı yönde değişim meydana geldiği görülmektedir. Şöyle ki; birleşen şirketlerin büyük bir çoğunluğunda yıllar itibariyle oran değerlerinde azalış seyri gözlenirken, kontrol grubu şirketlerin çoğunluğunda ise artış seyri gözlenmektedir. Öte yandan, şirketlere ait medyan ve aritmetik ortalama değerleri incelendiğinde; kontrol grubu şirketlere ait hem medyan hem de aritmetik ortalama değerlerinin devralan şirketlere ait değerlerden yüksek olmakla birlikte değerler arasındaki bu farkın önemli ölçüde olmadığı fark edilmektedir. Şirketlere ait değerler arasındaki bu farklılık düzeyinin dikkate değer ölçüde olmaması sebebiyle iki grup şirket verileri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farka ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu durumda borçlanma oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Özsermaye / Aktif Toplamı oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Özsermaye / Aktif Toplamı oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmektedir.

Araştırmanın bu kısmında, borçlanma oranlarına ait istatistikî bulgulara göre; iki orandan Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranında istatistiksel açıdan anlamlı bir sonuç elde edilirken, Özsermaye / Aktif oranında anlamlı bir sonuç elde edilemediği görülmektedir. Özsermaye / Aktif oranında istatistiksel açıdan anlamlı sonuç elde edilememesi, elbette ki devralan ve kontrol grubu şirketlere ait veriler arasında önemli ölçüde bir farklılığın bulunmamasından kaynaklanmaktadır. **Bu durumda, iki grup şirket değerleri üzerinde borçlanma oranları ile ilgili olarak oluşturulan alt hipotezlerden B1 oranına ait alt hipotezin birinin kabul edilirken B2 oranına ait alt hipotezin reddedildiği görülmektedir.**

Çalışmanın ilk kısmında borçlanma oranlarıyla ilgili olarak elde edilen analiz sonuçlarına göre, devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası değerleri arasında hem Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranında hem de Özsermaye / Aktif oranında istatistiksel açıdan anlamlı bulgulara ulaşılmıştı. Dolayısıyla “Birleşme sonrası borçlanma oranları ile birleşme öncesi borçlanma oranları arasında farklılık vardır” hipotezi kabul edilmişti. Çalışmanın bu kısmında ise, yalnızca birleşme sonrasına ait dönem esas alınmak üzere bu kez devralan ve kontrol grubu şirketler arasında, bu iki orandan yalnızca Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranında istatistiksel açıdan anlamlı bir bulguya ulaşıldığı, Özsermaye / Aktif oranında ise istatistiksel açıdan anlamlı bir bulguya ulaşılamadığı tespit edilmiştir.

Görüldüğü üzere, çalışmanın ilk kısmında bu konuyla ilgili olarak elde edilen, istatistikî değeri olan bulgular, birleşmelerin devralan şirketlerin her iki borçlanma oranını etkilediği yönündeyken; çalışmanın bu kısmında elde edilen, istatistikî değeri olan bulgular ise birleşmelerin yalnızca Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranını etkilediği yönündedir. Bu bağlamda, çalışmanın bu kısmında elde edilen bulgular üzerinde aşağıdaki çıkarımlarda bulunulabilir:

Öncelikle, Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranıyla ilgili olarak çalışmanın bu aşamasında elde edilen bulgular, birleşme sonrasına ait dönemde hem devralan hem de kontrol grubu şirketlerin genelinde orana ait gerçek değerlerin yıllar itibariyle az miktarlarda da olsa artış gerçekleştirdiğini göstermektedir. Bununla beraber, kontrol grubu şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinin devralan şirketlere ait değerlerden oldukça yüksek olduğu bilinmektedir. Bu durumda, birleşme sonrasına ait yıllarda devralan şirketlere ait değerlerde her ne kadar artış gerçekleşse de bu artışın kontrol grubu şirketlere ait değerlerdeki artış kadar olmadığı düşünülebilir.

Öte yandan analiz sonuçlarına göre, birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin toplam borçlar içinde kısa vadeli borçlarına ait payının birleşen şirketlere göre ciddi ölçüde yüksek çıkması, birleşmenin devralan şirketlerin borçlanma yapısında ciddi ölçüde farklılık yarattığının bir göstergesidir. Bu durum, birleşen şirketlerin uzun vadeli borçlanma olanağının arttığını ve mali yapısının güçlendiği düşündürmektedir. Birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin ise uzun vadeli borçlanma olanağının zayıf kalması sebebiyle kısa vadeli borçlanma yapısına ağırlık vermek zorunda kaldığı fikrini ortaya çıkarmaktadır. Ancak bu durumun kaynağı, birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin aktif toplamı içerisinde toplam borçlara ait payının düşük kalması olabilir. Bununla birlikte, çalışmanın birinci kısmında da devralan şirketlerin sonrasındaki ait Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranları birleşme öncesine göre düşük ve istatistikî açıdan anlamlı bulunmuştu. Dolayısıyla çalışmanın bu kısmında oranla ilgili elde edilen bulguların araştırmanın birinci kısmında oranla ilgili elde edilen bulgularla da desteklendiği açıkça görülmektedir.

Bu bağlamda, birleşmeyle birlikte devralan şirketlerin yabancı kaynak konusunda uzun vadeli borçlanma yapısına ağırlık verdiği söylenebilir. Bunun sonucunda ise birleşen şirketlerin likidite açısından avantaj elde etmeleri ve rakiplerine nazaran mali yapıda sinerji sağlayarak güç kazanmaları beklenmektedir. Diğer taraftan,

birleşen şirketlerin uzun vadeli borç yükünün artmasıyla birlikte finansman yükünün de artacağı gerçeği, şirketleri uzun vadede artan borçlanma maliyetiyle özellikle kriz dönemlerinde ödeme güçlüğüne sokabilmektedir.

Çalışmanın bu kısmında her ne kadar birleşen şirketlerin birleşme sonrasına denk gelen yıllarda, devralan ve kontrol grubu şirketlerin Özsermaye / Aktif oranları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılığa ulaşılamasa da çalışmadan elde edilen sonuçlar, konu üzerinde bir takım bulgular içermektedir. Şöyle ki, şirketlerin orana ait gerçek değerleri ele alındığında; birleşen şirketlere ait değerlerin genelinde yıllar itibariyle az da olsa azalış meydana gelirken kontrol grubu şirketlere ait değerlerin çoğunluğunda artış meydana gelmiştir. Bu durum, birleşmenin etkisiyle devralan şirketlerin toplam kaynak yapısında özsermayeye ait payın azaldığını dolayısıyla yabancı kaynakların payının arttığını ifade etmektedir. Özsermaye / Aktif oranıyla ilgili olarak çalışmanın ilk kısmında elde edilen bulgular da istatistiksel açıdan anlamlı olmasıyla birlikte devralan şirketlerin birleşme sonrasında gerçekleşen özsermaye payındaki bu azalışı destekler niteliktedir. Ayrıca, birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin oran değerlerinin çoğunluğunda artış görülürken devralan şirketlerde aksi yönde bir durumun söz konusu olması da birleşmenin devralan şirketlerin Özsermaye / Aktif oranı üzerinde etkisinin olduğunu göstermektedir. Öte yandan, kontrol grubu şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinin devralan şirketlere ait oran değerlerinden yüksek olması da birleşmenin devralan şirketlere ait oran üzerindeki etkisini göstermekle birlikte iki grup şirket değerleri arasındaki bu farklılık düzeyinin istatistikî açıdan dikkate değer ölçüde olmadığı göz önünde bulundurulmalıdır.

Konuyla ilgili olarak literatürde yapılan benzer çalışmalara göz atıldığında, Nuray Sezer'e ait çalışmada, borçlanma oranlarından birleşme sonrasına ait üç yıllık süreçte birleşen şirketlerin Özsermaye / Aktif Toplamı'na ait medyan değerlerinde ilk iki yılda artış son yılda azalış görülürken; aynı dönemde birleşmeyen kontrol grubu şirketlere ait değerlerde yıllar itibariyle sürekli bir azalış gerçekleştiği görülmüştür. Öte yandan, çalışmada birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası değerleri arasındaki farklılığın belirlenmesi için iki gruba ait şirket verileri ayrı ayrı analize tabi tutulmuş ve iki grup şirket değerleri arasındaki farklılık bu değerler üzerinden belirlenmeye çalışılmıştır. Analiz sonuçlarına göre de, birleşen şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait Özsermaye / Aktif Toplamı değerleri arasındaki fark

istatistiksel açıdan anlamlı bulunmazken; aynı dönemler itibariyle birleşmeyen kontrol grubu şirketlere ait Özsermaye / Aktif Toplamı değerleri arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur ($p<0,05$).

Nuray Sezer'e ait çalışmada, borçlanma oranlarından birleşme sonrasına ait üç yıllık süreçte birleşen şirketlerin Toplam Borçlar / Özsermaye değerlerinde yıllar itibariyle azalış seyrinde olduğu tespit edilmiştir. Aynı dönemde birleşmeyen şirketlere ait değerlerde ise aşırı seviyede artış seyrinde olduğu, bu durumun istatistiksel açıdan anlamlı bulunmasıyla birlikte ($p<0,05$), birleşmeyen şirketlerin borç – özkaynak dengesinin bozulmasına neden olduğu ifade edilmiştir. Bunun sonucunda ise, birleşmenin borç-özkaynak dengesinin sağlanması konusunda şirketler üzerinde olumlu bir etki yarattığı yargısına ulaşıldığı görülmüştür.

Borçlanma oranlarıyla ilgili olarak çalışmanın her iki kısmından elde edilen bulgular genel olarak ele alındığında; birleşmelerin, devralan şirketlerin mali yapıları üzerinde önemli ölçüde etkisinin bulunduğunu göstermektedir. Birleşme ile birlikte devralan şirketlerin kaynak yapısında özsermayeye ait payın azalmasıyla toplam borçlara ait payın arttığı, toplam borçlar içinde ise uzun vadeli borçlara ait payın artmasıyla kısa vadeli borçlara ait payın azaldığı tespit edilmiştir. Bu durum sonucunda, birleşen şirketlerin birleşmeyen şirketlere göre likidite açısından avantaj elde ederek mali anlamda sinerji yaratma şansına sahip oldukları söylenebilir. Öte yandan, uzun vadeli borçlanma maliyetlerinin de artış göstermesi sebebiyle yine uzun vadede gerçekleştirmeyi düşündüğü yatırım planlarında temkinli davranması gerektiği göz ardı edilmemelidir.

5.6.2.4.3 Faaliyet

Birleşen şirketlerin birleşme sonrası dönemleri esas alınarak hem devralan grup hem de kontrol grubu şirketlerin bu döneme ait faaliyet (etkinlik) durumu; Stok Devir Hızı, Alacak Devir Hızı ve Aktif Devir Hızı (sırasıyla F1, F2 ve F3 oranları) olmak üzere üç ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

Devralan ve kontrol grubu şirketlerin stok devir hızına ait tablo 5.9.'da yer alan gerçek değerleri incelendiğinde; hem devralan hem de kontrol grubu şirketlere ait değerlerin çoğunluğunda yıllar itibariyle azalış gerçekleştiği görülmektedir. Tablo

5.12.'de yer alan şirketlere ait medyan ve aritmetik ortalama değerleri incelendiğinde ise; birleşen şirketlere ait medyan değerinin kontrol grubu şirketlere ait medyan değerinden düşük olduğu, devralan şirketlerin orana ait aritmetik ortalama değerinin kontrol grubu şirketlerin aritmetik ortalama değerinden yüksek olduğu görülmektedir. İki grup şirket değerleri arasında farklılık olmasına rağmen bu farklılık düzeyinin çok düşük kalmasından ötürü bu değerler arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple faaliyet oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Satışların Maliyeti / Ortalama Stoklar oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmektedir.

Devralan ve kontrol grubu şirketlerin alacak devir hızına ait gerçek değerleri incelendiğinde; devralan şirketlere ait değerlerin genelinde, kontrol grubu şirketlere ait değerlerin büyük bir çoğunluğunda ise yıllar itibariyle azalış eğilimi gözlenmektedir. Bununla birlikte, devralan şirketlerin orana ait hem medyan hem de aritmetik ortalama değerlerinin kontrol grubu şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinden yüksek olduğu görülmektedir. Özellikle birleşen şirketlerin aritmetik ortalama değerinin kontrol grubu şirketlere ait aritmetik ortalama değerinden oldukça yüksek olduğu fark edilmektedir. Ancak, her ne kadar iki grup şirket değerleri arasında farklılıklar gözlene de bu farklılıkların yeterince yüksek olmadığı açıktır. Bu bağlamda, alacak devir hızı ile ilgili olarak devralan ve kontrol grubu şirketlere ait değerler arasında anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple faaliyet oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Satışlar / Ortalama Kısa Vadeli Ticari Alacaklar oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Satışlar / Ortalama Kısa Vadeli Ticari Alacaklar oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmektedir.

Devralan ve kontrol grubu şirketlerin aktif devir hızına ait gerçek değerleri incelendiğinde; her iki grup şirkete ait değerlerin genelinde yıllar itibariyle azalış gerçekleştiği gözlenmektedir. Bununla birlikte, şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerleri incelendiğinde; kontrol grubu şirketlere ait değerlerin birleşen şirketlere ait değerlerden çok küçük bir farkla yüksek olduğu görülmektedir. İki grup şirket değerleri arasındaki bu düşük düzeydeki farklılığın sonucunda, aktif devir hızıyla ilgili olarak devralan ve kontrol grubu şirketlere ait değerler arasında anlamlı bir

bulguya ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple faaliyet oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmektedir.

Araştırma sonuçlarından elde edilen bulgulara göre, birleşen şirketlerin birleşme sonrasına ait yıllarda devralan ve kontrol grubu şirketlerin faaliyet oranlarına ilişkin değerler arasında ciddi ölçüde farklılık gerçekleşmediği görülmektedir. Değerler arasındaki bu düşük düzeydeki farklılığın bir sonucu olarak stok, alacak ve aktif devir hızı oranlarında istatistiksel açıdan anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır. Bu durumda, iki grup şirket değerleri üzerinde faaliyet oranlarıyla ilgili olarak öne sürülen tüm alt hipotezlerin reddedildiği görülmektedir.

İki grup şirketin faaliyet oranlarına ait değerler arasında her ne kadar istatistiksel açıdan anlamlı bulgulara ulaşılamasa da birleşmelerin oran değerleri üzerindeki etkisi az da olsa göz ardı edilmemelidir. Bu bağlamda, çalışmadan elde edilen istatistiksel açıdan anlamlı bulunmayan bulgulara göre konuyla ilgili olarak aşağıdaki yargılara ulaşılabilir:

Birleşen ve birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin çoğunluğunda ilgili dönemde stok devir hızına ait değerlerin yıllar itibarıyla azalış eğiliminin gerçekleştiği bilinmektedir. Bu bilgiye göre, birleşmelerin birleşen şirketlerin stok devir hızında etkili olup olmadığı ile ilgili bir yorumda bulunmak mümkün olmamaktadır. Öte yandan, analizde şirketlere ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinden elde edilen sonuçlara göre; medyan değerinin devralan şirketlerde kontrol grubu şirketlere nazaran düşük kaldığı, aritmetik ortalama değerinin ise devralan şirketlerde kontrol grubu şirketlere nazaran yüksek olduğu görülmektedir. Kontrol grubu şirketlere nazaran, devralan şirketlerin orana ait medyan değeri düşük iken aritmetik ortalama değerinin yüksek olması, devralan şirketlerin orana ait gerçek değerleri arasında aritmetik ortalamayı ciddi ölçüde etkileyecek değerler bulunduğunu göstermektedir. Hâlbuki medyan değerine göre, birleşen şirketlerin orana ait değerlerinin genelinin kontrol grubu şirketlere göre düşük seviyededir. Bu durumda, yorumlamada şirketlerin orana ait aritmetik ortalama değerleri yerine medyan değerinin esas alınması daha sağlıklı yorumlarda bulunulmasını sağlayacaktır. Bu bağlamda, şirketlerin medyan değerlerine göre, birleşen şirketlerin birleşmeyen kontrol grubu şirketlere göre stok devir hızlarının düşük seviyede kaldığı dolayısıyla birleşmenin şirketlerin stok devir hızında olumlu bir

katkısı olmadığı söylenebilir. Bununla beraber, devralan şirketlerin stok devir hızına ait medyan değerlerinin birleşme öncesine göre birleşme sonrası dönemde artış gösterdiği bilinmektedir. Bu durumda, her ne kadar birleşen şirketlerin birleşme sonrasındaki stok devir hızına ait değerler birleşme öncesine göre yüksek olsa da birleşme sonrası dönem itibariyle şirketlerin bu değerleri birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait değerlerinden düşük seviyede kalmaktadır. Sonuç olarak burada, birleşmeyle birlikte stok devir hızından beklenen olumlu etkinin tam anlamıyla yaratılamadığı sonucuna ulaşılabilir.

Şirketlere ait alacak devir hızı ile ilgili sonuçlar ele alındığında, hem devralan hem de kontrol grubu şirketlerin geneline ait gerçek değerlerde yıllar itibariyle azalış gerçekleştiği ancak bu azalışın kontrol grubu şirketlerde daha yoğun olduğu bilinmektedir. Bununla birlikte, devralan ve kontrol grubu şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerleri ele alındığında, devralan şirketlere ait değerlerin daha yüksek olduğu ancak yine de iki grup şirkete ait değerler arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir fark olmadığı elde edilen bilgiler arasındadır. Bu durumda, birleşme ile birlikte devralan şirketlerin birleşme sonrası dönemde alacak devir hızına ait değerlerinde yıllar itibariyle az da olsa azalış gerçekleşmesine rağmen orana ait değerlerin, birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin aynı dönemdeki değerlerinden yüksek olduğu söylenebilir. Ancak alacak devir hızıyla ilgili olarak elde edilen bu bilgiler ışığında, devralan şirketlerin yıllar itibariyle alacak devir hızındaki değişimlerin üzerinde mutlak suretle birleşmenin etkisi olduğu söylenemez. Bu anlamda konuyla ilgili olarak net bir yargıya varılabilmesi için, devralan şirketlerin orana ait birleşme sonrası değerlerin birleşme öncesi değerlerle de kıyaslanarak varsa aradaki farkında saptanması gerekmektedir. Bu bağlamda, konuyla ilgili olarak çalışmanın ilk kısmından elde edilen sonuçlara göre devralan şirketlerin alacak devir hızında birleşme öncesine göre birleşme sonrasında azalış gerçekleştiği, hatta bu azalışın istatistiksel açıdan anlamlı kabul edildiği bilinmektedir. Buna göre, devralan şirketlerin alacak devir hızında birleşme öncesine göre birleşme sonrasında dikkate değer ölçüde azalış meydana gelse de birleşme sonrasındaki değerlerin yine de birleşmeyen kontrol grubu şirket değerlerinden yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumda, devralan şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinin kontrol grubu şirketlere ait değerlerden yüksek çıkması ile birleşmenin etkisi arasında bir ilişki olmadığı tespit

edilmiştir. Öte yandan, bu durum oranla ilgili olarak istatistiksel açıdan elde edilen sonuçlarla da desteklenmektedir.

Şirketlere ait aktif devir hızı ile ilgili sonuçlar ele alındığında, hem birleşen hem de birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin geneline ait gerçek değerlerde yıllar itibariyle azalış gerçekleştiği bilinmektedir. Şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinde ise, birleşmeyen kontrol grubu şirketlere ait değerlerin her ne kadar istatistiksel açıdan anlamlı olmasa da çok küçük farklarla birleşen şirketlere ait değerlerden yüksek olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan, aktif devir hızıyla ilgili olarak çalışmanın ilk kısmından elde edilen bulgular da istatistiksel açıdan anlamlı olmamakla birlikte, devralan şirketlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrası dönemde aktif devir hızına ait medyan değerlerinde az da olsa artış meydana geldiği bilinmektedir. O halde buradan, her ne kadar birleşen şirketlerin aktif devir hızına ait birleşme sonrası değerleri birleşme öncesine göre yüksek olsa da birleşme sonrasındaki bu değerler birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait değerlerinden düşük kalmıştır. Bu durumda, birleşme sonrasına ait dönemde, birleşmeyen kontrol grubu şirketlere göre birleşen şirketlerin toplam varlıklarındaki artışın net satışlarındaki artıştan daha fazla olduğu akla gelen ihtimaller arasındadır. Sonuç olarak elde edilen bu bilgiler ışığında, birleşmeyle birlikte şirketlerin birleşmeyen kontrol grubu şirketlere göre aktiflerini yeterince etkin kullanmadığı yorumu yapılabilir.

Konuyla ilgili olarak literatürde yapılan benzer çalışmalara göz atıldığında, Nuray Sezer'e ait çalışmada, faaliyet performansının Net Satışlar / Genel Yönetim Giderleri, Net Satışlar / Aktif Toplamı ve Net Satışlar / Çalışan Sayısı açısından incelendiği görülmektedir. Analiz sonuçlarına göre çalışmada; birleşme sonrasına ait üç yıllık süreçte hem birleşen hem de birleşmeyen şirketlerin net satışlar/genel yönetim giderleri oranına ait medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin birleşmeden sonraki ilk yıl artış, sonraki yıllarda azalış seyrinde olduğu ancak bu değişimin istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Aynı dönemde birleşen şirketlerin net satışlar/aktif toplamı oranına ait medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin birleşmeden sonraki ilk yıl azalırken sonraki iki yıl arttığı sonucu tespit edilmiştir. Birleşmeyen şirketlere ait değerlerde ise tam tersi durumun söz konusu olduğu, yani aynı dönemde değerlerdeki yüzdesel değişimin ilk yıl artarken sonraki iki yılda azaldığı sonucu tespit edilmiştir. Çalışmada aynı dönemdeki Net Satışlar / Çalışan Sayısı oranına ait medyan

değerlerindeki yüzdesel değişim birleşen şirketlerde artış, azalış ve yine artış şeklinde bir seyir halinde iken birleşmeyen şirketlerde devamlı bir artış seyrinde olduğu ve bu durumda birleşmenin çalışanların etkinliği üzerinde bir etki yaratmadığı belirtilmiştir. Öte yandan, çalışmadan faaliyet oranları üzerinden elde edilen bu bulguların istatistiksel açıdan anlamlı sayılmadığı ifade edilmektedir ($p>0,05$).

Faaliyet oranlarıyla ilgili olarak çalışmanın her iki kısmından elde edilen bulgular genel olarak ele alındığında; birleşmelerin, özellikle devralan şirketlerin stok ve aktif devir hızları üzerinde dikkate değer ölçüde etkisinin bulunmadığını göstermektedir. Öte yandan, devralan şirketlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrasında alacak devir hızının yavaşladığı istatistikî açıdan kabul edilse de birleşme sonrasına ait dönemde birleşen şirket değerleri ile birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait değerleri arasında istatistikî açıdan anlamlı bir farklılık bulunmadığı tespit edilmiştir. Ancak, kontrol grubu şirketlerin alacak devir hızına ait değerlerinde devralan şirketlere ait değerlerden daha yoğun bir şekilde azalış meydana gelmesi şirketlerin, genel itibarıyla içinde bulunulan ekonomik koşullardan da etkilenmiş olabileceği ihtimalini akla getirmektedir. Bu bağlamda, birleşen şirketlerin alacak devir hızındaki yavaşlamanın birleşmeden dolayı değil ekonomik koşullardaki değişimlerden kaynaklandığı çıkarımında bulunulabilir.

5.6.2.4.4 Likidite

Birleşen şirketlerin birleşme sonrası dönemleri esas alınarak hem devralan grup hem de kontrol grubu şirketlerin bu döneme ait likidite (nakit yaratma) durumu; Cari Oran ve Likit Oran (sırasıyla L1 ve L2 oranları) olmak üzere iki ayrı oran açısından ele alınarak teste tabi tutulmuştur. Test sonuçlarına göre, aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır:

Devralan ve kontrol grubu şirketlerin cari orana ait tablo 5.9.'da yer alan gerçek değerleri incelendiğinde; hem devralan hem de kontrol grubu şirketlerin geneline ait değerlerde yıllar itibarıyla azalış gerçekleştiği görülmektedir. Tablo 5.12.'de yer alan şirketlerin cari orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerleri incelendiğinde ise; devralan şirketlere ait değerlerin kontrol grubu şirketlere ait değerlerden daha düşük olduğu göze çarpmaktadır. İki grup şirket değerleri arasındaki farklılığın yeterince büyük olmamasından ötürü, cari oran ile ilgili olarak devralan ve kontrol grubu şirketlere ait değerler arasında anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple

likidite oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmektedir.

Devralan ve kontrol grubu şirketlerin likit orana ait gerçek değerleri incelendiğinde; şirketlerin genelinde değerlerin yıllar itibariyle azalış gösterdiği görülmektedir. Şirketlerin likit orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerleri incelendiğinde ise; cari oranda olduğu gibi devralan şirketlere ait değerlerin kontrol grubu şirketlere ait değerlerden daha düşük olduğu göze çarpmaktadır. Burada da iki grup şirket değerleri arasındaki farklılığın yeterince büyük olmamasından ötürü, likit oran ile ilgili olarak devralan ve kontrol grubu şirketlere ait değerler arasında anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır ($p>0,05$). Bu sebeple likidite oranlarıyla ilgili olarak oluşturulan “Devralma yoluyla birleşen şirketlerin birleşme sonrası döneme ait Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar oranları, birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait Dönen Varlıklar – Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar oranlarından farklıdır” hipotezi reddedilmektedir.

Araştırma sonuçlarından elde edilen bulgulara göre, birleşen şirketlerin birleşme sonrasına ait yıllarda devralan ve kontrol grubu şirketlerin likidite oranlarına ilişkin değerler arasında ciddi ölçüde farklılık gerçekleşmediği görülmektedir. Değerler arasındaki bu düşük düzeydeki farklılığın bir sonucu olarak cari ve likit oranlarında istatistiksel açıdan anlamlı bir bulguya ulaşılamamıştır. Bu durumda, iki grup şirket değerleri üzerinde likidite oranlarıyla ilgili olarak öne sürülen tüm alt hipotezlerin reddedildiği görülmektedir.

İki grup şirketin likidite oranlarına ilişkin değerler arasında her ne kadar istatistiksel açıdan anlamlı bulgulara ulaşılamasa da birleşmelerin oran değerleri üzerindeki etkisi az da olsa göz ardı edilmemelidir. Bu bağlamda, çalışmadan elde edilen istatistiksel açıdan anlamlı bulunmayan bulgulara göre konuyla ilgili olarak aşağıdaki yargılara ulaşılabilir:

Çalışmanın bu kısmında cari oranla ilgili elde edilen bulgular, birleşmelerin devralan şirketlerin oranları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını ifade etmektedir. Bu durumu, çalışmanın ilk kısmında devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası cari

oran değerleri üzerinden elde edilen bulgular da desteklemektedir. Ancak her ne kadar cari oranla ilgili olarak çalışmanın iki kısmında da elde edilen bulgular istatistikî açıdan anlamlı sayılmasa da dikkati çeken bir husus bulunmaktadır. Bu husus, devralan şirketlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrası dönemde cari oranın azalış göstermesi ile birlikte birleşme sonrasına tekabül eden süreçte devralan şirketlerin cari orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerlerinin kontrol grubu şirketlerin cari orana ait aynı dönemdeki değerlerinden düşük olmasıdır. Burada, çalışmanın iki kısmından da elde edilen bulgular birbirlerini destekleyici niteliktedir. Bu bağlamda, istatistikî açıdan anlamlı kabul edilmese de birleşmelerin, birleşmeyen kontrol grubu şirketlere göre devralan şirketlerin kısa vadeli borç ödeme gücünde az da olsa olumsuz bir etki yarattığı düşünülmektedir. Diğer yandan, birleşmeyle birlikte şirketlerin toplam borçlara oranla kısa vadeli borçlarının payında azalma meydana gelmesine ve bu durumun çalışmanın iki kısmından da elde edilen bulguların istatistikî açıdan desteklenmesine rağmen cari oranında az da olsa azalma meydana gelmesi, devralan şirketlerin toplam aktifleri içinde dönen varlıkların payının azaldığının bir göstergesi olabilir. Bununla beraber, kısa vadeli borçlara ait payın azalması elbette ki kısa vadeli borç miktarının azaldığının kesin bir emaresi değildir. Dolayısıyla, birleşmeyle birlikte kısa vadeli borçların miktarında artış yaşanmış olması ve bu durumun cari oranı etkilemesi de muhtemeldir.

Birleşme sonrasında hem satışlarını arttırmayı hem de var olan müşteri kitlesini korumayı hedefleyen şirketlerin, müşterilerinden olan alacaklarının vadesini uzatarak onlara opsiyon sağlama düşüncesi de olabilir. Bu durumda bu şirketlerin birleşme sonrasında alacak devir hızında düşüş gerçekleşmesi beklenmektedir. Nitekim araştırma sonuçlarından elde edilen bulgulara göre, birleşme öncesine göre birleşme sonrasında alacak devir hızındaki yavaşlama da bunu göstermektedir. Bu durum ise, ticari alacaklarda artışa neden olacağından bu artış da likidite oranlarından özellikle likit oranı doğrudan etkileyecektir.

Öte yandan, çalışmada likit oranla ilgili elde edilen bulgulara bakıldığında; cari oranda olduğu gibi, birleşmelerin şirketlerin likit oranları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Ancak, her ne kadar birleşen şirketlerin likit orana ait medyan ve aritmetik ortalama değerleri birleşmeyen kontrol grubu şirketlere nazaran düşük düzeyde olsa da ve birleşme sonrasına ait dönemde orana ait gerçek değerlerde de düşüş eğilimi gözlenirse de birleşen şirketlerin orana ait medyan ve aritmetik ortalama

değerlerinin birleşme öncesine göre birleşme sonrasında daha yüksek değerler aldığı görülmektedir. Bu durum, birleşmelerin kontrol grubu birleşmeyen şirketlere göre birleşen şirketlerin likit oran değerlerindeki etkisinin çok düşük seviyede kaldığını ifade etmektedir.

Konu ile ilgili olarak literatürde yapılan benzer çalışmalara göz atıldığında; Nuray Sezer'e ait çalışmada birleşen ve birleşmeyen şirketlerin likidite performansı likit oran ve faaliyet nakit akışı oranı ($\text{Net Satışlar} - (\text{SMM} + \text{GYG} + \text{Paz.Sat.Dağ.Gid.}) + \text{Amortisman} / \text{Toplam Varlıklar}$) açısından incelemeye alınmıştır. Bu bağlamda birleşme sonrasındaki üç yıllık süreçte birleşen şirketlerin likit orana ait medyan değerlerinde, birleşmeyen kontrol grubu şirketlere göre daha az oranda azalma meydana geldiği ve bu durumun istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu görülmüştür ($p < 0,05$). Aynı dönemde birleşen şirketlerin faaliyet nakit akışı oranına ait medyan değerlerinin artış eğiliminde olurken, birleşmeyen şirketlere ait değerlerin azalış eğiliminde olduğu belirtilmiştir. Buradan da, birleşen şirketlerin kontrol grubu birleşmeyen şirketlere nazaran likidite konusunda daha olumlu bir performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak, literatürde, birleşmelerin şirketlerin likidite performansları üzerinde olumlu bir etki yarattığının tespit edilmesine rağmen, yapılan çalışmada bu konuda istatistiksel açıdan anlamlı bulgulara ulaşılamamasının analizdeki örneklem sayısının küçük olmasından ya da dönemin piyasa koşullarından kaynaklanabileceği düşünülmektedir.

Birleşen şirketlerin birleşme yılından sonraki üç yıllık sürece ilişkin finansal performansı ile birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait finansal performansının analizinde; şirketlerin finansal performanslarını yansıtan karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oranlarından elde edilen bulgulara göre, toplamda 11 orandan yalnızca 1'inde istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir. Bu oran, borçlanma oranlarından yalnızca Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç (B1Oranı) oranıdır. Birleşen şirketler ile birleşmeyen şirketler arasında finansal performans açısından farklılık yaratan bu orana ait değerlerin birleşen şirketlerde birleşmeyen şirketlere göre daha düşük seviyede olduğu görülmektedir. Bu durumda, oran ile ilgili olarak, birleşen şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası durumundaki değişim de dikkate alındığında birleşmelerin şirketlerin borçlanma yapısından özellikle kısa vadeli

borçların toplam borçlar içindeki payında önemli ölçüde etkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İstatistiksel açıdan anlamlı sonuca ulaşılamayan ancak birleşen şirketlerin birleşmeyen şirketlere göre birleşme sonrası finansal performansında düşük de olsa farklılık yaratan oranlar şunlardır:

-Karlılık oranlarından;

- Esas Faaliyet Karı / Net Satışlar (K1 Oranı),
- Net Kar/ Net Satışlar (K2 Oranı),
- Net Kar/ Aktif Toplamı (K3 Oranı),
- Net Kar/ Özsermaye (K4 Oranı) oranları,

-Borçlanma oranlarından;

- Özsermaye / Aktif Toplamı (B2 Oranı),

-Faaliyet oranlarından;

- Satışların Maliyeti/ Ortalama Stoklar (F1 Oranı),
- Satışlar / Ortalama Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (F2 Oranı),
- Satışlar / Ortalama Aktif Toplamı (F3 Oranı),

-Likidite oranlarından;

- Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar (L1 Oranı),
- Dönen Varlıklar - Stoklar / Kısa Vadeli Borçlar (L2 Oranı)

Birleşen şirketlerin birleşmeyen şirketlere göre karlılık oranlarına ait değerlerin; K1 oranında yüksek iken K2, K3 ve K4 oranlarında düşük kaldığı görülmüştür. Borçlanma oranlarına gelindiğinde; birleşen şirketlerin B2 oranına ait değerlerin birleşmeyen şirketlere göre daha düşük seviyede kaldığı tespit edilmiştir. Faaliyet oranlarında; birleşen şirketlere ait değerlerin birleşmeyen şirketlere göre yalnızca F2 oranında yüksek olduğu, F1 ve F3 oranlarında ise birleşmeyen şirketlerden daha düşük değerler aldığı gözlenmiştir. Likidite oranlarında ise; birleşen şirketlere ait değerlerin hem L1 oranında hem L2 oranında birleşmeyen şirketlere göre daha düşük değerler aldığı elde edilen bulgular arasındadır.

6. GENEL DEĞERLENDİRME, SONUÇ VE ÖNERİLER

Birbirine zincirleme bağı unsurlardan oluşan ve dönemin koşullarına göre günden güne hızla yenilenerek büyüyen, gelişen ekonomik düzende, işletmelerin varlıklarını sürdürmeleri giderek daha zor hale gelmiştir. İşletme sayısının artmasıyla beraber rekabetin de yoğunluk kazandığı bu ortamda işletmeler, çeşitli politika ve yöntemlere başvurarak finansal performanslarını en üst seviyeye çıkarmak ve böylece rakiplerine karşı üstünlük elde etmek için çaba sarf etmektedirler.

İşletmelerin finansal performanslarını arttırmaları ise temelde; karlılık, borçlanma (mali yapı), faaliyet (etkinlik) ve likidite (nakit yaratma) olmak üzere dört ana unsurdaki olumlu yönde değişime bağlıdır. Kimi işletmeler, bu unsurlar üzerinde yeterince başarı sağlayamadıklarında ya da rakiplerine göre nispeten zayıf kaldıklarında, eksik noktalarını tamamlamak veya sahip oldukları alanlardaki güçlerini perçinlemek, var olan maliyetleri optimal seviyeye çekmek, pazara hakim konuma gelerek satışlarda artış sağlamak ve şirket değerini maksimize etmek gibi niyetlerle, birleşmedeki esas amaca bağlı olarak yatay, dikey veya karma şekillerde gerçekleşmek suretiyle birleşme yoluna gitmektedirler. Özellikle ekonomik krizin yaşandığı dönemlerde işletmeler, krizin işletmenin finansal performansı üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak ve krizi fırsata dönüştürerek işletme lehine avantaj sağlamak maksadıyla birleşme gerçekleştirmektedirler. Böylelikle işletmelerin, birleşme sayesinde bu temel unsurlar çerçevesinde sinerji yaratarak güç kazanacakları ve rakiplerine karşı üstünlük sağlayacakları beklenmektedir. Birleşmeler, devralma yoluyla ya da yeni şirket kurma yoluyla gerçekleşmektedir. Devralma yoluyla birleşmelerde, birleşen taraflardan biri tüzel kişiliğini kaybederken; yeni şirket kurma yoluyla birleşmelerde birleşen her iki tarafın da tüzel kişiliğini kaybetmesi ve yeni bir tüzel kişiliğin oluşması durumu söz konusudur.

Dünya üzerinde meydana gelen ekonomik gelişme ve değişmelere paralel olarak zaman içerisinde pek çok ülke ekonomisinin küresel ekonomiye dahil olmasıyla birlikte bu düzene ayak uyduran ülkemizde, bilhassa 2008 yılında patlak veren küresel kriz ve devamındaki süreçte, dünya çapında da çoğalan birleşmelerin birleşme sonrası finansal performansını ölçen yeterli seviyede nitelikli çalışmanın bulunmadığı görülmektedir. Bu bağlamda; 2009 – 2014 yıllarını kapsamak üzere birleşmelerin, şirketlerin finansal performanslarının göstergeleri olan karlılık, faaliyet (etkinlik), likidite (nakit yaratma)

ve borçlanma (mali yapı) oranları üzerindeki etkisinin belirlenmesi hususunda çalışma yapılmıştır. Bunun için, araştırma yapısına en uygun yöntem olan muhasebe verilerine dayalı yöntem tercih edilmiştir. Yöntemin mutlak ve görelî karşılaştırma olmak üzere iki temel uygulama biçimi vardır ve araştırmadan net bir sonuç elde edebilmek adına her iki biçim de uygulanarak elde edilen veriler üzerinde analiz ve yorum yapılmıştır.

Bu araştırma iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısımda, mutlak karşılaştırmanın yapılabilmesi için 2009 – 2014 yıllarında birleşen şirketlerin birleşme öncesi üç yıl ve birleşme sonrası üç yıla ait finansal performanslarını yansıtan karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oran değerlerine ulaşılmıştır. Daha sonra, her bir oran bazında ve her bir birleşen şirketin birleşme öncesi ve sonrası olmak üzere üçer yıllık değerlerinin aritmetik ortalamaları alınmıştır. Karlılık oranlarında zarar etkisinden dolayı negatif değerler de olduğu ve bu durumun aritmetik ortalama alınmasını mümkün kılmadığı için, ortalama değerler belirlenmeden önce her bir değerin standartlaştırılması yoluna gidilmiştir. Böylelikle standartlaştırılan ve ardından aritmetik ortalaması alınan iki döneme ait oran değerleri arasında öncesi-sonrası ilişkisi çerçevesinde karşılaştırma yapılmıştır. Karşılaştırmanın yapılması aşamasında; araştırmaya dahil örneklem sayısının küçük olmasından ötürü verilerin temel varsayımları karşılayamadığı görülmüş ve parametrik olmayan yöntemlerin incelenmesi sonucu analize en uygun tekniğin “Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi” olduğuna karar verilerek veriler SPSS 16.0 Paket Programı’nda test edilmiştir. Analize katkı sağlaması amacıyla, tanımlayıcı istatistikî değerlerden de yararlanılmış ve bunun için her bir oran bazında araştırma kapsamındaki şirketlerin verilerine ait aritmetik ortalama ve medyan değerleri de hesaplanmıştır.

Çalışmada, devralma yoluyla birleşmeler araştırma kapsamına dahil edilmiştir; şirket verilerine eksiksiz bir şekilde ulaşmanın güçlüğü, devralan şirketlerin BİST’te işlem görüyor olmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Ancak finans ve madencilik sektörlerinde farklı muhasebe politikaları uygulandığı için bu sektörlerdeki işletmeler analize dahil edilmemiştir.

Araştırmanın ikinci kısmında, görelî karşılaştırma yapabilmek için öncelikle devralan şirketlerle aynı sektörde yer alan ve devralma yılı itibarıyla birleşmeyen şirketler tespit edilmiştir. Devralan şirketle aynı sektörde yer alıp birleşmeyen şirketler arasında aktif büyüklüğü devralan şirkete en yakın olan şirketler kontrol grubu olarak

belirlenmiştir. Verilerine eksiksiz bir şekilde ulaşamayan hem devralan hem de kontrol grubu şirketler araştırmanın kapsamına alınmamıştır.

Araştırmanın ikinci kısmı, devralan şirketlerin birleşme sonrası karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oran değerleri ile birleşmeyen kontrol grubu şirketlerin aynı döneme ait oran değerlerinin karşılaştırılarak iki grup şirket verileri arasındaki farkın istatistiksel açıdan belirlenmesi üzerinedir. Bu aşamada iki grup şirkete ait verilerin parametrik olmayan (bu kısımda da örneklem sayısı küçük olduğu için veriler temel varsayımları karşılayamamaktadır) ve birbirinden bağımsız bir yapıda olması gerekçesiyle veriler üzerinde, analize en uygun test olan “Mann Whitney U Testi” uygulanmıştır. Bunun için yine SPSS 16.0 Paket Programı tercih edilmiştir.

Çalışmada, 2009 - 2014 yıllarında devralma yoluyla birleşen toplamda 52 adet halka açık şirket bulunduğu tespit edilmiştir. Ancak bu şirketlerden 17 âdetinin finans veya madencilik sektöründe olması, 6 âdetinin birleşme faaliyetinden sonra borsada işlem görmemesi, 8 âdetinin SPK tarafından iptal edilmesi ve 4 âdetinin de verilerinin tam olmaması sebebiyle bu şirketler dışında kalan 21 adet şirket dahil edilmiştir.

Devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ait finansal performanslarının belirlenmesi aşamasında, verileri eksiksiz olan ve analiz koşullarına uyan 21 adet devralan şirketin, birleşme öncesi finansal performansları ile birleşme sonrası finansal performansları arasında istatistikî açıdan anlamlı bir fark olup olmadığının tespiti için şirketlere ait veriler test edilmiştir. Bu bağlamda karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oranlarından elde edilen bulgulara göre borçlanma oranlarından Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç ve Özsermaye / Aktif Toplamı oranları ile faaliyet oranlarından Ortalama Satışlar / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar oranında istatistikî açıdan anlamlı sonuca ulaşılmıştır. Bu durumda çalışmada kullanılan 11 orandan 8’inde istatistikî açıdan anlamlı bulgulara ulaşamamıştır.

Elde edilen bulgular çerçevesinde; birleşmelerin devralan şirketlerin borçlanma yapısı üzerinde belirgin bir etkisinin olduğu, faaliyet yapısında ise özellikle alacak devir hızında etki bıraktığı sonucuna ulaşılmıştır. İstatistikî açıdan anlamlı bulunan sonuçlar değerlendirildiğinde; devralan şirketlerin birleşme sonrasında kısa vadeli borçlara ait payın toplam borçlar içinde azaldığı, uzun vadeli borçlara ait payın ise arttığı gözlenmiştir. Ayrıca, toplam borçların payının toplam aktifler içerisinde arttığı da

borçlanma oranlarına ait analiz sonucundan elde edilen bulgular arasındadır. Faaliyet oranlarından alacak devir hızında ise, devralan şirketlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrasında azalış olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, birleşmenin devralan şirketlerin alacaklarını tahsil süresinin uzadığını ifade etmektedir. Devralan şirketlerin birleşme sonrası alacak tahsil süresinin uzaması her ne kadar olumsuz bir durum şeklinde bir algı oluştursa da, şirketlerin borçlanma durumu göz önüne alındığında toplam borçlar içerisinde uzun vadeli borçlara ait payın birleşme sonrasında artış gösterdiği, dolayısıyla şirketlerin likidite açısından ciddi ölçüde sıkıntıya düşmeyeceklerini göstermektedir. Bu bağlamda birleşmelerin devralan şirketlerin mali yapısı üzerinde sinerjik bir etki yarattığı söylenebilir.

Öte yandan, istatistikî açıdan anlamlı olmasa da devralan şirketlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrası karlılık oranları üzerinde de dikkate değer bulgular olduğu tespit edilmiştir. Birleşme sonrasında orana ait medyan değerlerinde, esas faaliyet kar marjında az da olsa artış gözlenirken net kar marjı, aktif karlılık ve özsermaye karlılığında az da olsa azalış gerçekleşmiştir. O halde, şirketlerin birleşme sonrasında birleşme öncesine göre ya satışlarında ekstra bir artış ya da maliyetlerinde ekstra bir düşüş meydana geldiğini ifade etmektedir. Ancak her ne kadar bu durum esas faaliyet kar marjını az da olsa arttırsa da birleşme sonrasında şirketlerin faaliyet ve finansman giderlerinde ekstra bir artış gerçekleşmesi net kar marjını düşürecektir. Diğer yandan, aktif karlılığında ve özsermaye karlılığında birleşme sonrasında az da olsa düşüş yaşanması, şirketlerin birleşmeyle birlikte büyüyen özsermaye ve aktif yapısını yeterince etkin kullanamadığının bir göstergesidir. Bu durum aynı zamanda şirketlerin özsermaye ve aktiflerinin büyümesine rağmen net karlılıkta aynı oranda büyüme gerçekleşmediğinin bir diğer ifadesidir. Birleşme sonrasında alacak devir hızının düşüş göstermesi de bu durumla bağlantılı olarak, devralan şirketlerin müşterilerinden olan alacakları konusunda vadeyi uzatarak onlara opsiyon sağladığını, böylece satışlarda ve dolayısıyla karlılıkta artış beklentisi oluşturdıklarını düşündürmektedir. Satışlardaki artış beklentisinin gerçekleşmesi ise, devralan şirketlerin aktif ve stok devir hızlarına da olumlu yansıyacak, istatistiksel açıdan anlamlı olmasa da birleşme sonrasında az da olsa düşüş gösteren aktif devir hızına ve az da olsa artış gösteren stok devir hızına ait değerleri yükselterek devralan şirketler lehine avantaj oluşturacaktır.

Çalışmada birleşmeyle birlikte likidite oranlarında gerçekleşen değişim incelendiğinde; birleşme sonrasında toplam borçlar içerisindeki uzun vadeli borçlara ait payın artarak kısa vadeli borçlara ait payın azalmasına neden olduğu, buna rağmen bu durumun devralan şirketlerin likiditesi üzerinde önemli ölçüde olumlu bir etki yaratmadığı görülmüştür. Şöyle ki, devralan şirketlerin birleşme sonrasında cari oran değerleri az miktarda da olsa azalmış, likit oran değerleri ise az miktarda artmıştır. Buradan, her ne kadar devralan şirketlerin kısa vadeli borçlarının payı toplam borçlar içerisinde azalsa da kısa vadeli borçların miktar olarak artış göstermiş olabileceği düşünülmektedir. Bu durum ise likidite oranları üzerinde etki yaratacaktır. Diğer taraftan, birleşme sonrasında likit oranda az da olsa artış gerçekleşmesinin alacak devir hızındaki yavaşlamadan kaynaklanabileceği düşünülmektedir.

2009 – 2014 yıllarında devralma yoluyla birleşen şirketler ile aynı yıllar itibariyle bu şirketlerin kontrol grubunu oluşturan birleşmeyen şirketlerin finansal performanslarının belirlenmesi aşamasında 21 adet birleşen şirket ile 21 adet birleşmeyen şirketin finansal performansları arasında istatistikî açıdan anlamlı bir fark olup olmadığı (birleşen şirketlerin birleşme sonrasına tekabül eden üç yıllık sürece ait veriler) test edilmiştir. Bu bağlamda karlılık, borçlanma, faaliyet ve likidite oranlarından elde edilen bulgulara göre; yalnızca borçlanma oranlarından Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranında istatistikî açıdan anlamlı sonuca ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile çalışmada kullanılan 11 oranın 10'unda istatistikî açıdan anlamlı bulgulara ulaşılamamıştır.

Birleşme sonrasına tekabül eden üç yıllık süreçte, birleşen şirketler ile birleşmeyen şirketlerin borçlanma yapısında farklılık meydana geldiği, bu farklılığın özellikle Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranında istatistikî açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir. İstatistikî açıdan anlamlı bulunan orana ait sonuçlar değerlendirildiğinde; birleşen şirketlerin toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçlarına ait payının birleşmeyen şirketlere göre düşük olduğu, dolayısıyla birleşmeyle birlikte devralan şirketlerin uzun vadeli borçlanma yapısına ağırlık verdiği bilgisine ulaşılmıştır. Bu durum, çalışmanın ilk kısmında devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç oranından elde edilen istatistikî açıdan da anlamlı kabul edilen bulgularla da desteklenmektedir. Şöyle ki devralan şirketlerin birleşme sonrasına ait oran değerleri birleşme öncesine göre düşüş göstermiştir. O halde, oranla ilgili olarak çalışmanın iki kısmından da elde edilen bulgular birbirini destekleyici niteliktedir.

Öte yandan, çalışmanın ilk kısmında Ortalama Satışlar / Kısa Vadeli Ticari Alacaklar (Alacak Devir Hızı) oranı ve Özsermaye / Aktif Toplamı oranı ile ilgili olarak devralan şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası değerleri arasından istatistikî açıdan anlamlı bulgulara ulaşılmış, iki orana ait değerlerin birleşme sonrasında düşüş gösterdiği tespit edilmişti. Fakat çalışmanın ikinci kısmında, birleşen şirketler ile birleşmeyen şirketlerin her iki orana ait değerleri arasında istatistikî açıdan anlamlı bulgulara ulaşamadığı tespit edilmiştir. Bu durumla ilgili olarak, oran değerleri üzerinde şirketlerin içinde bulundukları piyasa koşullarının etkili olabileceği tahmin edilmektedir.

Her ne kadar istatistikî açıdan anlamlı bulgular elde edilmese de çalışmanın ikinci kısmında da karlılık oranlarından elde edilen bulgular ilk kısımdan elde edilen bulguları destekleyici niteliktedir. Bu aşamada birleşme sonrasına ait üç yıllık süreç itibarıyla birleşen şirketlerin esas faaliyet kar marjına ait değerlerinin birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait değerlerinden az da olsa yüksek olduğu tespit edilmiştir. Birleşen şirketlerin esas faaliyet kar marjı üzerindeki bu olumlu tespit, şirketlerin diğer karlılık oran değerlerinde (Net Kar Marjı, Aktif Karlılık ve Özsermaye Karlılığı) görülememiş, birleşen şirketlerin oran değerleri birleşmeyen şirketlere göre daha düşük seviyede kalmıştır. Zaten çalışmanın ilk kısmında da birleşen şirketlerin birleşme sonrasında birleşme öncesine göre karlılık oranlarından yalnızca esas faaliyet kar marjında az da olsa artış yönünde, diğer karlılık oranlarında aksi yönde değişim gözlenmişti. O halde, birleşmenin devralan şirketlerin kar marjlarından yalnızca esas faaliyet kar marjı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu ancak bu etkinin çok düşük seviyede kaldığı söylenebilir.

Diğer taraftan karlılık oranlarıyla ilgili olarak çalışmanın her iki kısmından elde edilen bulgular birbirini destekleyici nitelikte olsa da veriler üzerinde istatistikî açıdan anlamlı sonuçlara ulaşamamıştır. Bu durum, birleşmelerin şirketlerin kar marjları üzerinde yeterince etkisinin bulunmadığını ifade etmektedir. Ancak, elbette ki birleşmenin şirketlerin kar marjları üzerinde önemli ölçüde etkisinin bulunmaması, şirketlerin birleşme sonrasında satışlarının artmadığının bir göstergesi değildir. Yani, birleşme sonrasında şirketlerin satışlarında ve maliyetlerinde aynı miktarda artış yaşanmış olabilir ve bu durum tahmin edildiği üzere kar marjında bir değişikliğe yol açmayacaktır. Ancak yine de şirketlerin satışları artsa dahi kar marjında artış

yaşanmaması karlılık üzerinde, birleşmeden beklenen sinerjik etkinin yaratılamadığını göstermektedir.

Çalışmanın ikinci kısmında stok ve aktif devir hızları ile ilgili olarak elde edilen bulgular neticesinde, birleşmenin stok ve aktif devir hızları üzerinde dikkate değer bir etki yaratmadığı söylenebilir. Öte yandan, her iki orana ait medyan değerinin birleşme öncesine göre birleşme sonrasında düşük düzeyde de olsa artış göstermesine rağmen birleşen şirketlerin birleşme sonrasına ait değerlerinin birleşmeyen şirketlerin aynı döneme ait değerlerine nazaran düşük kaldığı gözlenmektedir. O halde, bu oranlarla ilgili olarak birleşmeyle birlikte devralan şirketler üzerinde beklenen olumlu etkinin yeterince oluşturulamadığı söylenebilir. Elde edilen bu bulgular neticesinde her ne kadar birleşmeden sonra devralan şirketlerin aktiflerini etkin kullanmada iyileşme sağladığı ve satışlarını arttırdığı düşünülse de bu durum birleşmeyen şirketlere ait değerlerle kıyaslandığında birleşen şirketler açısından önemli ölçüde bir iyileşme olmadığını ifade etmektedir.

Birleşme sonrasında toplam borçlar içerisinde kısa vadeli borçlara ait payın azalması ile birlikte birleşen şirketlerin likidite durumu üzerinde her ne kadar olumlu yönde bir gelişme beklense de, çalışmanın ikinci kısmında likidite oranlarından elde edilen bulgulara göre beklentilerin karşılanamadığı görülmüştür. Şöyle ki birleşme öncesine göre birleşme sonrasında şirketlerin cari oranında düşüş, yani dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını ödeme gücünde zayıflama gözlenmiştir. Bu konuyla ilgili olarak birleşme sonrasına tekabül eden süreç itibarıyla birleşen ve birleşmeyen şirketler arasında kıyaslamaya gidildiğinde ise birleşmeyen şirketlerin birleşen şirketlere göre daha iyi konumda olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan, stokların likidite üzerindeki etkisi göz ardı edildiğinde, birleşen şirketlerin birleşme sonrasında kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün arttığı görülmüştür. Ancak yine de birleşme sonrasına tekabül eden süreç itibarıyla birleşen şirketlerin birleşmeyen şirketlere göre bu konuda zayıf kaldıkları tespit edilmiş ve bu durumda birleşmelerin şirketlerin nakit yaratma gücünde beklenen etkiyi yaratamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak konuyla ilgili elde edilen tüm veriler, birleşmelerin devralan şirketlerin finansal performansı üzerinde etkili olduğunu; bu etkinin özellikle şirketlerin borçlanma (mali yapı) ve faaliyet (etkinlik) yapısı üzerinde belirginleştiğini, karlılık ve likidite yapısı üzerinde ise beklentiyi karşılayacak ölçüde olmadığını göstermektedir.

Öte yandan, kimi şirketler vergi avantajı sağlama gibi işletme performansı ile ilgili olmayan sebeplerle birleşebilmektedir. Bu bağlamda, her bir şirketin birleşme ile birlikte hedeflediği unsurların neler olduğu ve bu hedeflere hangi ölçüde ulaşıldığı, hedeflere ulaşırken birleşme aşamasında ve sonrasında piyasa koşullarının elverişli olup olmaması ve bu aşamada karşılaşılan güçlükler ayrıntılı bir şekilde araştırılmalı ve sonuçlar bu çerçevede değerlendirilmelidir.



KAYNAKÇA

- Akal, Z. (2000). *İşletmelerde performans ölçüm ve denetimi*. Ankara:Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları.
- Akay, H. (1997). *İşletme birleşmeleri ve muhasebesi*. İstanbul:Yaylın Matbaası.
- Akdağ, S. (2015). *Şirket değerlemesi ve bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul:Okan Üniversitesi.
- Akdoğu, E. (2011), Türkiye’ de 1988-2008 dönemindeki firma birleşmeleri, birleşme dalgaları ve genel tablo. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (52), 137-152.
- Alpar, R. (2017). *Çok değişkenli istatistiksel yöntemler*. 5.Baskı. Ankara:Detay Yayıncılık.
- Altunışık, R., Coşkun, R., Bayraktaroğlu, S., Yıldırım, E., (2007), *Sosyal bilimlerde araştırma yöntemleri*. 5.Baskı. Sakarya:Sakarya Yayıncılık.
- Aydın, N. (1988). *İşletmelerin birleşmesinde finansal analiz ve bir uygulama örneği*. Doktora Tezi, Eskişehir:Anadolu Üniversitesi.
- Aydın, N. (2004). *Birleşme ve satın almalarda işletme değerlemesi*. H. Sumer ve H. Pernsteiner (Editörler), *Şirket Birleşmeleri içinde* (s. 193-211). İstanbul:Alfa Yayınları
- Bektöre, S.; Çömlekçi, F.; Sözbilir, H. (2015). *Mali tablolar analizi*. Eskişehir:Nisan Kitabevi.
- Bilgin, F.Z. ve Eren Erdoğan İ. (2004). *Birleşme ve devralmalarda uluslararası boyut ve pazarlama yansımaları*. H. Sumer ve H. Pernsteiner (Editörler), *Şirket Birleşmeleri içinde* (s. 431-467). İstanbul: Alfa Yayınları
- Bruner, R.B. (2004). *Applied mergers and acquisitions*. New Jersey:John Wiley&Sons, Inc.
- Büyüköztürk, Ş. (2002). *Sosyal bilimler için veri analizi el kitabı*. 2.Baskı. Ankara:Pegem A Yayıncılık

- Ceylan, A.; Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde finansal yönetim*. 10. Baskı. Bursa:Ekin Basım Yayın.
- Ekici, H. (2013), Şirket değerlendirme kavramı, değerlendirme kavramının farklı alanlar açısından incelenmesi ve değerlemenin hukuksal boyutu. *Vergi Sorunları Dergisi*, (303), 161-168.
- Elmas, B. (2015). *Finansal tablolar analizi*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Ercan, M.K.; Ban, Ü. (2008). *Finansal yönetim*. Ankara:Gazi Kitabevi.
- Erilli, N.A. (2015). *İstatistik 2*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu 2013
- Franks J.R. ve Scholefield H.H. (1977). *An introduction to merger strategy and company valuation*. Franks J.R. ve Scholefield H.H. (Editörler), Corporate Financial Management içinde (s.239-249). Westmead:Gower Press.
- Gaughan, P.A. (2015). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Sixth Edition. New Jersey:John Wiley & Sons.
- Gökbel, D. (2004). *Farklı ülke şirketleri arasındaki birleşmelerin Türk hukukundaki vergisel sonuçlarının Avrupa Birliği Hukuku ile karşılaştırılması*. H. Sumer ve H. Pernsteiner (Editörler), Şirket Birleşmeleri içinde (s. 23-47). İstanbul:Alfa Yayınları
- Gregoriou G. N. and Renneboog L. (2007). *Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990*. Gregoriou G. N. and Renneboog L. (Editors), International mergers and acquisitions activity since 1990 içinde (s.1- 20). Amsterdam:Elsevier.
- Gürdal, S. (2004). *Pazarlamanın yarattığı değerler*. H. Sumer ve H. Pernsteiner (Editörler), Şirket Birleşmeleri içinde (s. 491-507). İstanbul:Alfa Yayınları
- Gürsakaç, N. (2002). *Bilgisayar uygulamalı istatistik II*. İstanbul:Alfa Basım Yayın.
- Hopkins, H.D. (1999), Cross-border mergers and acquisitions: global and regional perspectives. *Journal of International Management*5 (3) 207-239.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1075425399000149?via%3Dihub#aep-section-id8>,(Erişim Tarihi: 20.04.2019).

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, 2004, İşletme Birleşmeleri, TFRS 3

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, 2016, Nakit Akış Tablosu, TMS 7

Karavardar, A. (2003). *şirket değerlemesi ve bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: Marmara Üniversitesi.

Kılıç, U.H. (2014). *Kobi sahipleri ve finansçı olmayan yöneticiler için finans*. 2.Baskı. Ankara:Sinemis Yayınları.

Martynova M. ve Renneboog L., (2008). *A century of comporate takeovers:what have we learned and where do we stand*.Bekaert G. ve Alexander C. (Editörler), Journal of Banking&Finance içinde (s.2148-2177). İstanbul: Alfa Yayınları

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

Öztunalı, A. (2008). *Birleşme ve satın almalar yoluyla değer yaratımı*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara:Ankara Üniversitesi.

Rekabet Kurumu, (2003). Yıllık Faaliyet Raporu.

Rekabet Kurumu, (2008). Yıllık Faaliyet Raporu.

Rekabet Kurumu, (2009). Yıllık Faaliyet Raporu.

Sak, S. (2010). *Avrupa Birliği'nde firma birleşmeleri ve Türkiye'nin uyumu*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara:Ankara Üniversitesi.

Sarıca, S. (2008), ABD; AB ve Türkiye'nin firma birleşmelerine yaklaşımı. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 4 (1), 51-82.

Sarıkamış, C. (2003). *şirket birleşmeleri*. İstanbul:Avcıol Basım Yayın.

- Serçe, M. (2009). *Şirket birleşmelerinin finansal değerlemesi ve Türkiye’ de şirket birleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul:Marmara Üniversitesi.
- Sevinç, A. (2008). *Firma değerini etkileyen unsurlar ve nakit akışı metoduna ilişkin bir uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul:Kadir Has Üniversitesi.
- Seyidoğlu, H. (1992). *Ekonomik terimler ansiklopedik sözlük*. Ankara:Güzem Yayınları.
- Sezer, N. (2012). *Şirket birleşmeleri ve performans ölçümü: Türkiye’ de halka açık şirket birleşmelerinin faaliyet performansı üzerine bir uygulama*. Doktora Tezi, Ankara:Başkent Üniversitesi.
- Şahin, İ.E. (2011). *Birleşme ve satın almaların finansal oranlar yoluyla işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisinin incelenmesi*. Doktora Tezi, Afyonkarahisar:Afyon Kocatepe Üniversitesi.
- Şengür, E.D.; Çiftçi, H.N. (2011), İşletmelerde faaliyetlerin sınıflandırılması ve finansal raporlama üzerindeki etkileri. *İSMMMO Mali Çözüm Dergisi*, (108), 35-64.
- Weston J.F., Chung K. S. and Hoag S.E. (1990). *Mergers, restructuring and corporate control*. New Jersey:Prentice Hall International Editions'dan aktaran Turan İçke B. (2007)Şirket Birleşmeleri, Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü. İstanbul:Derin Yayınları, s.17.
- Weston J.F., Chung K.S., Hoag S.E. (1990). *Mergers, restructuring, and corporate control*, Prentice Hall International Editions’ dan aktaran İÇKE, B.T., (2007), *Şirket birleşmeleri, hisse senedi değeri ve finans sektörü*. İstanbul:Derin Yayınları.
- Yılğör, A. G. (2004). *Şirket birleşme, ele geçirme ve satın alma işlemlerinin finansal çerçevesi*. H. Sumer ve H. Pernsteiner (Editörler), Şirket Birleşmeleri içinde (s.381-408). İstanbul:Alfa Yayınları
- Yılmaz, M. (2010). *Şirket birleşme ve devralmalarının getiri üzerinde etkisi ve İMKB’ de bir uygulama*. Doktora Tezi, İstanbul:Kadir Has Üniversitesi.

İNTERNET SİTELERİ

<http://www.tuicakademi.org/cumhuriyetin-ilk-yillarinda-turkiye-ekonomisi/>,

Erişim

Tarihi:21.04.2019

<https://www.iktisatsozlugu.com/nedir-1515-oz-sermaye-#.XNsUWI4zaUl>, Erişim Tarihi:

26.03.2019



EKLER

EK 1:LİTERATÜR TARAMASI							
SIRA NO	ESER ADI	ESER TÜRÜ	ARAŞTIRMA AMACI	ARAŞTIRMA SORUSU	YÖNTEM	YAZAR ADI	YIL
1	İşletmelerin birleşmesinde finansal analiz ve bir uygulama örneği	Doktora Tezi	Türkiye’de 1980 yılı sonrasında uygulamaya konulan ekonomik politikaların değişmesi ile işletmelerde ortaya çıkan finansal güçlüklerin atlatılmasında önemli bir araç olarak olabilecek işletme birleşmelerinin finansal analizi, bu çalışmanın amacını oluşturmaktadır.	İşletme birleşmelerinin finansal analizi ne şekilde ve hangi aşamalarla yapılmaktadır?	Çalışmada işletme değerlemesinde nakit akışları yöntemi kullanılarak değerlendirme yapılmıştır.	Nurhan AYDIN	1988
2	Şirket birleşmeleri ve Türkiye'yle Dünya'daki şirket birleşme örnekleri	Yüksek Lisans Tezi	Bu çalışmanın amacı, şirketlerdeki birleşme ve satın alma durumlarını detaylandırarak şirket birleşmelerine ilişkin bilgilendirici örnekler vermektir.	Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin nedenleri ile bu faaliyetlerden beklenen faydalar nelerdir ve bu duruma ilişkin olarak hangi örnekler verilebilir?	Çalışmada, ilgili çalışmaların incelenmesi suretiyle literatür taraması yöntemi kullanılmıştır.	Hüseyin Emre ONUR	2008
3	Şirket	Yüksek	Bu çalışmanın amacı,	Şirket birleşmelerinin	Çalışmada, ilgili	Melike SERÇE	2009

	birleşmelerinin finansal değerlemesi ve Türkiye’ de şirket birleşmeleri	Lisans Tezi	ülkemizde şirket birleşmeleri konusunun başta finansal açıdan olmak üzere birçok yönden detaylı bir şekilde analiz edilmesidir.	finansal analizi nasıl yapılmaktadır ve Türkiye’ deki şirket birleşmeleri süreci nasıl gerçekleşmektedir?	çalışmaların incelenmesi suretiyle literatür taraması yöntemi kullanılmıştır.		
4	Şirket birleşmeleri ve bir örnek çalışma: Arçelik A.Ş. ile Grundig Elektronik A.Ş. Birleşmesi	Yüksek Lisans Tezi	Çalışmada, Arçelik A.Ş. ile Grundig A.Ş. örnek birleşmesinde, şirketlerin değerlemesinde indirgenmiş nakit analizi, piyasa çarpanları ve özkaynak yöntemlerine göre birleşme ve değiştirme oranlarının tespiti amaçlanmaktadır.	Arçelik A.Ş. ile Grundig A.Ş. örnek birleşmesinde, şirketlerin değerlemesinde indirgenmiş nakit analizi, piyasa çarpanları ve özkaynak yöntemlerine göre birleşme ve değiştirme oranları nasıl belirlenir ve birleşme esnasındaki hangi yöntem birleşmenin başarısının etkileyecek en ideal yöntemdir?	Arçelik A.Ş. ile Grundig A.Ş. birleşmesinde; birleşmeye konu şirketlerin indirgenmiş nakit analizi, piyasa çarpanları ve özkaynak yöntemlerine göre birleşme ve değiştirme oranları hesaplanarak değerlendirilmiştir.	Basri ARI	2010
5	Avrupa Birliği’nde firma birleşmeleri ve Türkiye uyumu	Yüksek Lisans Tezi	Bu araştırmanın amacı, firma birleşmeleri açısından Avrupa Birliği ve Türkiye arasındaki farklılıkları ortaya koyarak, hem Avrupa Birliği’ne üyelik sürecinde, hem de uluslararası pazarda Türk firmalarının rekabet	Firma birleşmeleri açısından Avrupa Birliği ile Türkiye arasında ne gibi farklılıklar mevcuttur ve bu konuyla ilgili olarak Türkiye ile Avrupa Birliği arasındaki uyum	Çalışmada, ilgili çalışmaların incelenmesi suretiyle Literatür Taraması yöntemi kullanılmıştır.	Saide SAK	2010

			güçlerinin artırılmasına yönelik çabalara bir katkı sağlamaktır.	durumu nedir?			
6	Birleşme ve satın alma işlemlerinin şirket ve sektör düzeyinde etkileri	Makale	Bu çalışmanın amacı şirket birleşme ve satın alma (B&S) işlemlerinin hem mikro hem makro düzeyde etkilerini konu alan çalışmaları inceleyen bir literatür taraması ortaya koymaktır.	Şirket birleşme ve satın alma (B&S) işlemlerinin hem mikro hem makro düzeydeki etkileri nelerdir?	Çalışmada, ilgili çalışmaların incelenmesi suretiyle literatür taraması yöntemi kullanılmıştır.	Elif AKBEN SELÇUK, Emin KÖKSAL Ayşe ALTIOK YILMAZ	2016
7	Devralma yoluyla şirket birleşmelerinde birleşme sonrası mali performansın oranlar yöntemiyle belirlenmesi	Yüksek Lisans Tezi	Devralma yoluyla şirket birleşmelerinde Birleşme sonrası mali performansın oran analizi ile örnek şirket verileri üzerinden belirlenmesi amaçlanmaktadır.	Devralma yoluyla gerçekleşen şirket birleşmelerinin birleşme sonrası mali performans etkisi nedir?	Tablolar analizinde ve mali performansın belirlenmesinde oran analizi aracılığıyla muhasebe verilerine dayalı yöntem kullanılmıştır.	Osman Kürşat ONAT	2006
8	Türkiye’de şirket birleşmelerinde birleşme etkinliklerinin veri zarflama analizi yoluyla belirlenmesi	Makale	Bu çalışmada, Türkiye’de faaliyet gösteren ve BİST’ kote olmuş 13 şirketin 2003-2006 yılları arasındaki farklı dönemlerde devralan şirket konumunda olarak gerçekleştirdikleri şirket birleşme işlemlerinin etkinliklerinin belirlenmesi	Türkiye’de faaliyet gösteren ve BİST’ kote olmuş 13 şirketin 2003-2006 yılları arasındaki farklı dönemlerde devralan şirket konumunda olarak gerçekleştirdikleri şirket birleşme işlemlerinin	Bu çalışmada; şirket birleşme işlemlerinin etkinlikleri Veri Zarflama Analizi (VZA) yöntemi kullanılarak belirlenmeye çalışılmıştır.	İsmet TİTİZ, Yusuf Demir, Osman Kürşat Onat	2007

			amaçlanmıştır.	etkinliği veri zarflama analizi yoluyla nasıl belirlenir?			
9	Birleşme ve satın almalar yoluyla değer yaratımı	Doktora Tezi	Bu çalışmada, Türkiye’deki 2000 - 2007 yılları arasında kamuoyuna duyurulan 116 şirket birleşmesi, hedef ve alıcı şirket hissedarlarının kazanç-kayıp durumları ve bunlara etki eden faktörlerin analiz edilmesi amaçlanmaktadır.	Türkiye’deki 2000 - 2007 yılları arasında gerçekleşen ve kamuoyuna duyurulan şirket birleşmeleri hangileridir, bu birleşme faaliyetlerinden ötürü oluşan kazanç-kayıp durumları ve bunlara etki eden faktörler nelerdir?	Çalışmanın ilk bölümünde olay çalışması yönteminden; ikinci bölümünde, çoklu regresyon yönteminden faydalanılmıştır.	Aydın ÖZTUNALI	2008
10	Şirket birleşmelerinin ve satın almaların şirket performansına etkileri	Yüksek Lisans Tezi	Türk bankacılık sektöründe 2005 ve 2006 yıllarında gerçekleşen banka satın almalarının satın alınan bankaların performanslarını nasıl etkilediğinin belirlenmesi amaçlanmaktadır.	Türk bankacılık sektöründe şirket birleşmeleri ve satın almaları şirket performanslarını hangi yönde etkilemektedir?	Türk bankacılık sektöründe şirket birleşmeleri ve satın almalarının şirket performanslarını hangi yönde etkilediği veri zarflama analizi ve Malmquist TFV endeksi yöntemleriyle incelenmiştir.	Merve KILIÇ	2009
11	Şirket birleşme ve devralmalarının getiri üzerinde	Doktora Tezi	Bu çalışmada, Türkiye’deki şirket birleşme ve devralmalarının, hisse	Türkiye’deki şirket birleşme ve devralmalarının, hisse	Çalışmada, olay çalışmaları yöntemi kullanılmıştır.	Metin YILMAZ	2010

	etkisi ve İMKB’da bir uygulama		senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerde alıcı ve hedef şirket hisse senedi fiyatlarına kısa dönemli etkisinin analizi amaçlanmıştır.	senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerde alıcı ve hedef şirket hisse senedi fiyatlarına kısa dönemli etkisi nedir?			
12	Şirket birleşmelerinde birleşme sonrası finansal etkinliğin ölçülmesi	Yüksek Lisans Tezi	Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren Koç Bank A.Ş. ile Yapı kredi A.Ş. adlı iki şirket birleşmesinin finansal performans kriterleri kullanılarak birleşme sonrası finansal etkinliğin incelenmesi, ölçülmesi ve analizi amaçlanmaktadır.	Türkiye’de faaliyet gösteren Koç Bank A.Ş. ile Yapı kredi A.Ş. adlı iki şirket birleşmesinin finansal performans kriterleri kullanılarak birleşme sonrası finansal etkinliği nasıl ölçülür ve analizi sağlanır?	Çalışmada Veri Zarflama Analizi Yöntemi kullanılarak birleşmeyi gerçekleştiren firmaların, birleşme öncesi ve sonrası etkinlikleri belirlenmiştir. Ayrıca birleşme öncesi dönem ve sonrası dönemi analiz edilirken ilgili şirketlerin konsolide bilançolarından da yararlanılarak veriler elde edilmiştir.	Şenol KILIÇASLAN	2010
13	Başarılı şirket birleşmelerinin performanslarının	Yüksek Lisans Tezi	Çalışmanın amacı, incelemeye alınan firmaların hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satın almalarına	İncelemeye alınan firmaların hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satın almalarına karşı	Getirilerin hesaplanmasında olay çalışmaları yönteminin piyasa modeli	Okan UZUN	2010

	ölçümü		karşı verdikleri tepkinin belirlenmesidir.	verdikleri tepki nedir ve nasıl belirlenmektedir?	kullanılmıştır.		
14	Birleşme ve satın almaların finansal oranlar yoluyla işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisinin incelenmesi	Doktora Tezi	Çalışmadaki amaç, birleşmelerin finansal analizinde kullanılan oranlarla işletme finansal performansı arasında bir ilişkinin var olup olmadığının incelenmesidir.	Birleşmelerin finansal analizinde kullanılan oranlarla işletme finansal performansı arasında bir ilişki var mıdır?	Finansal performans göstergesi olan öz sermaye karlılığı ile likidite, karlılık, mali yapı ve piyasa performanslarını yansıtan 8 oran seçilerek muhasebe verilerine dayalı çalışma yöntemi aracılığıyla veriler arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak analiz edilmiştir.	Kenan İLARSLAN	2011
15	Şirket birleşmelerinin etkinlik açısından değerlendirilmesi ve Türk bankacılık sektöründe bir uygulama	Doktora Tezi	Çalışmada Türk bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşmeler ve Koçbank A.Ş.'nin Yapı Kredi A.Ş. ile birleşmesinde her iki bankanın devir öncesindeki bireysel performansları ile birleşme sonrasındaki tek bir banka olarak Yapı Kredi A.Ş.'nin performansının etkinlik açısından değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.	Türk bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşmeler ve Koçbank A.Ş.'nin Yapı Kredi A.Ş. ile birleşmesinin birleşme öncesi ve sonrası performanslarını etkinlik açısından nasıl değerlendirilir?	Çalışmada Türk bankacılık sektöründe gerçekleşen Koçbank A.Ş.'nin Yapı Kredi A.Ş. ile birleşmesi. Veri Zarflama Analizi yöntemi ve Malmquist toplam faktör verimliliği endeksi kullanılarak değerlendirilmiştir.	İbrahim Erem ŞAHİN	2011

16	Şirket birleşmeleri ve performans ölçümü: Türkiye’de halka açık şirket birleşmelerinin faaliyet performansı ölçümü üzerine bir uygulama	Doktora Tezi	Türkiye’ de hisseleri borsada işlem gören halka açık şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşmelerin faaliyet performansının karlılık, nakit yaratma gücü, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından ölçülmesi ve faaliyet gösterilen sektörün, birleşme türünün, devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık / kapalı olması) birleşme performansına etkisinin analiz edilmesi amaçlanmaktadır.	Bu çalışmada iki temel soruya cevap aranmıştır: (i) Birleşme sonrası faaliyet performansı birleşme öncesi göstergelere göre olumlu yönde gelişme göstermiş midir? (ii) Devralan şirketin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmama durumunun) birleşme sonrası faaliyet göstergeleri üzerinde olumlu etkisi var mıdır?	İlk bölümde “muhasabe verilerine dayalı çalışma yönteminden yararlanılarak, birleşmelerin faaliyet performansı karlılık, likidite, mali yapı, büyüme ve etkinlik açılarından ölçülmektedir. İkinci bölümde ise, devralan şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin aktiflerinin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmamasının) birleşme performansına etkisi analiz edilmektedir.	Nuray SEZER	2012
17	Şirket birleşmelerinin firmanın piyasa değerine etkisi: İMKB’de bir uygulama	Yüksek Lisans Tezi	Bu çalışmada amaç, çalışmaya konu olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının şirket birleşme ve devralmalarına karşı nasıl hareket ettiklerini	Şirket birleşme faaliyetlerinin hisse senedi getirileri (firma değeri) üzerinde nasıl bir etkisi vardır?	Çalışmada, olay çalışmaları yöntemi kullanılmıştır.	Sibel ÇEVİKÇELİK	2012

			incelemektir.				
18	Birleşme ve satın almaların işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkilerinin incelenmesi: Panel veri analizi	Makale	Bu çalışmada amaç, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansı üzerinde herhangi bir değişme meydana getirip getirmediğinin incelenmesidir.	Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisini nedir ve bu etki nasıl ölçülmektedir?	Metodolojik olarak panel veri regresyon analizi yöntemi kullanılarak analiz yapılmıştır.	Kenan İLARSLAN-Rıza AŞIKOĞLU	2012
19	Şirket birleşmeleri ve birleşmelerin şirketlerin performansları üzerine etkileri: Bankacılık sektörü üzerine bir inceleme (Teb-Fortis Birleşmesi)	Yüksek Lisans Tezi	Bu çalışmanın amacı; şirket birleşmelerinin ekonomik yapı içerisindeki önemini açıklamak ve Türk bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşmelerin, banka performanslarını nasıl etkilediğini ortaya koymaktır.	Şirket birleşmelerinin ekonomik yapı içerisindeki önemi nedir ve Türk bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşmeler, banka performanslarını nasıl etkilemektedir?	Şirket birleşmelerinin, birleşen şirket performansları üzerine etkilerinin belirlenmesinde oran analizine dayanan muhasebe verilerine dayalı yöntem kullanılmıştır. Çalışmada istatistiksel bir analiz yapılmamış, TBB'nin her yıl yayınladığı verilere dayanarak farklı kriterlerde pazar payı incelemesi yapılmıştır.	Ali Rıza ÖZKARAMAN	2013
20	Firma devralmalarının	Makale	Bu çalışmanın amacı; şirket birleşme ve devralma	Şirket birleşme ve devralma faaliyetinin,	Bu çalışmada, literatür aramasının ardından,	İbrahim Halil Ekşi	2013

	firmanın sektör içindeki performansı üzerindeki etkisi: BİST uygulaması		faaliyetinin, devralan firmanın kendi sektörü içindeki finansal performansı üzerinde bir etkisinin olup olmadığını araştırmaktır.	devralan firmanın kendi sektörü içindeki finansal performansı üzerinde bir etkisi var mıdır?	Rekabet Kurulu'ndan alınan rapordan hareketle, birleşen şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası sektör içindeki finansal performansları TOPSİS yöntemi ile analiz edilmiştir.		
21	Şirket birleşme ve satın almaları: Türkiye'de banka birleşmeleri ve satın almaları üzerine bir uygulama	Yüksek Lisans Tezi	Türkiye'de meydana gelen satın alma, birleşme veya hisse devri şeklinde karşılaşılan gelişmelerin, bankaların finansal oran üzerindeki etkileri bu araştırmanın amacını oluşturmaktadır.	Türkiye'de meydana gelen satın alma, birleşme veya hisse devri şeklinde karşılaşılan gelişmelerin, bankaların finansal oran üzerindeki etkileri nedir?	Çalışma için iki yöntem kullanılmıştır. Birinci yöntem, birleşen, satın alınan veya hisse devri işlemlerine konu olan özel ve yabancı sermayeli dokuz bankanın oran analizi temelli muhasebe verilerine dayalı yöntem. İkinci yöntem ise, E views 7 programı ile Probit Model yöntemidir.	Melike AKTAŞ	2014

22	2008 Finansal Krizi Sonrası Şirket Birleşme ve Devralmalarının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Piyasalar İçin Karşılaştırmalı Bir Analiz	Doktora Tezi	Türkiye’de 2008 yılında baş gösteren finansal kriz döneminde birleşme ve devralmaların firma performansı üzerindeki etkisinin gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar üzerinde karşılaştırmalı bir analizle birlikte belirlenmesi, bu araştırmanın amacını oluşturmaktadır.	2008 Finansal Krizi Sonrası Şirket Birleşme ve Devralmalarının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi nedir?	Araştırmada kullanılan yöntemler: olay çalışması, muhasebe tabanlı yaklaşım ve çok kriterli karar verme teknikleri (Topsis, Vikor ve Moora)’dır.	Fatih KONAK	2016
----	---	--------------	---	---	--	-------------	------

23	Şirket Birleşme ve Satın Alma Kararlarını Etkileyen Finansal Faktörlerin Belirlenmesi ve Sektörlere Göre Performanslarının Değerlendirilmesi	Yüksek Lisans Tezi	Bu çalışmada, şirket birleşme ve satın alma kararlarını etkileyen finansal faktörlerin neler olduğunun belirlenmesi, birleşme ve satın almaların performanslarının sektörel bazda değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.	Şirket birleşme ve satın alma kararlarını etkileyen finansal faktörlerin nelerdir? Şirket birleşme ve satın almalarının sektörlere göre performansı nasıldır?	Bu çalışmada veri zarflama analizi yönteminin girdi yönlü BCC modeli kullanılmıştır.	Mert Ümit ARSLAN	2018

EK:2 Normallik Testi Sonuçları			
Devralan Şirketler (Birleşme Öncesi-Sonrası)			
Finansal Oranlar	Shapiro-Wilk İstatistiği	Serbestlik Derecesi (df)	Anlamlılık Derecesi (Sig.)
K1	,980	42	,653
K2	,978	42	,567
K3	,979	42	,616
K4	,843	42	,000
B1	,978	42	,576
B2	,986	42	,877
F1	,367	42	,000
F2	,281	42	,000
F3	,983	42	,772
L1	,627	42	,000
L2	,563	42	,000
Devralan-Kontrol Grubu Şirketler			
Finansal Oranlar	Shapiro-Wilk İstatistiği	Serbestlik Derecesi (df)	Anlamlılık Derecesi (Sig.)
K1	,961	42	,160
K2	,971	42	,348
K3	,951	42	,070
K4	,792	42	,000
B1	,972	42	,379
B2	,955	42	,100
F1	,426	42	,000
F2	,351	42	,000
F3	,988	42	,926
L1	,632	42	,000
L2	,610	42	,000

EK:3 Varyansların Homojenliği Testi Sonuçları				
Devralan Şirketler (Birleşme Öncesi-Sonrası)				
Finansal Oranlar	Levene İstatistiği	Serbestlik Derecesi (df1)	Serbestlik Derecesi (df2)	Anlamlılık Derecesi (Sig.)
K1	2,567	1	40	,117
K2	,067	1	40	,797
K3	,032	1	40	,858
K4	,093	1	40	,761
B1	,879	1	40	,354
B2	5,532	1	40	,024
F1	,001	1	40	,973
F2	,123	1	40	,727
F3	,009	1	40	,927
L1	,000	1	40	,985
L2	3,390	1	40	,073
Devralan-Kontrol Grubu Şirketler				
Finansal Oranlar	Levene İstatistiği	Serbestlik Derecesi (df1)	Serbestlik Derecesi (df2)	Anlamlılık Derecesi (Sig.)
K1	,029	1	40	,866
K2	,738	1	40	,395
K3	,341	1	40	,563
K4	,015	1	40	,902
B1	,017	1	40	,897
B2	2,194	1	40	,146
F1	1,186	1	40	,283
F2	,365	1	40	,549
F3	,117	1	40	,734
L1	,491	1	40	,487
L2	,049	1	40	,826

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Oya MERT
Yabancı Dil : İngilizce
Doğum Yeri ve Yılı : Milas/19.05.1988
E-Posta : oyacetinoz@anadolu.edu.tr

Eğitim Geçmişi:

2006-2010 :Gazi Üniversitesi/Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, Muhasebe ve Finansman Öğretmenliği Bölümü
2011- halen :Anadolu Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Uluslararası İşletmecilik Dalı

Ödülleri :2010, Muhasebe ve Finansman Öğretmenliği Bölüm 2.si, Ankara

Mesleki Geçmiş:

2012- halen :Muhasebe ve Finansman Öğretmeni, Milli Eğitim Bakanlığı