

T.C.
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI

**ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE
EKONOMİK SİNERJİNİN VE PERFORMANSIN
MUHASEBE KAYITLARI YÖNTEMİYLE ANALİZİ:
İMKB ÖRNEĞİ**

Doktora Tezi

BURÇ MARUFLU

Danışman: PROF.DR. AHMET YÖRÜK

İstanbul, 2010

ÖZ

Şirket birleşmeleri ve/veya satın almaları sonrasında meydana gelen ekonomik sinerjinin ve performansın değerlendirilmesi önem kazanıyor çünkü söz konusu birleşme veya satın almaların amaca hizmet edip etmediği gerek literatürde gerekse iş dünyasında halen tartışmalıdır. Bu tezin amacı şirket birleşmelerinin ekonomik sinerjinin ve performansın Türkiye örneğinde analiz edilmesidir. Türkiye'deki şirket birleşmelerinin ekonomik sinerjisi ve performansının nasıl bir trend izlediği sorusunun cevabını arayan bu araştırmada şirket birleşmelerinin teorik ve tarihsel arka planı, Türkiye'deki şirket birleşmelerinin muhasebe kayıtları yöntemiyle performans değerlendirmesi ve performans değerlendirilmesi sürecinde kullanılan faktörlerin içinde (likidite, karlılık, faaliyet, finansal yapı) hangi rasyoların belirleyici olduğu ortaya konmaya çalışılmıştır.

ABSTRACT

The analysis of the economic synergy and financial performance following the corporate mergers to determine whether the action serves the intended purpose or not, has been gaining importance because of the continuing discussions both in the corporate world and the academic circles. The purpose of this thesis is to analyse the economic synergy and financial performance of the corporate mergers specifically in the case of Turkish companies. This research investigates the trends of the merger activities in Turkey through theoretical literature review and historical background and more specifically through accounting records and application of extensive statistical analysis to identify the determining ratios such as liquidity, profitability, operational, and financial structure ratios.

İÇİNDEKİLER

	Page
TABLO LİSTESİ	iv
ŞEKİL LİSTESİ	vi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	6
1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ TANIM VE KAPSAMI	6
1.1.1. Şirket Birleşmelerinin Tanımı	6
1.1.2. Birleşme Türleri	8
1.1.2.1 Yatay Birleşmeler	8
1.1.2.2. Dikey Birleşmeler	10
1.1.2.3 Grup ya da Yığın Birleşmeler	10
1.1.2.4. Ortak Merkezli ya da Benzer Alanlarda Birleşmeler	11
1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ	11
1.2.1. Ölçek Ekonomisinden Yararlanma ve Rekabetin Azaltılması	11
1.2.2. Vergi Avantajı	12
1.2.3. Finansal Nedenler	13
1.2.4. Psikolojik Nedenler	15
1.2.5. Teknik Nedenler	15
1.2.6. Yeni Pazarlara Giriş ve Ürün Çeşitlendirme	16
1.2.7. Sinerji Etkisinden Yararlanma	17
1.3. BİRLEŞME SÜRECİ VE FİNANSMANI	17
1.3.1. Birleşme Süreci	18
1.3.1.1. Birleşmelerin Planlanması	18
1.3.1.2. Birleşme İçin Aday Şirketlerin Araştırılması ve Seçimi	22
1.3.1.3. Birleşme İçin Yapılan Görüşmeler	23
1.3.1.4.1. Birleşmelerde Aracıların Rolü	25
1.3.2. Birleşme ve Devralmalarda Şirket Değerlemesi ve Kapsamı	26
1.3.2.1. Piyasa Değeri Defter Değeri	27
1.3.2.2. İşleyen Teşebbüs Değeri	27
1.3.2.3. Tasfiye Değeri	28
1.3.3. Birleşmenin Finansmanı	28
1.3.3.1. Nakit Ödeme	28
1.3.3.2. Hisse Senedi İle Ödeme	29
1.3.3.3. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme	30
1.3.4. Birleşmelerde Başarısızlığın Nedenleri	31

1.3.4.1. Genel Nedenler	31
1.3.4.2. İnsan Faktöründen Kaynaklanan Nedenler	32
İKİNCİ BÖLÜM: ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ VE DÜNYADAN ÖRNEKLER	34
2.1.TARİHSEL SÜREÇ VE GEÇMİŞTEKİ ŞİRKET BİRLEŞME DALGALARI	34
2.1.1. Birinci Birleşme Dalgası (1895–1904)	35
2.1.2. İkinci Birleşme Dalgası (1916–1929)	36
2.1.3. Üçüncü Birleşme Dalgası (1965–1969)	37
2.1.4. Dördüncü Birleşme Dalgası (1981–1989)	38
2.1.5. Beşinci Birleşme Dalgası	39
2.2. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN GELİŞİMİ	40
2.2.1. Amerika Birleşik Devletlerinde Şirket Birleşmeleri	41
2.2.2. Avrupa’da Şirket Birleşmeleri	42
2.2.3. Asya’da Şirket Birleşmeleri	43
2.2.4. Türkiye’de Şirket Birleşmeleri	44
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN BİRLEŞEN ŞİRKETLER ÜZERİNDEKİ FİNANSAL ETKİLERİ	50
3.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN LİKİDİTE ÜZERİNE ETKİLERİ	50
3.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİNANSAL YAPI ÜZERİNE ETKİLERİ	51
3.3. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FAALİYET ÜZERİNE ETKİSİ	53
3.4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN KÂRLILIK ÜZERİNE ETKİSİ	53
4.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI	56
4.2. ANALİZDE KULLANILAN YÖNTEMLERİN İNCELENMESİ	58
4.2.1. Kullanılan Değişkenler	58
4.2.2. Faktör Analizi	60
4.2.3. Nonparametrik Wilcoxon Testi	61
4.2.4. Çok Değişkenli Lineer Regresyon Analizi	62
4.3. MODELİN İRDELENMESİ	63
4.3.1. Faktör Analizi Modellerinin Sonuçları	63
4.3.1.1. Faktörlerin İsimlendirilmesi	63

4.3.2. Nonparametric Wilcoxon Testinin Sonuçları	70
4.3.3. Çok Değişkenli Lineer Regresyon Analiz Sonuçları	128
4.4. UYGULAMANIN DEĞERLENDİRİLMESİ	140
SONUÇ	143
EKLER	147
EK -1 : Wilcoxon Test İstatistikleri	148
KAYNAKÇA	158

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1. 2007'nin En Büyük 10 Satışı	48
Tablo 4.1. İşletmelerinin Sektörlere Göre Dağılımı	57
Tablo 4.1. Likidite Faktör Grubu	64
Tablo 4.2. Likidite İçin Faktörlerin Toplam Açıklayıcılığı	64
Tablo 4.3. Karlılığın Toplam Açıklayıcılığı	65
Tablo 4.4. Kârlılığın Faktör Grupları	66
Tablo 4.5. Finansal Yapı Grubunun Faktör Grupları	67
Tablo 4.6. Finansal Yapının Toplam Açıklayıcılığı	68
Tablo 4.7. Faaliyet Oranı Faktör Grubu	69
Tablo 4.8. Faaliyet Grubunun Toplam Açıklayıcılığı	69
Tablo 4.9. Wilcoxon Sonuç Tablosu	70
Tablo 4.10. Toplam Şirketlerin Wilcoxon Sonuç Tablosu	72
Tablo 4.11. Toplam Sektörler İçin Wilcoxon Sonuç Tablosu	74
Tablo 4.12. Doğan Yayın ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	77
Tablo 4.13. Borusan Birleşik Boru Fab.Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	78
Tablo 4.14. Ege Profil Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	80
Tablo 4.15. Lafarge Aslan Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	82
Tablo 4.16. Usaş Uçak Servisi Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	83
Tablo 4.17. Altinyunus Çeşme Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	85
Tablo 4.18. Ünye Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	87
Tablo 4.19. Çimsa Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	88
Tablo 4.20. Pınar Su Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	90
Tablo 4.21. Merko Gıda Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	92
Tablo 4.22. Carrefour Sabancı Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	94
Tablo 4.23. Tav Havalimanı Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	95
Tablo 4.24. Acıbadem Sağlık Hiz. Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	97
Tablo 4.25. İpek Matbaacılık Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	99
Tablo 4.26. Konfrut Gıda Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	101
Tablo 4.27. Tek Art Turizm Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	102
Tablo 4.28. Doğusan Boru Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	104
Tablo 4.29. Oysa Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	106
Tablo 4.30. Koç Holding Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	107
Tablo 4.31. Tüpraş Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	109
Tablo 4.32. Petrol Ofisi Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	111
Tablo 4.33. Turkcell İletişim Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	112
Tablo 4.34. Enka İnşaat Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	114
Tablo 4.35. Ereğli Demir Çelik Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	116
Tablo 4.36. Migros Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	118
Tablo 4.37. Bim Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	120
Tablo 4.38. İzmir Demir Çelik Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	121
Tablo 4.39. İzocam Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	123
Tablo 4.40. Çemtaş Çelik Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	125
Tablo 4.41. Turkas Petrol Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması	127
Tablo 4.42. Kârlılık Korelasyonları	129
Tablo 4.43. Kârlılık İçin Regresyon Model Özeti	129
Tablo 4.44. Kârlılık İçin ANOVA Tablosu	130

Tablo 4.45. Kârlılık İçin Regresyon Model Katsayıları	131
Tablo 4.46. Likidite Korelasyonları	132
Tablo 4.47. Likidite İçin Regresyon Model Özeti	132
Tablo 4.48. Likidite İçin ANOVA Tablosu	133
Tablo 4.49. Likidite İçin Regresyon Model Katsayıları	134
Tablo 4.50. Finansal Yapı Korelasyonlar	135
Tablo 4.51. Finansal Yapı İçin Model Özeti	136
Tablo 4.52. Finansal Yapı İçin ANOVA Tablosu	136
Tablo 4.53. Finansal Yapı İçin Regresyon Model Katsayıları	137
Tablo 4.54. Faaliyet Korelasyonu	138
Tablo 4.55. Faaliyet Oranı İçin Model Özeti	138
Tablo 4.56. Faaliyet Oranı İçin ANOVA Tablosu	139
Tablo 4.57. Faaliyet Oranı İçin Regresyon Model Katsayıları	140

ŞEKİL LİSTESİ

Grafik 2.1. Birinci Birleşme Dalgası	36
Grafik 2.2. Üçüncü Birleşme Dalgasında Birleşme Sayısı	38

GİRİŞ

Küreselleşme olgusuyla birlikte dünya ekonomisi özellikle yirminci yüzyılın ikinci yarısından sonra büyük bir değişim ve gelişim sürecine girmiştir. Bu süreçle birlikte bölgesel pazarlar arasındaki sınırlar kalkmakta ve tüm dünya tek bir piyasa olma yolunda hızla ilerlemektedir. Dolayısıyla ekonomik, sosyal, demografik yapılarda meydana gelen değişim bir çok alanda etkili olurken, mikro bazda işletmeler üzerinde kalıcı ve dönüştürücü yönde bir değişimi de beraberinde getirmektedir.

İşletmeler bugün içinde bulunduğumuz koşullara bağlı olarak faaliyet gösterdikleri bölgesel pazarlarla yetinmemekte, sınırlarını asmaya gayret etmektedirler. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye birikimlerine dayalı büyük işletme yapılarının çokuluslu ve uluslararası işletmelere dönüşmesi, gelişmekte olan ülke menşeli şirketlerin rekabet ortamında bu yapıya ayak uydurma çabalarına sahne olmaktadır. Faaliyette buldukları piyasaları genişletmeyip eski düzenlerini sürdürmek isteyen şirketler, pazara yeni giren yabancı şirketlerle rekabet etmek zorunda kalmakta, bu rekabeti sürdürebilmek için gerekli değişimleri bünyelerinde gerçekleştirmektedirler. Bunu gerçekleştiremeyen şirketler ya faaliyetlerine son vermekte ya da başka şirketlerce satın alınarak piyasadan silinmektedirler.

Küreselleşme ekonomi ve finans dünyasında sınırların ortadan kalkmasına, sermayenin zaman ve mekândan bağımsız olarak tüm dünyada dolaşımında etkili olan ana unsurdur. Bölgesel pazarların sınırları hızla aşılma, işletmeler karlı gördükleri piyasalara eskisine oranla çok daha rahat girebilmektedirler. Gerek uluslararası kuruluşlar gerekse yerel hükümetler de bu yönde yasal düzenlemeler yapmaktadırlar. Dolayısıyla şirket yapılarında, ulusal ve uluslararası örgütlenmelerde, finansman tekniklerinde önemli değişimler yaşanmaktadır. Bunun yanı sıra yabancı sermaye yetersiz yurtiçi tasarrufları

nedeniyle gelişme ve kalkınmalarını sağlayamayan ülkelerin bir çıkış noktası olarak görülmekte ve hükümetler yabancı sermayeyi kendi ülkelerine çekebilmek için farklı stratejiler geliştirmekte ve uygulamaktadırlar. Bu oluşan yeni düzende sisteme uyum sağlayamayan şirketlerin kalıcı olması mümkün olmamakta ve yok olmaktadır.

Şirketler küreselleşen dünyada rekabet koşullarına ayak uydurabilmek için sürekli yenilenme ve büyüme politikaları uygulamaktadırlar. Mevcut ekonomik yapı içerisinde uluslararası rekabette güçlü olmak, bölgesel pazarlar dışındaki karlı alanlara ulaşabilmek için şirketlerin eskisine oranla çok daha fazla sermaye, yatırım ve nitelikli işgücüne ihtiyaçları vardır. Şirketler piyasada artan rekabetle başa çıkabilmek ve karlı alanlarda yatırım yapabilmek amacıyla daha güçlü (sermaye, nitelikli işgücü, finansman ve üretim faktörleri açısından) olmaya çalışmaktadırlar. Bu amaca en uygun araç olarak da uluslararası ortaklıklar, şirket birleşmeleri, devralmalar ve ele geçirmeler ortaya çıkmaktadır.

Küreselleşmeyle birlikte dünya ekonomisi büyümektedir. Konjontürel dalgalanmalar olmasına karşılık yirminci yüzyılın başından itibaren dünya ekonomisinin sürekli artan oranda büyüdüğü dikkati çeken gelişmeler arasında sıralanabilir. Bu büyümenin adaletli bir biçimde yayılmaması ülkeler arasındaki gelişmişlik düzeylerindeki farklarının temelini teşkil etmektedir. Bu durum aynı zamanda şirketlerin ülke bazında değerlendirilmesini ve sermaye birikimi sağlayan gelişmiş ülkelerin piyasalarda hakim güç olarak belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır.

Dünya ekonomisinde büyüme dönemleri incelendiğinde şirketler arası birleşme faaliyetlerinin de hız kazandığı görülmektedir. Makro açıdan bakıldığında şirket birleşmeleri ülke kaynaklarının etkinliğini ve ülkenin refah düzeyini arttırmasıyla ilgili olarak da önemlidir. Mikro bazda analiz edildiğinde ise şirket birleşmeleri, işletmelerin alternatif büyüme stratejileri arasında önemli bir yer tutmaktadır.

İşletmelerin temel amacı işletme değerini maksimize etmektir. İşletmeler bu amaca ulaşabilmek, piyasa değerlerini maksimize etmek için çeşitli stratejiler izlerler. Büyüme gerekli koşullar sağlandığında bu stratejilerden en belirgin olanıdır. Ekonominin genişleme dönemlerinde, uluslararası rekabetin artışı nedeniyle, küreselleşme hareketlerinin yoğunluk kazanması ile ekonomi ve finans sektörlerinde sınırların ortadan kalkması neticesinde yeni ve karlı pazarlara giriş imkânları gibi alternatiflerin ortaya çıkması işletmelerin piyasa değerlerini maksimize edebilmeleri için büyümelerini teşvik etmektedir. Ancak, içsel büyüme yerine başka bir şirketle birleşme veya başka bir şirketi devralma yoluyla büyüme daha avantajlıdır. (yabancı pazarlara doğru genişleme için bu pazarları iyi bilen bir şirketle birleşmenin yaratacağı olumlu etkiler, diğer şirketlerin uygun nakit akışları, ekipmanları ve nitelikli işgücünü piyasaya göre daha ucuza temin etme, tüm bunların bir sonucu olarak sinerji etkisi vb.).

Son yıllarda şirketler arası birleşme ve devralma hareketlerinde olağanüstü bir artış gözlenmektedir. Özellikle uluslararası piyasalarda hem sayıları hem de çeşitleri bakımından işbirliklerinde en fazla rağbet görenlerin, şirket birleşmeleri ve satın almalar olduğu söylenebilir. Şirket birleşmelerinin ekonomik, finansal, kurumsal ve sektörel gelişmeler açısından önemli etkilerinin bulunduğu bu süreçte, birleşmelerin şirket performansı üzerindeki potansiyel ve fiili etkilerinin incelenmesi, güncel gelişmelerin analiz edilmesinde ve geleceğe yönelik tahminlerin yapılmasında büyük rol oynamaktadır.

Bu çalışmada dünyada son yıllarda hacim ve yapı olarak sürekli artan şirket birleşmelerinin Türkiye’de gösterdiği gelişim ve değişim performans değerlendirmesi çerçevesinde analizi hedeflenmektedir. Şirket birleşmelerin performans değerlendirmesi temel çıkış olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda amaç Türkiye’de İMKB örneği çerçevesinde şirket birleşmelerinin dönemsel olarak performans değerlendirmesinin yapılması ve elde edilen sonuçlar uyarınca Türkiye’de gerçekleşen şirket birleşmelerinin etkilerinin ortaya konulmasıdır.

Çalışmanın birinci bölümünde öncelikle şirket birleşmelerinin temel oluşum nedenleri, şekilleri, birleşme süreci ve finansmanı, birleşme sürecinde değerlemesinin farklı yöntemleri ve son olarak da şirket birleşmelerinin fayda ve sakıncaları değerlendirilecektir. Şirket birleşme şekilleri başlığı altında dikey ve yatay olmak üzere iki ana başlık ele alınmasına karşılık bunun dışında grup ve orta merkezli birleşmeler üzerinde de durulmaktadır. Şirketleri birleşmeye sevk eden nedenlerin başında büyüme güdüsü yatmaktadır. Birleşen iki şirket ölçek ekonomilerinde yararlanarak maliyetlerinde kısıntıya gitmek ve dolayısıyla kârlarını artırmak istemektedirler. Bunun yanında şirketleri birleşmeye yönelten nedenler, yeni pazarlara girme, yönetimin iyileştirilmesi, mal ve hizmet üretiminde çeşitlendirme, yeni teknolojilere sahip olma olarak sayılabilir.

İkinci bölümde şirket birleşmelerinin tarihsel gelişim süreci ile Türkiye'den ve dünyadan örnekleri üzerinde bir inceleme hedeflenmiştir. Şirket birleşmelerine ilişkin tarihsel bakış açısında beş ana dalgadan söz etmek mümkün olabilir. Bu dalgalardan birincisi 1883 depresyonundan sonra gerçekleşmiş, yirminci yüzyılın ikinci yarısından itibaren görülen ekonomik, teknolojik ve finansal gelişmelerin paralelinde ise son dalga 1990'lı yıllarda başlamış ve hem birleşme şekilleri hem de birleşmelerin yapısı bakımından bir çok yeniliği de beraberinde getirmiştir. Bunun dışında şirket birleşmelerin dünyadaki örnekleri ABD, Avrupa Birliği ve Asya Ülkeleri bağlamında incelenmiş, Türkiye'deki örnekleri ise tarihsel sürece bağlı kalınarak detaylandırılmaya çalışılmıştır.

Son bölümde, Türkiye'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) kayıtlı 30 işletmenin bilanço ve gelir tablolarından birleşme öncesi, birleşme sonrası verilerini kullanarak işletmelere ait 37 finansal oran oluşturulması öngörülmektedir. Bu bağlamda otuz yedi finansal oran kullanılarak 4 mali gruba uygulanan faktör analizi ile faktör grupları belirlenmesi ve bu faktör grupları ile firma bazında yıllara göre karşılaştırılmak üzere Wilcoxon testi ile şirketlerin mali açıdan, birleşme öncesi ve sonrasında farklılıkları olup olmadığı incelenerek

performansları değerlendirilecektir. Son olarak bu farklılıkların hangi oranlardan kaynaklandığını lineer regresyon denklemi oluşturularak karar verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM: ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ TANIM VE KAPSAMI

Ekonomik bağımsızlığa, yani yönetim ve muhasebe özerkliğine, plan ve politikalarını amaç ve çıkarları doğrultusunda belirleme gücüne sahip iki şirketin bir araya gelerek tek bir ekonomik birim haline gelmesi veya ekonomik bağımsızlığa sahip bir şirketin holding gibi bir üst ekonomik birliğe dâhil olması şeklinde tanımlanabilecek şirket birleşmeleri, küreselleşme ile birlikte önemli bir ivme kazanmıştır. Bu süreçte ekonomik sınırların ortadan kalkması şirketleri daha güçlü rakiplerle karşı karşıya getirmiş ve bu süreç şirketleri yeniden yapılanmaya yöneltmiştir. Şirketler rekabet edici ölçek yaratmak, pazar payı kazanmak, operasyonel sinerji elde etmek, yeni pazarlara ulaşmak, maliyetleri azaltmak, yeni teknolojiler elde etmek ve faaliyet alanını geliştirmek gibi nedenlerle satın alma ve birleşme kararları alabilmektedir. Ancak bu gibi amaçlarla yola çıkan firmalar her zaman istedikleri sonucu elde edemeyebilmekte, olumsuz sonuçlarla karşı karşıya kalabilmektedir. Bu bölümde genel hatları ile şirket birleşmeleri ile ilgili teorik çerçeve incelenecektir.

1.1.1. Şirket Birleşmelerinin Tanımı

Sözcük anlamı ile birleşme, ayrı iken tek bir bütün durumuna gelmek anlamını içermektedir. Bu nedenle dar anlamıyla işletme birleşmeleri iki veya daha fazla ayrı işletmenin tek bir bütün durumuna gelmesidir. Geniş tanımıyla işletme birleşmeleri, iki ya da daha fazla işletmenin, büyüme amacıyla faaliyetlerinin ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirilmesi veya işbirliğine gitmeleridir¹.

¹ Hüseyin Akay, **İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, İstanbul: Yayılım Matbaası, 1997, s. 14

Türk Ticaret Kanunu Madde 146’da birleşme; “iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiri ile birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir” şeklinde bir tanımlama yapılmıştır. ²

Haluk Sümer’e göre de birleşme, “İki işletmenin, şirketlerden birinin ya da her ikisinin tüzel kişiliklerini kaybederek hukuki anlamda birleşmeleridir” şeklinde tanımlanmaktadır. İki den fazla işletmenin birleşmesi de mümkündür. Birleşmeler yoluyla, işletme varlıklarının tümünün devri söz konusu olmaktadır.³ Bir başka tanımlamayla Şirket Birleşmeleri; işletmenin mevcut faaliyetlerini geçmişte olduğu gibi sürdürdüğü taktirde, satış ve karlar bakımından erişeceği hedeflerden daha yüksek hedeflere ulaşabilmek için, başka işletmelerin kurulmuş ve çalışmakta olan ürün ve hizmetlerini satın alma veya onlarla birleşme yolunu tercih etmesidir⁴

Yukarıdaki tanımlardan şu sonucu çıkarabiliriz; İşletmeler arası işbirliğinin birleşme olarak adlandırılması için hem ekonomik hem de hukuksal yönden işletmelerin bir birlik haline gelmeleri ve aynı zamanda işletmelerin mal varlıklarının da birleştirilmiş olması gerekmektedir.

Firmaların birleşmesi, çıkarların birleştirilmesidir. Firmaya ilişkin yararların ve risklerin birlikte paylaşılmasıdır. Birleşme, hukuki açıdan bağımsız, en az iki ya da daha çok firmanın ekonomik ve hukuki yönden bütünleşmesini ifade eder. Birleşmede, bir firmanın tüzel kişiliği devam ederken, diğer firmanın tüzel kişiliği sona erdirilebilir; ya da her iki firmanın da tüzel kişiliği sona erdirilerek yeni bir tüzel kişilikte faaliyet gösterilebilir.⁵ Birleşme, firmalar arası

² Kaya Yazgan, “Savunma Sanayi Açısından Şirket Birleşmeleri”, Savunma Sanayi İmalatçılar Derneği, http://www.sasad.org.tr/dosya/eoe/SSBirlesme_PDF.pdf, s. 1.

³ Haluk Sümer ve Helmut Pernsteiner, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul: Alfa Yayınları, 2004, s. 5.

⁴ Nicholas A. H. Stacey, **Mergers in Modern Business**, 1996, London, s. 80.

⁵ Aslı Yüksel, “Yeni Gündem: Banka Evlilikleri”, **Finans Dünyası**, Sayı: 138, Haziran 2001, s. 50.

yoğunlaşmanın en yüksek düzeye ulaştığı ve o zamana kadarki bağımsız firmaların yeni bir firma çatısı altında, tek karar ve uygulama organına kavuştuğu bir yeniden yapılanma biçimi olarak ortaya çıkmaktadır.⁶ Ekonomik kalkınma siyasetlerinin bir gereği olarak Türkiye dâhil birçok ülkede ortaklık birleşmeleri teşvik edilmekte; enflasyon ve mali krizler karşısında daha güçlü ve büyük sermayeli olma arzusu da ortaklıkları birleşmelere yöneltmektedir.⁷

1.1.2. Birleşme Türleri

İşletme stratejik yönetim alanında, bir dış büyüme yolu olarak ele alınan işletme birleşmelerinin farklı şekillerde gerçekleştikleri görülmektedir. En yaygın birleşme türleri dört sınıfa ayrılmaktadır:

- Yatay Birleşmeler
- Dikey Birleşmeler
- Grup ya da Yığın Birleşmeler
- Ortak Merkezli ya da Benzer Alanlarda Birleşmeler

1.1.2.1 Yatay Birleşmeler

Yatay birleşmeler; aynı iş kolunda ve pazarın aynı seviyesinde faaliyet gösteren gerçek ya da potansiyel rakip olarak nitelendirilebilecek firmalar arasındaki birleşmelere denilmektedir. Bu tarz birleşmelerde hareket noktası, mevcut uzmanlıklardan yararlanarak güç birliği yapmaktır. Yatay birleşmelerden beklenen yararlar şunlardır:⁸

⁶ Sümer ve Pernsteiner, s. 194.

⁷ Sümer ve Pernsteiner, s 4.

⁸ Akay, s. 19.

- Kaynakların etkin kullanımına zemin hazırlamak,
- Üretimde ihtisaslaşma ve üretim maliyetlerinde tasarruf,
- Mal ve hizmet pazarlamasında, dağıtım kanallarında avantajlı duruma yükselmek,
- Üretim teknolojisinde ve diğer konularda işbirliği,
- Birleşme öncesi aleyhte gelişen rekabetin ortadan kalkması ile ortak amaçlara yönelme imkânının doğması.

Gönenli yatay birleşmeyi belli bir malın üretim ya da satışının aynı evresinde faaliyet gösteren birimlerin bir araya toplanması ile sağlanan birleşme olarak tanımlamıştır. Örneğin aynı malı çeşitli şehirlerde satan firmaların bir elde toplanması yatay birleşme olmaktadır.⁹

Yatay birleşmeler rekabetin talep ettiği bir olgu olan pazarlardaki bağımsız karar alma mekanizmalarının mahrumiyetine yol açabilirler. Ancak, günümüzün hızla gelişen küresel pazarlarında bir şirketin ayakta kalabilmesinin güç olabileceği dikkate alındığında, rakipler arasındaki işbirliklerinin önem kazandığı da gerçektir. Öte yandan, şirketlerin kaynaklarını bir araya getirmesiyle meydana gelen birleşmeler, rakipler arasındaki belirsizlikleri ortadan kaldıradıkları için potansiyel olarak rekabeti olumsuz yönde etkileyebilecek yapıdadırlar. Bu nedenden ötürü, yatay birleşmeler rekabet otoritelerinin gözetimi altında tutulmaktadır¹⁰.

⁹ Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul: İşletme Enstitüsü, 1991, s. 569.

¹⁰ Ahmet Akif Kayar, "Rekabet Hukuku Uygulamalarında Yatay İşbirliği Anlaşmaları: Ortak Girişimler Açısından Bir Değerlendirme", **Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri Serisi**, No: 46, Ankara, 2003, s.3.

1.1.2.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşme, bir işletmenin geriye doğru kendisine girdi sağlayan işletmelerle ya da ileriye doğru kendi ürününü satın alan işletmelerle birleşmesi olarak tanımlanabilecektir.¹¹ Dikey birleşmeler işletmelerin tedarikçilerine veya müşterilerine yönelik olarak yaptıkları birleşmelerdir. Örneğin, bir sektörde üretim yapan bir işletme ile bu sektörün girdisini sağlayan başka bir işletmenin birleşmesi dikey birleşmedir. Dikey birleşme ile bir firmanın ürün çeşitlendirerek tek bir ürünün üretiminde faaliyet göstermek yerine çeşitli ürünleri üretme yoluna gitmesi birbiriyle yakından ilişkilidir. Üretimde birbirini takip eden her aşamada oluşan çıktı değişik bir ürün olarak tanımlanabiliyorsa, dikey birleşme bir ürün çeşitlendirmesi yolu olarak düşünülebilir.¹²

1.1.2.3 Grup ya da Yığın Birleşmeler

“Ekonomik Çeşitlendirme” olarak da ifade edilen yığın birleşmeler, değişik alanlarda faaliyet gösteren işletmelerin gerçekleştirdikleri birleşmelerdir. Bir ilaç şirketinin, saat üreten bir şirketle birleşmesi bu yöndeki birleşmeye örnek olarak verilebilir. Çeşitlendirme yapılarak riskin dağıtılması ve daha istikrarlı kazanç elde edilmesi amaçlanır. Bu tür birleşmelerle, sermaye çeşitli alanlara daha etkin bir şekilde dağıtmakta ve bununla birlikte daha nitelikli personel istihdamı sağlanabilmektedir.¹³

Yığın birleşmeler genelde daha çok firmaların hükmi şahsiyetlerini bir holding bünyesinde toplanması şeklinde olmaktadır. Başka bir ifade ile burada

¹¹ Milford B. Green, **Mergers and Acquisition: Geographical and Spatial Perspectives**, NY: Routledge Inc.,

1990, s. 19.

¹² Lale Davut, **Sanayi İktisadı**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 1994, s. 19.

¹³ Nursel Diyarbakırlıoğlu, **Şirket Birleşmelerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1996, s. 11.

genellikle bir holdingin çeşitli alanlarda faaliyet gösteren firmaların hisselerini satın alarak yönetimlerini ele geçirmeleri söz konusudur.¹⁴

1.1.2.4. Ortak Merkezli ya da Benzer Alanlarda Birleşmeler

Ortak merkezli birleşmeler, işletmelerin üretmedikleri malları üreten bir hedef firma ile birleşmeleri durumunda ortaya çıkan birleşme türüdür. Birleşen firmaların üretim ve dağıtım sistemleri fonksiyonel olarak birbirine benzemektedir, fakat ürünleri arasında doğrudan bir rekabet bulunmamaktadır. Örnek olarak diş macunu üreticileriyle sabun üreticilerinin birleşmesi verilebilir.

15

1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ

Birleşmeler şirketler açısından bir büyüme aracı olduğundan, şirketleri büyümeye iten nedenler birleşme içinde geçerlidir. Buna göre, şirketleri birleşmeye iten temel neden ekonomik olmakla birlikte, farklı nedenler de bulunmaktadır.

1.2.1. Ölçek Ekonomisinden Yararlanma ve Rekabetin Azaltılması

Ölçek ekonomileri, amortisman, bakım-onarım giderleri, yönetim giderleri gibi sabit nitelikli bazı maliyetlerin bölünmezliğinden kaynaklanır. Bu maliyetlerin düşük ürün sayısına dağıtılması, birim başına yüksek sabit maliyetlere neden olur. İşletmenin büyümesiyle birlikte çıktı sayısının artması birim başına sabit

¹⁴ E. Türkan, “Gümrük Birliği Çerçevesinde Türkiye’de Rekabet Yasasının İşleyebilir Rekabet Ortamının Oluşturulmasındaki Rolü”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 26, 1997, s. 524.

¹⁵ Serra Sarioğlu, **Şirket Birleşmeleri ve Şirket Birleşmelerinin Yasal ve Finansal Açından Değerlendirilmesi Bir Türkiye Örneği**, İÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001, s. 10.

maliyetlerin azalmasını sağlamaktadır. Ölçek ekonomisi, sabit maliyetleri daha geniş bir üretim miktarına yayabilmek demektir. Ölçek ekonomileri, özellikle yatay birleşmelerin en temel nedenidir. Sabit giderleri yüksek sektörler için oldukça önemlidir. Ölçek ekonomileri ile, yüksek kapasite kullanım oranına ulaşarak maliyetleri azaltmak ve daha fazla kâr elde edebilmek amaçlanmaktadır.¹⁶

Birçok firma için büyüme ve kârlılığı artırabilme çabası, ulusal pazarlar dışına çıkma ve dünya pazarına ulaşma arzusu, maliyetleri azaltarak rekabet üstünlüğü sağlamakla mümkündür. Bu yüzden ölçek ekonomileri, dünya firması olmanın en önemli unsurudur.

Zaman zaman ölçek ekonomileri kavramıyla karıştırılan diğer bir kavramda “alan ekonomileri” kavramıdır. Bununla anlatılmak istenen, belli bir girdi ile daha geniş bir alanda ürün ve hizmet verebilme yeteneğidir. Özellikle bankacılık alanında gerçekleşen birleşmelerde saha ekonomilerine daha sık rastlanmaktadır. Finansal kurumlar birleştiğinde, gidilerini daha geniş bir sahada hizmet vermek için (ekonomik analizler bölümü gibi) paylaşabilirler. Böylece küçük bankaların tek başlarına girmedikleri alanlara diğer bankalarla birleşerek girmeleri mümkün olmaktadır. Diğer taraftan bilgi işlem sistemi gibi girdilerin kredi ve mevduat hesaplarının çeşitlendirilmesinde kullanılması da alan ekonomilerine örnek verilebilir.

1.2.2. Vergi Avantajı

Kârlı bir şirket, birikmiş zararları nedeniyle gelecek yıllar kârlarından mahsup yapmak olanağına sahip bir firmayı aldığı takdirde, zarar mahsubu nedeniyle, vergi kanunlarının öngördüğü süre ve tutar sınırı içinde kalmak koşuluyla, kâr

¹⁶ Sümer ve Pernsteiner, s. 691.

üzerinden vergi ödememek olanağını elde eder. Vergi avantajı, zararlı bir firmanın aktif ve pasifi ile satın alınmasına çekicilik katmaktadır. Eğer vergi yasaları, kârlı bir firmanın zararlı bir firmayı satın alması halinde, bu zararların vergi matrahından indirilmesi olanağını tanıyorsa, böyle bir vergi avantajı zararlı firma satın alma veya birleşmeyi özendirir.¹⁷

Birleşmelerden doğan olası vergi avantajları şu durumlarda ortaya çıkabilir:¹⁸

- Net faaliyet zararı olan firma ile birleşme yoluyla vergi avantajlarından yararlanma
- Kullanılmayan borç kapasitesinin kullanılması
- Artık fonların kullanılması
- Amortisman ayırımından kaynaklanan vergi avantajları

1.2.3. Finansal Nedenler

Bu stratejide asıl amaç, alınan firmanın alış bedeli üzerinde bir fiyattan tekrar satılmasıdır. Hedef firmanın, varlıklarını parça parça satışı veya firmanın tüzel kişiliğini koruyarak bir süre sonra alış bedelinin üstünde bir fiyatla firmanın tümüyle satışı bu stratejinin temelini oluşturur. Bu stratejiye göre, pazar değeri defter değerine göre düşük firmalar, hedef firma olarak seçilmektedir.¹⁹ Ayrıca küçük ve orta büyüklükteki firma sahipleri, iç kaynaklarla büyüme sorunuyla karşılaşmaktadırlar. Böyle bir durumda, büyük bir firmanın birleşme önerisini kabul etmekte ve firma bedelinin nakden değil, satın alan firmaya ait hisse

¹⁷ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, İstanbul: İÜ İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü 1994, s. 56.

¹⁸ İpekçi, s. 364.

¹⁹ Akgüç, s. 898.

senetleriyle yapılmasını tercih edebilmektedir. Öte yandan, satın alan firma açısından da herhangi bir nakit çıkışı olmadığından, ek fon gereksinimi söz konusu olmamaktadır.²⁰ Bunun yanı sıra, halka hisse senedi satarak toplanacak fonlarla yeni kapasite elde etmeye yönelmektense, kurulu kapasiteye sahip bir firmaya, katılacakları firmanın hisse senetlerini vererek onların elindeki hazır kapasiteyi kullanmak daha çekici olmaktadır. Böylece birleşme, yeni bir yatırıma göre nakit gereksinimini büyük ölçüde azaltmaktadır.

İki firmanın birleşerek oluşturacakları yeni firmanın hisse senedi değeri, firmaların hisse senetlerinin ayrı ayrı değerlerinden daha fazla olabilir. Bu durumda firmalar birleşme yolu ile hisse senetlerinin değerini artırma olanağına kavuşmuş olurlar. Halka pay senedi satarak toplanacak fonlarla yeni yatırım yapmaya (fabrika kurmaya) yönelmektense, kurulu yatırıma sahip bir işletmeye, katılacakları şirketin pay senetlerini vererek onların elindeki hazır yatırıma ele geçirmek çoğu zaman yöneticilere daha cazip gelmektedir. Yeni yatırım yapmanın maliyeti ile hazır kapasiteye sahip bir firma ile birleşmek işletmeler için maliyet tasarrufu sağlayabilir. Bu nedenle işletmeler böyle durumlarda birleşme yoluna gitmektedirler.²¹

Sonuç olarak işletmeler birleşme sayesinde, ayrı ayrı sağlayacakları finansman imkanlarını birleştirerek daha kolay ve uygun şartlarda ve daha büyük miktarlarda fon sağlama olanağına sahip olabilirler. Birleşen işletmelere büyüklükleri nedeniyle güven artar, bu da riski azaltır. Riskin azalması daha düşük faizle borçlanmayı olanaklı kılar. Birleşme finansal güçlüğü olan bir işletmenin kârlılığını arttırır ve iflas riskini önemli ölçüde azaltır.²²

²⁰ Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 2000, s. 288.

²¹ Gönenli, s. 574.

²² Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 1990, s. 347.

1.2.4. Psikolojik Nedenler

Şirket birleşmelerinde ekonomik nedenler ön planda tutulmasına rağmen, psikolojik nedenlerin de önemli rol oynadığı gözlenmektedir. Kişinin, yönetsel veya finans alanındaki yeteneklerini gösterme arzusu, daha büyük bir organizasyonu yönetme tutkusu, hırsı, firmanın devamını emniyet altına alma duygusu, korku, demode olma kaygısı gibi psikolojik etkenler birleşme kararlarında etkili olmaktadır. Yine örgüt eskidikçe bürokratik gelenekler yerleşmekte, sistem katılık artmakta, kişisel yaratıcılığa ve girişim gücüne daha az yer kalmaktadır. Bunun kaçınılmaz sonucu olarak, organizasyonun değişen koşullara uyum kabiliyeti, esnekliği azalmaktadır. Bazı yöneticiler, organizasyonu yenileyebilmek, demode olmaktan kurtulmak için yeni bir şirketin satın alınmasını veya birleşmeyi gerekli görmektedir.²³

1.2.5. Teknik Nedenler

İşletmelerin teknik açıdan yeterli olmadıkları, üretim için gerekli olan makinelerden yoksun oldukları durumlarda ya da yeni teknolojiyi transfer etmek istediklerinde uygulayabilecekleri bir yöntem de birleşmedir. Üretim için yeni makine ve donanım ihtiyacı olan işletmeler birleşme yolu ile bu ihtiyaçlarını karşılayabilirler. İşletmeler eksik olan donanımına sahip işletmeler ile birleşme yolunu seçerek, eksik olan makine ve donanıma sahip olabilirler. Teknoloji geliştirmenin ve transfer etmenin zor olduğu durumlarda aranılan teknolojiye sahip işletme ile birleşme, işletmenin ihtiyacı olan teknolojiyi elde etmesini sağlayacaktır. Birleşme, işletmeler arası teknoloji ve bilgi akışını sağladığı gibi, ortak araştırma ve geliştirme projelerinin uygulanmasına da olanak sağlar. İşletmeler değerli sınai hakları (patent, lisans, know-how gibi), onlara sahip olan firmalar ile birleşerek de elde edebilirler.

²³ Akgüç, s. 57.

1.2.6. Yeni Pazarlara Giriş ve Ürün Çeşitlendirme

Herhangi bir firmanın faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını artırması anlamına gelen çeşitlendirme, riskten kaçınmak isteyen birçok firmanın birleşmesinde belirleyici faktör olmaktadır. Doğal olarak çeşitlendirme ile işletmelerin belirli bir alanda uzmanlaşma derecesi düşecektir. Pazarlardaki gelişmeye ve teknolojinin artan karmaşıklığına rağmen, işletmelerin uzmanlaşmadan daha fazla çeşitlendirmeye gitme yolunda eğilim gösterdikleri görülmektedir.

Böyle bir büyüme, yeni üretim tesislerinin kurulması yolu ile gerçekleştirilebileceği gibi, esas faaliyet alanının dışındaki firmalarla birleşme veya onları satın alma biçiminde de gerçekleştirilebilir. Durgun, olgunluk dönemini tamamlayan veya düşük büyüme hızına sahip bir sektörde faaliyet gösteren bir firma, daha hızlı bir büyüme potansiyeline sahip başka sektörlerde yatırım yaparak kârlılığını artırmayı hedefleyebilir.²⁴ Böyle bir durumda firmalar bu hedeflerini, çeşitlendirmeye gitmekle yani daha istikrarlı, daha kârlı bir sektörde faaliyet gösteren bir firmayla birleşerek veya onu satın alarak gerçekleştirebilirler. Böylelikle faaliyet konularını farklılaştırmış ve riski azaltmış olacaklardır. Çeşitlendirme, özellikle uluslararası birleşmelerin en önemli nedenidir. Uluslararası birleşmeler, hem coğrafi yönden, hem ürün bakımından çeşitlendirme sağlar. Bu tür birleşmelerde, yerel ekonomideki risklerin azaltılması hedeflenmektedir.²⁵

Bazı kaynaklarda çeşitlendirme için birleşmeye gitmek şüpheli bir neden olarak gösterilmektedir. Bu görüşe göre, çeşitlendirme, birleşmeye kıyasla

²⁴ Akgüç, 920.

²⁵ Başak Turan ve Sibel Yılmaz, "Avrupa Birliği'nde İşletme Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkileri, **VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, 22–25 Ekim 2003, s. 92.

hissedarlar için daha kolay ve ucuzdur. Yani hissedarların riski azaltabilmek için portföylerinde çeşitlendirmeye giderek başka bir firmanın hisse senetlerini alabilme durumu mevcutken neden birleşmeye gidildiği tartışmalı bir konudur. Bu sorunun çıkış noktası, yönetimin birleşme isteğidir. Yönetici, oluşacak büyük firmada kabiliyetlerini sergilerken, piyasa bundan haberdar olabilecek ve yöneticinin prestiji artacaktır. Başka bir açıdan bakıldığında, yöneticinin de hisse senedi sahibi olması durumunda yöneticinin risk algılaması da farklılaşacaktır. Çeşitlendirme yoluyla risk, tüm hissedarlar arasında paylaşılacaktır.

1.2.7. Sinerji Etkisinden Yararlanma

Firma birleşmelerinde ikinci önemli neden, firmaların farklı parçalarının bir araya gelmesiyle ortaya çıkacak sinerjiden faydalanabilmektir. Genel anlamda sinerji, iki firmanın bir aradaki değerinin ayrı ayrı değerlerinden büyük olmasını ifade eder. Bir başka ifadeyle, iki firmanın bağımsız olarak faaliyet gösterdiklerinde hesaplanandan daha büyük bir etki yaratmaları, rekabet gücündeki artışla beraber bağımsız olarak elde ettikleri tutardan daha fazla nakit akımı elde etmeleridir.²⁶

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren küçük ve etkin olmayan firmaların bir araya getirilmesinde ve zor durumda bulunan firmaların tekrar ekonomiye kazandırılmasında firma birleşmeleri önemli bir araçtır.

1.3. BİRLEŞME SÜRECİ VE FİNANSMANI

Bir firmayı satın almak, yeni bir makine almaktan, vergi veya muhasebe sorunlarından çok daha riskli ve önemli bir konudur. Bu yüzden birleşme veya satın almaya karar vermeden önce çok ciddi incelemeler yapılmalı, stratejiler doğru tespit edilmeli, tüm faktörler göz önünde bulundurulmalı ve ona göre bir

²⁶ Sümer ve Pernsteiner, s. 383.

program takip edilmelidir. Bu nedenle bu kısımda şirket birleşme süreci ve finansmanı incelenecektir.

1.3.1. Birleşme Süreci

Birleşme süreci, genel olarak üç aşamada gerçekleştirilmektedir. Bunlar:²⁷

- Birleşmenin planlanması,
- Birleştirilecek şirketlerin araştırılması ve seçimi,
- Belirlenen şirket ile görüşme aşamalarıdır.

1.3.1.1. Birleşmelerin Planlanması

Birleşme, şirketler için riskli ve maliyetli bir faaliyettir. Şirketin birleşme kararı; yöneticileri, çalışanları, işletmeye mal satanları, tüketicileri, yatırımcıları ve İşletmenin İçinde yer aldığı toplumu ilgilendirir. Bu açıdan bakıldığında hiçbir yatırım kararı bir işletmenin aktif ve pasifi ile diğer bir işletme ile birleşmesi kadar kapsamlı olmadığı gibi, geriye dönülmez bir nitelikte taşımaz. Bu kadar önemli olan bir kararın verilmesi iyi bir planlamaya dayandırılmış olmalıdır. Bunun yanında şirketlerin birleşmesi tamamlansa bile ortaya çıkan şirketin başarılı olması diğer nedenlerin yanı sıra birleşme faaliyetinde planlamaya yeterli zaman ayrılmasına bağlıdır. Özellikle birleşme sonrası ortaya çıkabilecek entegrasyon sorunlarının aşılması, planlama sürecinin başarısına bağlı olmaktadır.

²⁷ İpekçi, s 320.

Birleşmelerde planlama ile birleşmenin başarısı arasında yapılan ampirik çalışmalarda, birleşmenin başarısında en önemli etkenin insanların yetenekleri ve birleşme için yapılan planlama aşaması olduğu görülmüştür.

Birleşmelerin planlanması aşaması, şu adımların atılmasını gerektirir:²⁸

- İşletmenin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi,
- Belirlenen amaçlara ulaşmada araçların seçilmesi,
- Birleşmenin işletmenin uzun dönemli amaçlarıyla uygunluğunun araştırılması,
- Potansiyel şirketleri analiz etmek için kriterlerin geliştirilmesi.

Birleşme faaliyetinin ilk yaşamsal adımı amaçların belirlenmesidir. İşletme amaçlarının belirlenmesi; yatırım politikalarının saptanmasında, kaynakların seçiminde ve yatırım proje ve programlarının hazırlanmasında yöneticilere yol gösterir. İyi saptanmış amaçlar, yöneticilerin yanlış yollara sapmalarını veya değişik yöneticilerin değişik zamanlarda birbirine zıt kararlar almalarını önler. Amaçlar belirlendiğinde bu amaç, işletmeye arzu edilen ve beklenen faydaların objektif ölçümüne ve böylece de birleşme faaliyetinde işletmenin değerinin belirlenmesi için bir temel oluşturacaktır.

Birleşme sürecinde şirketler birleşme stratejisine karar verdikten sonra bu stratejiye uygun amaçların belirlenmesi gerekir. Şirketin amaçları belirlendiğinde bu amaçlara uygun kriterler belirlenmelidir. Bu kriterler;

²⁸ Münir Bellek, "İzne Tabi Birleşme ve Devralmalar", **Mükellefin Dergisi**, Sayı 74, Şubat 1999, s. 52.

Endüstrinin büyüme oranı, yasal düzenlemelerin derecesi, endüstriye giriş engelleri gibi endüstriyi ilgilendiren kriterler yanında hedef şirketin yönetim gücü, pazar payı, karlılığı, ölçek ve sermaye yapısı gibi firmayı ilgilendiren kriterler de olabilir. Birleşme kararını vermiş bir şirket için belirlenen kriterlere örnek olarak verilebilir.²⁹

Uygunluk: Birleşmek için adayın uygun olması, sayısal olarak basitçe söylemek zor olmakla birlikte, adayın değerlendirilmesinde son derece önemli bir kriterdir. Karlılık açısından uygun görülen fakat alıcı işletmeyle bütünleşme açısından zayıf olan, bu yüzden de başarısız olan pek çok işletme görülmektedir. Uygunluk faktörü:³⁰

- İnsan kaynağı
- Fiziksel kaynaklar
- Teknoloji
- Pazarlama
- Finansal kaynaklar
- Çevresel uygunluk gibi çeşitli açılardan araştırılabilir:

Büyüklik: Eğer şirketin birleşme kararı vermesindeki esas amacı firma ölçeğini arttırmak ise birleşilecek şirketin büyüklüğü en önemli kriter olacaktır. Bir büyüklük standardının geliştirilmesiyle, bu standartlara uygun olmayan işletmeler elimine edilmiş olacaktır.

²⁹ Ahmet Kavak, **Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri**, Ankara: Maliye ve Hukuk Yayınları, 2005, s. 62.

³⁰ Richard Bealey, Stevert Meyers ve Aln J. Marcus, **İşletme Finansman Temelleri**, Çev. Ünal Bozkurt ve diğerleri, İstanbul, 1997, s. 27.

Sermayenin Verimliliği: Potansiyel bir birleşme, yatırımlar üzerinden minimum verim oranı ya da beklenen verim oranı dâhilinde değerlendirilmiş olmalıdır. Bu verim oranı:³¹

- Şirketin tarihi yatırımları üzerinden getiri oranına,
- O endüstride faaliyet gösteren önde gelen işletmelerin getiri oranına,
- Rakip işletmelerin getiri oranına,
- Alternatif maliyetlerine dayanılarak tespit edilebilir.

İşletmenin Güçlü Yönlerini Kullanabilme Potansiyeli: Birleşmek isteyen işletmenin güçlü olduğu alanları belirlemesi ve bu gücü en iyi şekilde kullanılabileceği adayların seçimi için çalışması gerekmektedir. Örneğin işletme likidite bakımından güçlü ve serbest fonlara sahipse bu açılardan zayıf olan adayların seçimine gitmesi rasyonel olabilecektir. İşletmenin Zayıf Yönlerini Güçlendirme Potansiyeli: İşletmenin varlıklar yada uzmanlıklar açısından zayıf yönlerinin tespiti, bu zayıf yönlerini güçlendirecek adayların bulunmasında kolaylıklar sağlayacaktır. Ürün hattına yeni ürünler katma, arzulanan pazarlara ulaşma, teknik bilgi, pazarlama gücü, arz kaynakları ve benzer yönler açısından işletmenin zayıf yönleri olabilir. Bu yönlerin tespiti, seçilecek aday için kriterlerin belirlenmesinde büyük faydalar sağlayacaktır.

Gelirlerde İstikrarın Sağlanması: Bazı endüstri kolları mevsimsel ya da dönemsel şartlardan çok etkilenirler. Bu alanlarda faaliyet gösteren işletmeler, çeşitlendirme yoluyla gelirlerde istikrarı sağlayacak özelliklere sahip işletmelerle birleşmek isteyeceklerdir. Böylece şirket, aynı mevsimsel ya da dönemsel dalgalanmalara sahip işletmeleri analiz dışı bırakabilecektir.³²

³¹ İsmail Can, “Ferdî İşletmelerin Devri, Şirketlerin Nevi Değiştirilmesi Birleşme”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı 4, 1993, s. 88.

³² Hakan Ay ve Orhan Çelik, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul: Tesmer Yayınları, 2005, s. 42.

Uygun adayın bulunması konusunda belirtilen kriterlere benzer çok sayıda kriter ilave edilebilir. Böyle bir Ön hazırlık, ayrıntılı olarak araştırılması gereken adayların seçiminde bir çerçeve oluşturması açısından, gereksiz zaman, enerji ve para harcamalarını engelleyecektir.

1.3.1.2. Birleşme İçin Aday Şirketlerin Araştırılması ve Seçimi

Araştırma ve seçme süreci, birinci aşamada geliştirilen kriterler çerçevesinde, uygun adayın seçilmesiyle ilgili sistematik bir yaklaşımdır. Araştırma, adayın nerede ve nasıl bulunacağına odaklanmıştır. Seçme ise amaçlara ve geliştirilen kriterlere göre en uygun adayın seçilmesi sürecidir.

Adayın seçimi aşamasında, çeşitli araçlardan faydalanarak ve ilk aşamada geliştirilen kriterler çerçevesinde, birleşecek adayların seçimi yapılır. Gerçekte, geliştirilen kriterlere tam olarak uyan adayın bulunması zor ise de istenilen kriterlerin çok üzerinde yada altında olan adayların elimine edilmesi sağlanmış olması açısından önemli olmaktadır. Bu bağlamda ideal adayın belirlenmesi, şirketin sahip olmadığı veya yeterli düzeyde sahip olmadığı tamamlayıcı güç ile eşlenmesini sağlayacaktır. Diğer şeyler sabitken, tamamlayıcı zayıflıklar, devralacak firmanın güçlü yönleriyle eşlenecektir. Örneğin bir şirketin dikkate değer ölçüde tam olarak kullanılmayan yetenekli bir yönetim kadrosu var ise arzu edilen birleşme ortağı hızla büyüyen ve fakat bu büyüme eğilimini destekleyecek yönetim kadrosundan yoksun bir firma olacaktır.³³

Potansiyel adayların İlk seçiminde, bu adayların yayımlanmış finansal tablolarının, denetçi raporlarının ve benzeri kaynakların dikkatlice incelenmesi, karar verecek işletmeye sayısız faydalar sağlayacaktır. Finansal tabloların

³³ Erdoğan Arslan, “Şirketlerde Kar Dağıtımı”, *Yaklaşım*, Mart 1996, s. 85.

incelenmesinde şirketlerde farklı muhasebe politikalarının uygulanabilirliği gibi unsurlar da dikkate alınmalıdır.

1.3.1.3. Birleşme İçin Yapılan Görüşmeler

Başka bir şirket ile birleşmek isteyen şirket, olası bir hedef şirket belirlendikten sonra ödemeye istekli olduğu uygun bir fiyat yada fiyat aralığı belirlemelidir, Yöneticiler bu akıllarındaki fiyatla hedef şirketin yönetimine nasıl yaklaşacağına karar vermelidir. Eğer alan şirketin hedef şirketin yönetiminin birleşmeyi onaylayacağına ilişkin inandığı nedenleri varsa o zaman sadece birleşmeyi teklif edecek ve uygun bazı koşulları belirlemeye çalışacaktır. Eğer bir anlaşmaya varılırsa, iki yönetim grubu hissedarlarına teklifleri götürecektir ve birleşmeyi onaylamalarını önereceklerdir. Hissedarların onaylayacağını varsayarsak birleşmeyi isteyen şirket, kolay bir biçimde hedef firmanın hisselerini hisse sahiplerinden satın alacaklardır. Onlara ya kendilerinin hisselerini verecekler ya da nakit ödemede bulunacaklardır. Böyle bir işlem "dostça birleşmeler" olarak tanımlanır.³⁴ Bunun dışında "düşmanca birleşmeler" de söz konusudur. Düşmanca şirket birleşmesinde, genellikle hedef şirketin yönetiminin birleşme teklifini reddetmesi durumunda alıcı firma doğrudan hedef firmanın hisse sahiplerine teklif götürür. Hisse sahiplerine teklifte, doğrudan doğruya hissedarlara başvurulduğu için, hedef şirket yönetimi tarafından onaylanmayı gerektirmez. Böyle bir durumda çok dikkatli olunması gereken bir nokta, ortaklara teklif yapılıncaya kadar bu niyetin gizli tutulması gereğidir. Aksi halde söz konusu şirketin yöneticileri bir takım savunma taktiklerine başvurarak birleşmeyi önlemek için harekete geçebilirler. Böylece birleşmeyi karlı olmaktan çıkarabilirler veya şartları birleşmek isteyen firma açısından daha da ağırlaştırabilirler.

³⁴ William Cobb, **Successful Mergers: Planning, Strategy and Execution**, London: Waterloof Publications,1988, s. 44.

Bir şirket birleşmesinde görüşmelerin koşulları iki önemli sorunu kapsar;³⁵

- Birleştirilmiş işletmeyi kim yönetecek?
- Devralan firma, devralınan firma için ne kadar ödeyecektir?

İstihdam kontrol durumu genellikle hayati bir önem taşır. Özellikle sahipliğin ve yönetimin aynı kişi veya kişilerde olduğu küçük bir firmanın daha büyük bir firmaya devredildiği durumu göz önüne alınırsa, sahip-yönetici üst düzey konumunu koruma konusunda endişeli olabilir. Bunun yanında çalışanları ile arasında yakın ilişkiler bulunabilir. Dolayısıyla bu noktalar muhtemelen şirket birleşme görüşmelerinde vurgulanacaktır. Halka açık ve hisse senedi sahipleri tarafından kontrol edilemeyen bir şirket başka bir şirket ile birleştiği zaman devralınan firmanın yönetimi de birleşme sonrası durum konusunda şüphelere sahip olabilir. Eğer devralan işletme eski yönetimi korumayı kabul ederse o zaman yönetim birleşmeyi desteklemeye ve hissedarlara kabulünü önermeye istekli olabilir. Eğer eski yönetim görevden alınacak ise muhtemelen şirket birleşmesine karşı direnecektir. Bazen de yöneticiler kendilerine "altın paraşütler" ararlar. Altın paraşütler bir şirket birleşmesinin tamamlanması durumunda geçerlilik kazanan aşırı derecede karlı emeklilik programları, yüksek tazminat ödenmesi şeklinde gerçekleşebilir.³⁶

Şirket birleşmesi analizi teorik olarak çok kolaydır. Devralan şirket sadece şirket birleşmesinden beklenen nakit akımlarının bugünkü değerinin hedef şirket için ödenmek zorunda olunan fiyatı aşp aşmadığını belirlemek için bir sermaye bütçeleme analizi yapar. Eğer net bugünkü değer pozitif ise, devralan firma hedef firmanın hissedarları, eğer teklif edilen fiyat firmanın bağımsız

³⁵ Andrew Robertson, "Golden Rules of M&A Financing", **The Mergers and Acquisitions Handbook**, Milton Rock (ed.), NY: McGraw Hill, 1987, s. 88-90.

³⁶ Fred Weston ve diğerleri, **Mergers, Restructuring and Corporate Control**, New Jersey: Prentice Hall, 1990, s 54.

faaliyette bulunmaya devam etmesi durumunda gelecekte elde etmeyi bekledikleri nakit akımlarının bugünkü değerini aşarsa teklif kabul edilmelidir. Ancak teori böyle olmasına karşın bazı sorunlar söz konusu olmaktadır.³⁷

- Devralan firmanın, satın almadan kaynaklanacak nakit akımlarını tahmin etme zorunluluğu
- Birleşmenin kendi istenilen öz kaynak karlılık oranı üzerindeki etkisinin, ne olacağı ayrıca belirtilmeli
- Birleşme için nasıl ödemede bulunacağına karar verme zorunluluğu
- Birleşmenin yararlarını tahmin ettikten sonra devralan ve hedef şirketin yöneticileri ve hissedarları bu yararların nasıl paylaşılacağı konusunda pazarlık etmelerinin gerekliliği

Bir tam finansal şirket birleşmesinde eğer şirketler bağımsız olarak faaliyetlerine devam edecekler ise, birleşme sonrası nakit akımları iki firmanın faaliyetleri entegre edilecek ise ya da devralan firma daha iyi sonuçlar elde etmek için hedef firmanın yönetimini değiştirmeyi planlıyorsa, o zaman şirket birleşme kararına temel olan gelecek nakit akımlarının doğru tahminlerini oluşturmak zor olacaktır.

1.3.1.4.1. Birleşmelerde Aracıların Rolü

Aracılar birleşme taraflarını bir araya getiren, değerlemeleri yapan, yasal düzenlemeler hakkında danışmanlık hizmeti veren veya pazarı araştıran taraf olarak birleşme sürecine katılırlar. Aracılar birleşme sürecinde, yaptıkları aracılık işleminin karşılığında alacakları ücret ve benzeri ödemelerin yüksek olmasını isterler. Aracılar birkaç biçimde şirket birleşmesi ile ilgilidir. Bunlar;

³⁷ Ay ve Çelik, s .44.

- Birleşmelerin hazırlanmasına yardımcı olma.
- Hedef şirketlere birleşmelere karşı koymada yardımcı olma,
- Hedef şirketleri değerlemede yardımcı olma

Büyük yatırım bankacılığı firmalarının, şirket finansmanı departmanları içinde şirket birleşmeleri grupları vardır. Bu grupların üyeleri, fazla nakti olan ve başka firmaları devralabilecek firmaları, devralınmaya İstekli olabilecek firmaları ve çeşitli nedenlerle başkalarına çekici gelebilecek firmaları belirlemek İçin çalışırlar.

Öte yandan, devralınmayı istemeyen hedef firmalar, genellikle şirket birleşmelerini engellemek için yardımcı olmada uzmanlaşan bir hukuk firması ile birlikte bir aracı kurumun yardımını sağlayarak bir takım savunma taktikleri uygularlar.

Ayrıca, eğer iki firma yönetimi arasında dostça bir şirket birleşmesi hazırlanıyorsa, anlaşmaya varılan fiyatın uygun bir fiyat olduğunu belirleyebilme önemlidir. Dolayısıyla büyük birleşmelerin pek çoğunda her bir taraf hedef firmayı değerlemek ve uygun fiyatın belirlenmesinde yardımcı olması için bir aracıya ihtiyaç duyarlar. Şirket birleşmesi dostça olsa bile fiyat belirlemede yardımcı olmak için yine de aracıya ihtiyaç duyulabilir. Çünkü hisse senedi sahiplerine teklif yapılacağı zaman en düşük fiyatın belirlenmesi kritik derecede önemli olacaktır.

1.3.2. Birleşme ve Devralmalarda Şirket Değerlemesi ve Kapsamı

Birleşmelerde fiyatın belirlenmesi ve işletme değerinin hesaplanması için çeşitli değerlendirme modelleri kullanılmaktadır. Yapılan bu analizlerdeki amaç, işletmelerin ayrı ayrı değerlerinin yanı sıra sinerjinin de katkısının ölçülmesidir. (İşletmeler

birleşmenin, birleştikten sonraki nakit akımları üzerinde nasıl etki yapacağını bu modeller yoluyla tahmin etmeye çalışmaktadır.³⁸ Bu yöntemlerden her birisi farklı açılardan şirketin değerini belirlemeye yaklaştığından ve her biri aynı varsayımlara dayandığından kullandıkları alanlar ve şirketler farklı olmaktadır. Ayrıca her yöntemin kendine özgü üstünlükleri ve sınırlılıkları vardır. Bu yüzden şirket değerlemesini yapmaktaki amaca göre değerlendirme yönteminin belirlenmesi gerekir.

1.3.2.1.Piyasa Değeri Defter Değeri

Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin açıkladıkları kâr rakamlarının şirketin gerçek kazancını yansıtmadığı endişesi nedeniyle Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) yöntemi kullanılmaktadır. PD/DD oranı hisse senedinin piyasa değerinin hisse başına özvarlıkları bölünmesi ile bulunmaktadır. Bu yöntemde firmaların PD/DD oranının aynı sektörde bulunan firmalar için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek firma değeri tespit edilmektedir. Değerleme yapılacak şirket için şirketin kendi oranı ve/veya benzer şirket oranlarının ortalaması ile şirket hisselerinin nominal değeri çarpılarak şirket değerine ulaşılır. Nominal değer piyasada geçerli olan gerçek mübadele fiyatının altında veya üstünde olabilir. Şirket değerine ulaşılması için, PD/DD oranının, şirket hisselerinin nominal değeri ile değil, şirket hisseleri başına düşen defter değeri (özsermaye) ile çarpılması gerekir.³⁹

1.3.2.2. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, genel bir ifade ile şirketi devralmak isteyen kişi için ifade ettiği değer olarak tanımlanabilir. İşleyen bir teşebbüs olarak şirket değeri, tek tek

³⁸ T. Akkum, “Firmalarda Yeniden Yapılanma: Firmaların Büyümesi, Satınalma ve Birleşmeler”.*Yönetim Der.* Yıl. 11, Sayı 36, 2000.

³⁹ Kuddusi Yazıcı, Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi, Ağustos 1997. <http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles.html>, s. 44.

varlıklarının toplam değeri olmayıp, bunlara eklenen, parayla ifade edilmesi çok güç olan varlıkların da göz önünde bulundurulduğu değerdir. Şirketin işleyen teşebbüs değerinin varlıklarının toplam değerinden düşük olduğu durumlarda şirketi işleyen bir teşebbüs olarak tutmanın ekonomik bir anlamı olmayacaktır. Böyle bir şirketin, varlıklarını ayrı ayrı devretmesi, şirketin bir bütün olarak devredilmesinden daha rasyonel bir davranış olacaktır.

1.3.2.3. Tasfiye Değeri

Bir işletmenin faaliyetlerine son verdikten sonra, mevcut varlıkların teker teker satılarak elde edilen tutardan borçların, satış giderlerinin, vergilerin, satış komisyonlarının ve personelin işine son verme ile ilgili giderlerin düşülmesi halinde bulunacak değer tasfiye (likiditasyon) değeridir. Defter değeri yönteminde tarihi maliyetler dikkate alınırken bu yöntemde varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır.

1.3.3. Birleşmenin Finansmanı

Firma birleşmelerinin finansman şekli, birleşme sonucunda yaratılması beklenen değeri etkileyen önemli konulardan biridir. Firmanın, ödeme şekilleri ve bunların finansmanında kullanacağı kaynaklar arasından yapacağı tercih, birleşme sonucunda oluşacak sinerjiyi, riskin dağılımını, satın alan firmanın sermaye yapısını, vergi ve işlem maliyetlerini etkileyen önemli bir unsurdur.

1.3.3.1. Nakit Ödeme

Birleşme ve satın alma bedelinin nakit ödeme ile gerçekleştirilmesi durumunda bu nakdin nereden sağlanacağı oldukça önemli bir konudur. Birleşmelerin finansmanında önce iç kaynaklara başvurulmalı, iç kaynakların yetersiz kalması

halinde yabancı kaynaklar devreye sokulmalı, hâlâ finansman açığı mevcutsa sermaye artırımına gidilmelidir. Eğer işletmenin kaynakları ödeme yapmak için yeterli değilse iki şekilde nakit tedarikine gidilebilir.⁴⁰

- Alıcı işletme satın aldığı işletmenin varlıklarını teminat göstererek sağlayacağı kredi ile ödemede bulunabilir.
- Alıcı işletme yeni hisse senedi ihracıyla sağlayacağı nakdi, hedeflenen işletmenin satın alınmasında kullanabilir.

Birçok firma birleşmesinde, kullanılacak likit değerler birleşme finansmanını karşılamamakta ve yabancı kaynaklara başvurulmaktadır. Bu tür finansman şekli “Borçlanarak-Kaldıraçlı Satın Alma (Leveraged Buy-Out)” olarak adlandırılmaktadır. Satın alan firma, yeterli nakdi olmaması durumunda, banka kredisi kullanarak hatta kredi almada hedef firmanın varlıklarını teminat olarak göstermek suretiyle de kredi kullanabilir.⁴¹

1.3.3.2. Hisse Senedi İle Ödeme

Satın alma ve birleşmeler, çok büyük finansal kaynak gerektiren oluşumlardır. Şirketler, kredibiliteleri yüksek olmasına rağmen, birleşme ve satın almalar için yeterli kaynağı temin edemiyor olabilirler. Bu gibi durumlarda; hedef şirket hissedarlarına nakit ödeme yerine, satın alan şirketin hisseleri verilir.

Firmalar açısından yararlı olabilecek birçok birleşme, gerekli kaynakların bulunamamasından veya kaynak kullanım itibarının olmamasından dolayı gerçekleştirilememektedir. Bu duruma daha çok küçük, yeni kurulan, büyüme potansiyeli yüksek ancak kısıtlı kaynaklara sahip firmalarda

⁴⁰ Metin Türko, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Alfa Yayınevi, 1999, s. 593.

⁴¹ Akgüç, s. 921.

rastlanmaktadır. Bu gibi durumlarda, birleşmeler genelde hisse senedi değişimiyle gerçekleştirilmektedir. Hedef firma hissedarlarına nakit ödeme yerine, satın alan firmanın hisse senetleri verilmektedir. Bu durumda satın alınan firma hissedarları, ilgili firma birleşmeden sonra varlığını devam ettiriyorsa bunun hissedarları, devam ettirmeyip yeni bir tüzel kişilik kuruluyorsa yeni kurulan firmanın hissedarları durumuna geçerler.

1.3.3.3. Gelecekteki Kazançlara Göre Ödeme

Bu yöntemde hedef şirkete ödenebilecek miktar ödenir, kalan kısım ise birleşmenin gerçekleştirilmesinden sonra oluşan yeni şirketin elde edeceği kazançlardan ödenir. Bu kolaylaştırıcı özelliğinden dolayı birleşmek isteyen şirket birleşme aşamasında finansman sıkıntısı çekmeyecektir. Birleşmenin bu yöntemle finanse edilmesinin yararları şöyle özetlenebilir:⁴²

Bu yöntem birleşmenin ilk finansal maliyetlerini düşürür,

- Birleşme sonrasında devralınan firmanın elde ettiği toplam karlar, devralma fiyatı henüz ödenmemiş dahi olsa ana firmaya aktarılabilir. Bu ise yeni şirketin Net
- Kar/Özkaynak oranının daha tatmin edici seviyede olmasına yardımcı olur,
- Gelecekteki performansa göre ödeme yönteminde, devralma fiyatının tamamının ödenmesinin firmanın gelecekteki performansına bağlı olması devralınan firmanın yönetim grubunun şirket çıkarları için aynı güçle çalışmalarını teşvik eder.

⁴² Orhan Çelik, **Şirket Birleşmeleri**, Ankara: Turhan Kitabevi, 1997, s. 76.

1.3.4. Birleşmelerde Başarısızlığın Nedenleri

Yapılan birçok çalışmada birleşme ve satın almaların arasında başarılı olanların oranlarının az olduğu ortaya konmaktadır. Yine yapılan bu çalışmalara başarısızlığı benzer nedenlere bağlamaktadır. Farklı çalışmalarda, birleşmelerin başarısız olmalarının temelinde birleşme öncesi finansal beklentilerin gerçekleşmemesi, kültürel uyumsuzluk, önemli elemanların işten ayrılması gibi birkaç faktörün ön plana çıktığı görülmektedir.

1.3.4.1. Genel Nedenler

Şirket birleşmelerinde başarısızlığın bu denli büyük olmasının ardında yatan nedenler arasında sermaye yetersizliği, farklı kültürleri bir araya getirmenin olanaksızlığı, örgütsel amaçlar konusunda uyumsuzluk, gerçekleşmeyen beklentileridir. Ancak sosyal bilimciler, işletmenin insan yönünün birleşme, satın alma ve ortak girişimde en önemli etken olduğuna fakat göz ardı edildiğine ve bunun başarısızlıktaki en önemli faktörlerden biri olduğuna işaret etmektedir. Birleşmelerde yaşanan potansiyel problemler şu şekildedir:⁴³

- Görev ve sorumlulukların belirlenmesinde gerekli açıklığın bulunmaması
- Ortak amaç ve vizyon eksikliği
- Merkezi sistemleri bağlayacak dokümantasyona dayalı bağ eksikliği
- Detaylandırılmış yeni iş stratejileri
- Satın alma sonuçlarına ait beklentilerin olmayışı.

⁴³ R. E. Numerof, "Integrating Corporate Culture From International Mergers and Acquisition, **HR Focus**, Cilt 75, No. 5 s. 5.

Bu beş ana problemin çoğunun özünde iyi işleyen bir iletişim politikası ve stratejik liderlik eksikliği yatmaktadır. İletişim ve liderlik etkili bir birleşme entegrasyonu için en önemli unsurların başında gelmektedir.

1.3.4.2. İnsan Faktöründen Kaynaklanan Nedenler

Farklı kültürden iki şirketin birleşmesi sonucunda iş yapış tarzlarındaki farklılıklar sürtüşme nedeni ya da potansiyeli oluşturur. Yöneticiler arasındaki farklı anlayışlar, şirketin iş yapış biçimini ve gücünü olumsuz etkileyebilir. Çalışanlar arasında, birleşmeye karşı küçümsenmeyecek dirençler oluşabilir. Bu tür olumsuzluklar, yatırımdan beklenen yararların geç ve düşük gerçekleşmesine neden olabilir.⁴⁴

Birleşmelerin düşük başarı oranı arkasındaki yatan ve insan faktöründen kaynaklanan nedenler şunlardır:⁴⁵

- Kilit elemanların işten ayrılması
- Genel verimlilik ve performansa düşüklüğü
- İşe yerleştirme hatalarının yapılması
- Yönetimin işgücü problemlerini önemsememesi ya da bunlara az önem vermesi
- Uygulamada yönetim eksikliği
- Kültürel uyumun göz ardı edilmesi

⁴⁴ “Şirket Birleşmeleri ve Satınalmaları”, <http://kobi.milliyet.com.tr/haber/kobi-sirket-birlesmeleri-ve-satinalmalari,719>, (06.06.2010)

⁴⁵ Stephanie Overman, “Learning Your M and ABC”, **HR Focus**, Cilt:75, No. 6, s. 8.

Birleşmelerde karşılaşılan sorunların büyük kısmının insan faktörünün sürece dâhil edilmemesinden kaynaklandığını savunan araştırmalar vardır. Bu görüşleri paylaşanlara göre, birleşmenin her aşamasında insan kaynakları birimi sürece dâhil edilmelidir. Birçok işletme kültürel çatışma gibi insan kaynakları ile ilgili problemler yüzünden başarısız olmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM: ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TARİHSEL GELİŞİM SÜRECİ VE DÜNYADAN ÖRNEKLER

İlk olarak 19 yüzyılda, Amerika'da başlayan birleşme faaliyetlerinde 20. yüzyılla birlikte, hem miktar hem de değer olarak büyük artışlar yaşanmıştır. Türkiye'de de 1995 yılından itibaren artan birleşme faaliyetleri, küreselleşmenin getirdiği avantajlar ve dezavantajlarla birlikte giderek daha önemli hale gelmiştir. Bu bölümde genel hatları ile şirket birleşmelerinin dünyada ve Türkiye'deki tarihsel gelişimi incelenecektir.

2.1.TARİHSEL SÜREÇ VE GEÇMİŞTEKİ ŞİRKET BİRLEŞME DALGALARI

Şirket birleşmelerinin tarihsel gelişimine şu an içinde bulunulan son aşama dönem hariç dört temel birleşme dalgası göze çarpmaktadır. 1800'lü yılların son çeyreği ile 1900'lü yılların ilk birkaç yılı arasında gerçekleşen birleşmeler 1. dalga, 1915 ile 1930 yılları arasında gerçekleşen birleşmeler ikinci dalga, 1960'lı yıllardan 1970'li yıllara kadar süren birleşmeler üçüncü dalga, 1980'li yılların başında başlayan ve hızı giderek artan birleşmeler ise dördüncü dalga olarak nitelendirilebilmektedir. Diğer yandan, 1990'lı yılların başından günümüze kadar gelen ve devam etmekte olan birleşme dalgası besinci dalga olarak adlandırılmaktadır. 1970'li yılların sonu ve 1980'li yılların başlarında başlayan dördüncü dalga 1990'lara gelindiğinde yerini halen devam etmekte olan besinci birleşme dalgasına bırakmıştır. Şirket birleşmelerinin çeşitli dalgalar halinde gerçekleşmiş olması yalnızca süreç açısından değil, birleşmelerdeki amaçlar açısından da dikkat çekmektedir. Zira, her dalgada birleşme amaçları da farklılık göstermektedir.

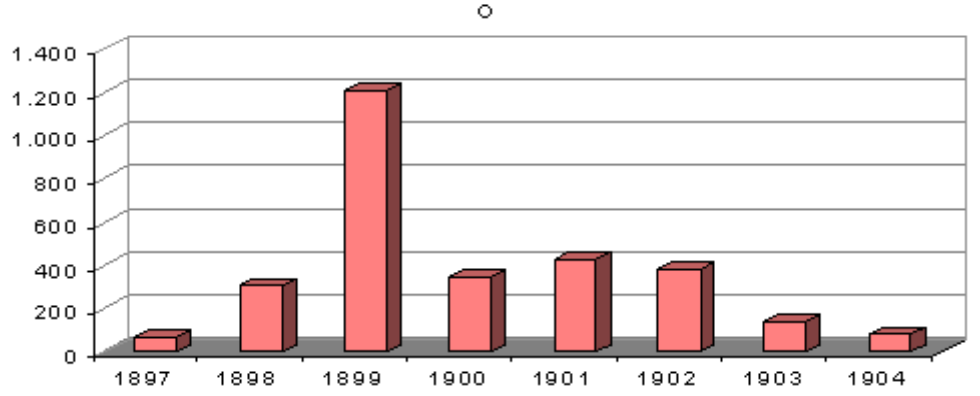
2.1.1. Birinci Birleşme Dalgası (1895–1904)

1800’lü yılların son çeyreğinde başlayan ve 1880’li yıllarda hız kazanan ilk dalga birleşmeleri etkinlik amacından ziyade, pazara hâkim olma amacını gütmektedir. Bu dönemde ağırlıklı olarak; çelik, petrol, tütün ve diğer temel sektörlerde birleşmeler dikkat çekmiş ve ilk dalga “Monopol Birleşmeler Dalgası” olarak görülmüştür.⁴⁶

Birinci birleşme dalgası 1883’te görülen ekonomik krizden sonra başlayıp 1898–1902 yılları arasında zirve noktasına ulaşmış ve 1904 yılında sona ermiştir. Birinci birleşme dalgasında yatay birleşmeler baskın olarak görülmektedir. 1895–1904 dönemini kapsayan birleşmelerin %78’i yatay birleşmeleri, geriye kalan sadece %12’lik bir bölümü dikey birleşmeleri içermektedir. Bu dönemde gerçekleştirilen yatay birleşmelerin birçoğu monopolistik (tekelci) piyasa oluşumlarına neden olmuştur. Bu nedenle birinci birleşme dalgasının yaşandığı dönem, büyük monopollerin oluşumunda oynadığı rolle tanınmaktadır. Bu dönemin sonunda bazı endüstri dallarındaki firma sayısında dramatik düşüşler gözlemlenmiştir.

⁴⁶ Suat Aksoy, **Şirket Birleşmeleri ve Satın almaların (Şirket Evliliklerinin) Yönetmelik Açısından İncelenmesi, Nedenler, Sorunlar, Sonuçlar**, İÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2004, s. 3

Grafik 2.1.
Birinci Birleşme Dalgası



Kaynak: Patrick Gaughan., Acquisitions, And Corporate Restructurings, John Wiley & Sons Inc., p. 19.

Bu dönemde şirket birleşme ve devralmalarının yoğunlaşmasının nedeni -Amerikan hisse senedi piyasasındaki yükselişin yanında- diğer ülkeler ve eyaletlerle yapılan ticareti herhangi bir şekilde kısıtlayan veya engelleyen sözleşmeleri yasaklayan, fakat Şirket birleşme ve devralmaları ile baş etmekte aciz kalan 1890 tarihli Sherman Yasası'dır. Sherman Yasası, borsada hisse değişimi yoluyla yapılan birleşme ve devralmalarını yasaklamamasının yanı sıra, Şirketlere herhangi bir sınırlamaya tabi olmadan neredeyse tekel niteliğinde oluşumlar kurmaları olanağını sağlamıştır.⁴⁷

2.1.2. İkinci Birleşme Dalgası (1916–1929)

Oligopoller ve birleşme dönemi olarak adlandırılmaktadır. Dikey birleşmeler piyasada hâkim olmaya ve tüm ürün çevrimini denetlemeye dönük çabalar bu

⁴⁷ Sian Owen, **The History and Mystery of Merger Waves: A UK and US Perspective**, University of New South Wales School of Banking and Finance, Working Paper No: 2006–02, 006, s. 5.

dönemim karakteristik özellikleridir. (ağır sanayi, bankacılık, kimya, madencilik, gıda sanayi)⁴⁸

İlk birleşme dalgasıyla ikincisi arasındaki temel fark olarak; birincisinin monopollerin oluşumuna yol açmasına karşın ikincisinin oligopol (monopollü rekabet) oluşumuna yol açması gösterilebilir. İlk dalgada gözlemlenen birleşme stili ikincisinde de devam etmiştir. Bu dönemde, tekeli oluşumları önlemek açısından ilk dalgadan önceki ortamdaki ortamdan daha katı bir ortam mevcuttur. Bu nedenle ikinci birleşme dalgası ilkinin oranla daha az sayıda tekel fakat daha çok sayıda oligopol oluşumuna yol açmış ve çok sayıda dikey birleşme görülmüştür. Ayrıca bu dönemde, birbiriyle bağlantısı olmayan endüstri kollarından pek çok şirket birleşmelerine de rastlanmıştır. İkinci birleşme dalgası 24 Ekim 1929 tarihinde yaşanan borsaların çöküşüyle sona ermiştir. Bu çöküş “Büyük Depresyonun” tek nedeni olmasa da bu konuda önemli bir rol oynamış, iş ve yatırım dünyasında güven azalmasıyla birlikte tüketimde görülen daralmayla birlikte depresyon daha da ağırlaşmıştır. İlk iki birleşme dalgasında yatırım bankaları önemli rol oynamışlardır. O dönemde, bugünden farklı olarak, yatırım bankacılığı sektöründe daha konsantre bir yapı mevcut ve büyük tutardaki sermaye küçük bir grup tarafından kontrol edilmekteydi.

2.1.3. Üçüncü Birleşme Dalgası (1965–1969)

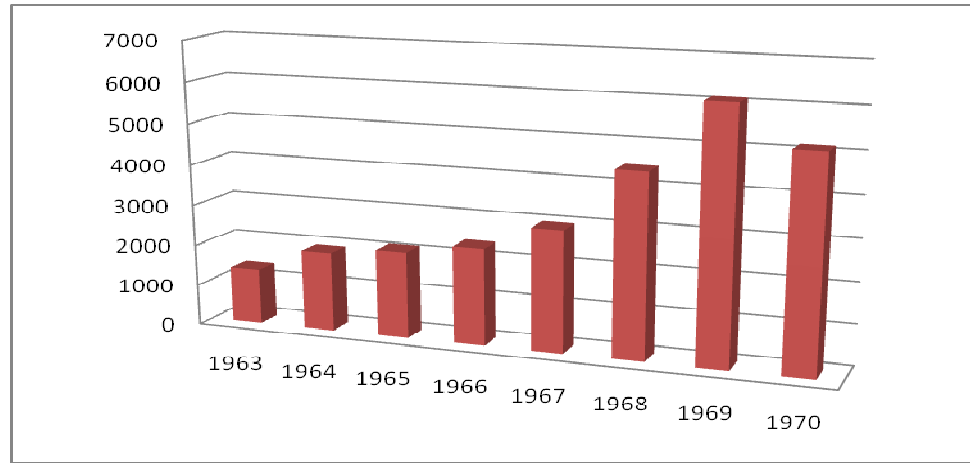
Özellikle ABD’de olmak üzere faaliyet alanı dışında, farklı sektörlerde hedeflenen şirketlerin portföye alınmasına dayalı birleşmelerin ortaya çıktığı dönemdir.⁴⁹

⁴⁸ Kurtar Tanyılmaz, *Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satın Almalar*, İstanbul: Alfa Basım Yayın, 2004, s. 689.

⁴⁹ Tanyılmaz, s. 689.

Üçüncü dalga, hızla büyüyen ekonominin de desteğiyle önemli birleşme ve devralma hareketlerinin yaşandığı bir dönem olmuştur. Karma birleşmeler dönemi olarak tanımlanabilecek bu dönemde, göreceli olarak daha küçük firmaların daha büyük firmaları devralma ve birleşme için hedef seçmesi, geçmişe göre daha sık rastlanır bir durum haline gelmiştir. Oysaki ilk iki dalgada birleşme ve devralma için hedef seçilen firmalar, devralan firmalardan önemli oranda küçüktüler. Üçüncü dalgadaki birleşmelerin çoğu karma birleşmeler türünden olduğu için endüstriyel konsantrasyonu artırmamışlardır. Bu nedenle, çok sayıda şirket birleşmesine karşın farklı endüstrilerdeki rekabet derecesi kayda değer bir değişim göstermemiştir.

Grafik 2. 2.
Üçüncü Birleşme Dalgasında Birleşme Sayısı



Kaynak: Patrick Gaughan,, Acquisitions, And Corporate Restructurings, John Wiley & Sons Inc., p. 27.

2.1.4. Dördüncü Birleşme Dalgası (1981–1989)

Şirket birleşme ve devralmalarında 1970'lerden 1980'e kadar olan dönemde gözlenen düşüş trendi 1981 yılında tamamen terse dönmüştür. Bu dönemi önceki

üç dönemden ayıran temel özellik düşmanca gerçekleştirilen ele geçirmelerde oynadığı önemli roldür.

2.1.5. Beşinci Birleşme Dalgası

1990'lı yılların başlarında tekrar başlayan ve hala devam eden birleşme dalgası şimdilik beşinci ve son dalga olarak görülmektedir. Bu dönemde, dünya çapındaki rekabet şirketler arasındaki birleşme ve satın almaların ülke sınırlarını aşmasına yol açmıştır. Küreselleşme etkisi ile birlikte pazarların ve işletmelerin büyümesi trendi daha da hızlanmaktadır. İçinde bulunduğumuz dönem pek çok işletme için sınır ötesi birleşme ve satın almalar neticesinde yabancı ülke pazarlarına girme olanakları sağlamaktadır.

Şirket birleşmeleri 1800'lü yıllarda başlamış ve çeşitli dönemlerde dört büyük birleşme dalgası yaşanmıştır. Günümüz, şirket birleşmelerinin tekrar yoğunluk kazandığı bir dönem olup, beşinci birleşme dalgası ya da mega-birleşmeler dönemi olarak isimlendirilmektedir. ABD'de, 1998 yılında 1.191 milyon \$ değerinde 7.809 adet şirket birleşmesinin gerçekleşmesi, işlem sayısının 1999 yılında 9.278'e ve 2000 yılında 9.566'ya yükselmesi birleşmelerin ulaştığı düzeyi ortaya koymaktadır. Birleşme sayısındaki artış ve işlem değerlerindeki olağanüstü yükselme dönemin belirgin özelliklerini oluşturmaktadır. Günümüzde şirket birleşmeleri ağırlıklı olarak, uluslararası rekabetin yoğun olarak yaşandığı sektörler ile teknolojik gelişmelerden ve deregülasyon sürecinden etkilenen sektörlerde görülmektedir.⁵⁰

⁵⁰ Ayşe Gül Yılıgör, "Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makro Ekonomik Etkileri", **Öneri, Marmara Üniversitesi S.B.E. Hakemli Dergisi**, Cilt:5, Yıl: 8, Sayı: 18, Haziran 2002, s.119.

Günümüzde sınır ötesi birleşmelerde görülen eğilimleri şu şekilde ifade etmek mümkündür:⁵¹

- Büyük ölçekli sınır ötesi birleşmeler genel olarak gelişmiş ülkelerdeki çok uluslu şirketler arasında gerçekleşmektedir.
- Sınır ötesi birleşmelerin, özellikle bankacılık ve sigorta, kimya ve ilaç, telekomünikasyon ve medya sektörlerinde yoğunlaştığı görülmektedir.
- Sınır ötesi birleşmeler sadece büyük şirketlerin faaliyet alanı olarak kabul edilmemelidir. Özellikle elektronik, personel hizmetleri, sağlık, dağıtım, inşaat ve mühendislik alanlarında faaliyet gösteren küçük ve orta boy işletmelerin sınır ötesi birleşmelerin tutarının artmasında belirgin bir rol oynadıkları görülmektedir.
- Sınır ötesi birleşme faaliyetlerinin dörtte üçünde alıcılar ve satıcılar birbirleri ile ilişkili endüstrilerde faaliyet göstermektedirler.
- Yabancı alıcılar, hedef şirketleri önemli miktarda yüksek sermaye kazançlarına sahip şirketlerden seçmektedirler.

2.2. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN GELİŞİMİ

Bu kısımda ABD, Avrupa ve Türkiye özelinde şirket birleşmelerinin tarihsel gelişimi incelenecektir.

⁵¹ Çelik, s.7.

2.2.1. Amerika Birleşik Devletlerinde Şirket Birleşmeleri

ABD’de 19. yüzyılda petrol, tütün ve çelik gibi çağın önemli mamullerini üreten firmalar arasında, daha çok tekelleşme amaçlı şirket birleşmeleri yaşanmaya başlanmıştır. Birleşmelerin yönünü değiştiren asıl gelişmeler, 1929 yılı ekonomik krizi ve II. Dünya savaşıdır. Savaş sonrası ülkelerin kaderini belirleyecek olan Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar ABD öncülüğünde kurulmuştur.⁵²

Amerika Birleşik Devletleri (ABD)’nde şirket birleşmeleri 19. yüzyılın sonlarında 1868’de Erie Demiryolu Şirketi’nin başarısızlıkla sonuçlanan kötü niyetli bir şekilde ele geçirilmesi ile başlamıştır. Bunu takiben 1895’de başlayan ve 1904’de sona eren ilk devir alma döneminden bugüne kadar, belirli bir süre yoğunluk kazandıktan sonra sona eren ve bir müddet sonra tekrar yoğun bir devir alma süreci olarak devreye girmek suretiyle altı civarında devir-birleşme dönemi yaşanmıştır.

ABD’de ikinci önemli birleşme hareketleri 1919’larda başlamış 1929’lara kadar sürmüştür. Üçüncü birleşme hareketi ise 1945 sonrasında başlamış olup günümüzde halen devam etmektedir. Genelde ilk dönemde gerçekleştirilen birleşmeler yatay, ikinci dönemde gerçekleştirilen birleşmeler ise dikey olmuştur. Üçüncü dönemde ise karma birleşmeler ağırlıktadır. 1960’lı yıllardaki şirket birleşmeleri, 1920’li yıllardaki birleşmelerin sayısına göre çok fazla sayılara ulaşmıştır. Birleşmeler 1930’lardan 1970’lere doğru gittikçe artan bir eğilim göstermiştir. ABD’de şirket birleşmeleri 1968’den sonra hızlı bir düşme eğilimi göstermiştir. Bu düşüşün nedenleri çeşitlilik göstermektedir. Bunda

⁵² Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat** 13. Baskı. İstanbul: Güzem Yayınevi, 1999, s. 543.

idarenin uyguladığı anti tröst politikaların ve birleşmelerde sağlanan vergi avantajlarının azaltılması gibi uygulamaların etkili olduğu görülmektedir.⁵³

2.2.2. Avrupa’da Şirket Birleşmeleri

Yukarıda da belirtildiği gibi, birleşme hareketlerinin öncüsü ABD olmuş, buna karşılık Kıta Avrupa’sının bu harekete katılması ancak 1990’lı yıllarda Asya ülkelerinde yaşanan ekonomik kriz sonucunda gerçekleşmiştir. 28 Ekim 1997 tarihinde Malezya ve Hong Kong borsalarında bazı şirketlerin iflası sonucu yaşanan mali kriz, ABD ve AB gibi gelişmiş batı ülkelerini, Asya borsalarında yatırımları bulunan şirketleri nedeniyle doğrudan etkilerken, krizden kaynaklanan panik, Asya’da yatırımları bulunmayan ülkelerin borsalarını da psikolojik olarak etkilemiştir. Bu durum bize, dünya piyasalarının nispi de olsa ortak bir etkileşim içerisinde olduğunu göstermiştir. Globalleşmenin öncülüğünü yapan ve dinamik gücünü oluşturan şirketler, kriz dönemlerini, içsel büyüme (sermaye artırarak) ve/veya dışsal büyüme (katılım, birleşme, joint ventures vb.) ile aşmaya çalışmak durumunda kalmışlardır.⁵⁴

İngiltere’de şirket birleşmeleri 1960’lı yıllarda popüler hale gelmeye başlamıştır. Birleşmelerde 1965 yılına kadar artış, daha sonra azalma görülmeye başlanmıştır. Bu azalışın monopolü önleyici yasalardan kaynaklandığı sanılmaktadır. 1970’li yıllarda İngiltere’de şirket birleşmeleri büyük işletmelere katılma ve yeni pazarlara girme amacıyla tekrar yaygınlaşmıştır. 1978–1979 yıllarında İngiltere’nin en büyük şirketlerinden Unilever, GEC, ICI ve büyük bankalar bu amaçla birleşmelere girmiş, çeşitli İngiliz şirketleri yabancı şirketlerle

⁵³ Hüseyin Akay, **İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, İstanbul: Yaylım Matbaası, 1997, s. 27-30.

⁵⁴ Hüseyin Demir, “Küreselleşme Sürecinde Şirketlerde Birleşme Ve Tür Değişirme”, **T.C.Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı (Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme) Dergisi**, Temmuz, 1998, <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/tanitimkoordinasyondb/kureselhtm.doc>, (03.06.2010)

birleşmişlerdir. 1980’li yıllarda ise sanayide uluslararası alandaki birleşmeler İngiltere ekonomisine faydalı olmuştur.⁵⁵

Avrupa Birliği içinde firmalar sürekli olarak genişleyen pazarda rekabet güçlerini ve mevcudiyetini sürdürmelerine olanak sağlayan bir ölçüğe ulaşmaları için birleşmeye zorlanmaktadır. 1987 – 1998 tarihleri arasında AB firmalarınca 73.000’den fazla şirket birleşmesi gerçekleştirilmiştir. Yine aynı dönemde Topluluk içinde Alman firmaları devir ve birleşmelerin ortalama % 18’lik kısmını gerçekleştirmektedirler. Birleşme ve devirlerde Alman firmalarının yapısından kaynaklandığı gibi firmaların başta Fransız, Hollanda, İngiltere ve İtalya olmak üzere topluluk içinde birçok şirketi satın aldıkları bilinmektedir. Alman firmalarından sonra en çok birleşmenin yaşandığı ülke Fransa’dır (% 17), onu İngiltere (% 14), Hollanda (%8,2) ile takip etmiştir.⁵⁶

ABD’deki şirket birleşme hareketlerine gösterilen ilgiye rağmen, Kıta Avrupa’sında gerçekleşen birleşmelerin sayısı halen ABD ile aynı seviyeye ulaşamamış durumdadır. Nitekim bu sebeptir ki; şirket birleşmelerinin öneminin kavranması ile birlikte, AT Mevzuatı kapsamında birleşme hareketlerini teşvik etmek amacıyla yapılmaya başlanan hukuki düzenleme çalışmalarına hız verilmiştir.

2.2.3. Asya’da Şirket Birleşmeleri

1990’lı yıllar, Asya Ülkelerinde önemli ekonomik gelişmeler nedeniyle dikkatlerin bu bölge üzerinde yoğunlaşmasına neden olmuştur. Artan yabancı yatırımlar, büyük miktarda gerçekleşen sıcak para hareketleri, başka bölgede

⁵⁵ Akay, s. 30.

⁵⁶ Mehmet Ölçüm, “İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi”. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, 2001, s. 37–39.

ekonomilerini etkileyen ekonomik krizler gibi birçok gelişme Asya’ da 90’lı yıllara damgasını vuran önemli olaylardandır. 1990’ larda başlayan ve sürekli artan ekonomik büyüme, 1997 Asya Krizi ile önemli bir düşüş kaydetmiştir. Kriz sonrası bölge ülkelerinde paraların devalüe edilmesi, menkul kıymet borsalarının çökmesi ve IMF’nin çağırılması gibi gelişmeler, Asya’nın mucizevi olarak ifade edilen büyümesini sona erdirmiştir. Ancak sayılan bu olumsuz gelişmeler karşısında Asya’ da yaşanan kriz boyunca gerileme göstermeyen bir alan birleşme ve satın almalar olmuştur. Krizin en yoğun hissedildiği Ağustos-Aralık 1997’ de 35 milyar \$ değerinde 400 birleşme ve satın alma işlemi tamamlanmıştır. Yalnızca dört Doğu Asya ülkesi Endonezya, G. Kore, Malezya ve Tayland’ da 1996 yılı sınır ötesi birleşme ve satın almaların değeri 3 milyar \$ iken, 1997 yılında 22 milyar \$’ a ulaşmıştır.⁵⁷

2.2.4. Türkiye’de Şirket Birleşmeleri

Ülkemizde gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin bilinen en eski tarihli 1874 yılında gerçekleşen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane’nin birleşmesidir.⁵⁸ 1888 yılında bugünkü Ziraat Bankası’nın temellerinin atıldığı Menafi ve Memleket Sandıklarının birleşmesi Türk Bankacılık tarihi açısından önem taşımaktadır.⁵⁹

- 1959’da Tumsu Bank isimli banka Türkiye Eski Muharipler Bankası ile birleşerek Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası adını almıştır.
- 1962’de zor durumdaki İstanbul Bankası T.C. Ziraat Bankası ile birleştirilmiştir.

⁵⁷ Tuğrul Kandemir, **Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerin Finansal Etkisi ve İMKB’de Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma**, AKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2004, s. 131.

⁵⁸ Sümer ve Pernsteiner, s. 31.

⁵⁹ Tamer Müftüoğlu, **İşletme İktisadı**, Ankara: Turhan Kitabevi, 1988, s. 450.

- 1988 yılında Anadolu Bankası, Emlak Kredi Bankası ile birleşmiştir.

Ülkemizde yalnız bankacılık sektöründe değil, diğer sektörlerde de 1980 sonrası uygulamaya koyulan istikrar tedbirleri ile dışa açılma, liberalleşme, serbest pazar ekonomisine geçiş teşvik edilmiş, bunun sonucunda rekabete dayanmayan firmalar zarar ederek iflasın eşiğine gelmişlerdir.

Türkiye’de pazarın küçüklüğünden kaynaklanan sınırlar nedeniyle küresel bazda küçük kalan işletmeler birleşme yerine rekabet yoluyla büyüme yöntemine ağırlık vermektedirler. Türkiye’nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde birleşmeler daha çok satın alma şeklinde gerçekleşmekte, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere daha fazla geri dönüş elde etmek için gelmek amacıyla yapılan yatırımlar uluslararası pazarlara girmenin kolay yolu olarak mevcut işletmeleri satın alarak gerçekleşmektedir.⁶⁰

Son yıllarda Türkiye’de gerek yerel gerek sınır ötesi boyutta işlem sayısında ve işlem değerinde artışlar ile karşılaşıldığı açıkça görülmektedir. Dolayısıyla Türkiye’de yaşanan gelişmelerin, Dünya ile paralel olduğunu söylemek mümkündür. Burada asıl önemli olan nokta, dışarıdakilerin ülkemize olan ilgilerinin ne durumda olduğudur. Kanımızca, yabancı firmaların ülkemizde gerçekleştirilen birleşme ve satın alma faaliyetlerine gösterdikleri ilginin düzeyi, küresel ekonomi içerisindeki yerimizi belirlemede önemli bir gösterge olarak yorumlanabilmektedir.

Ülkemizde 1970- 2000 arası yıllarda birleşmeler dünyada olduğu gibi ekonomik krizlere karşı yeniden yapılandırmalar olarak ortaya çıkmamıştır. İflas yolu, daha çok tercih edilen bir tepki yöntemi olmuştur. Günümüzde olduğu gibi

⁶⁰ Şengül Durna Kesik, **Ulusal ve Uluslararası Düzenlemeler Çerçevesinde Şirket Birleşmeleri ve Konsolide Finansal Tablolar**, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kayseri, 2008, s. 52.

geçmiş yıllar da özel sektörde holdinglerinde verimlilik, yalın organizasyon yaratma, vergi avantajı sağlama ve benzeri sebeplerle grup içi şirket birleşmeleri olmuştur. Örneğin Koç, Sabancı, Oyak, İş Bankası, Eczacıbaşı, Doğuş, Çukurova, Doğan gibi grupların yaptıkları birleşmelerdir.⁶¹

Türkiye’de şirket birleşmeleri gelişme aşamasında olan bir konudur. Ülkemizde kurumsallaşma konusundaki eksiklikler, kurucuların şirketlerine feodal bağlılığı ve en zor şartlarda bile satmak istememesi, ortaklık kültürünün zayıf oluşu ve küreselleşmenin tam olarak anlaşılabilmesi şirket birleşmelerinin önündeki engellerdir. Bu kapsamda ülkemizde şirket birleşmelerinin önündeki çeşitli engeller aşağıdaki gibidir.

- Ortaklık kültürünün olmaması, Türk firmalarının eksik yönüdür.
- Kurucular firmalarına gönülden duygusal ve feodal bir bağ ile bağlılar.
- Kurumsallaşma yetersizdir.
- Çoğu alanda küreselleşmenin etkileri anlaşılabilmiştir.
- Yeterli vergi avantajları hala sağlanabilmiştir.

Bütün bu olumsuzluklara rağmen son yıllarda birleşme sayısında giderek artan bir eğilim görülmektedir. Ernst&Young Türkiye şirketi tarafından ilki 2002 yılında hazırlanan ve her yıl çıkan Türkiye’de Birleşme ve Satın alma Raporları sonuçlarına göre 2002- 2006 yılları itibariyle birleşen şirket sayısına bakıldığında 2002 yılında işlem sayısı 54, işlem değeri 612,6 milyon ABD \$ olurken, 2003 yılında işlem sayısı 80, işlem değerleri ise 1, 5 milyar ABD \$ olmuştur. 2004 yılına bakıldığında işlem sayısı 91, değeri 2,6 milyar ABD \$ olmuş, 2005 yılında

⁶¹ Mürşide Özgeldi, **Şirket Birleşmelerinde İnsan Kaynakları Yönetiminin Önemi ve Bir Örnek Olay Çalışması**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2001, s. 9.

büyük bir artış kaydederek işlem sayısı 164 olup, işlem değeri 31 milyar \$ olarak rekor bir seviyeye ulaşmıştır. 2006 yılında 154 birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiş, işlem değeri 19,2 milyar ABD \$ olarak gerçekleşmiştir.⁶²

2007 yılında finansal hizmetler sektörü, 32 işlem ve 6.4 milyar dolarla önceki senelerde olduğu gibi en çok ilgi gören sektör oldu. ING'nin Oyak Bank'ı satın almasının başı çektiği işlemlerin çoğu, bankacılık ve sigortada gerçekleşti. Enerji de yatırımcıların gözdesiydi. Gayrimenkul sektörünün beklenen çıkışını 2007'de yaptığı ifade edilen raporlarda sektörün gelecek 3 yılda da artan sayıda satın almalara sahne olacağını öngörüldüğü bildirilmiştir. Girişim sermayesi fonları 2007 yılında 24 işlem ile toplamda tahmini 2,5 milyar dolar tutarında yatırım gerçekleştirilmiştir. Bunlar arasında KKR'nin UN Ro-Ro'yu 1.2 milyar dolara satın alması, bir girişim sermayesi fonunun Türkiye'de şimdiye kadar gerçekleştirdiği en büyük yatırım olmuştur. Son beş yıla bakıldığında ise en büyük işlem Türk Telekom'un yüzde 55'inin Saudi Oger tarafından 6.5 milyar dolara satın alınması oldu. Son 5 yılda özelleştirmeler ve TMSF satışları, işlem hacminin yaklaşık yüzde 40'ını oluşturmuştur. Bu süre boyunca 650'den fazla işlemle toplam 75 milyar dolarlık işlem hacmi gerçekleşti. 2008 yılında elektrik sektörü, otoyol ve köprüler, Halkbank, Milli Piyango, Başkent Doğalgaz ve Tekel ile özelleştirmelerin tekrar hız kazanacağı ve geçen yıllarda satılan şirketlerin tekrar el değiştireceği de görülebilecektir.⁶³

Ülkemizde şirket birleşmelerini ve anlaşmalarını kontrol altına alan, bu girişimlerin tekeli güç oluşturmasını ve rekabet düzenini olumsuz yönde etkilemesine engelleyici bir yasal düzenleme 31.12. 1994 gün 22140 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun yürürlüğe girene kadar mevcut değildi. 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun ile mal ve hizmet piyasalarında rekabeti engelleyici, bozucu

⁶² Ernst&Young, **Birleşme ve Satın alma İşlemleri 2002–2003–2004–2005 Raporları.**

⁶³ “2007’de Şirket Satışları 20 Milyar Doları Aştı”, <http://www.milliyet.com.tr/2008/01/08/ekonomi/eko03.html>, (03.06.2010)

anlaşmaları ve piyasaya hakim olan teşebbüslerin bu hakimiyetlerini kötüye kullanmalarının önlenmesi öngörülmüştür. Bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri ve herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer teşebbüsün mal varlığını ya da ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları devralması hukuka aykırı olup yasaklanmıştır.⁶⁴

Birleşme ve satın almalar, Türkiye’de sadece krizlerden değil, şirketlerin rekabet güçlerini arttırabilmek için küçük ölçekte çalışan şirketlerin birleşerek daha etkin ve verimli çalışma isteklerinden de kaynaklanmaktadır. Ölçek açısından gelişmiş ülke bankaları yanında çok küçük ölçekte kalan bir kısım bankaların da uluslararası faaliyette bulunmaları için ölçeklerini büyütme isteklerinden ötürü birleşme ya da satın almaya yöneldikleri görülmektedir.

Tablo 2.1.
2007’nin En Büyük 10 Satışı

2007'nin en büyük 10 satışı			
Alıcı firma	Satılan firma	Alınan hisse (%)	Değeri (milyon \$)
ING Bank	Oyak Bank	100	2.673
Socar, Turcas Enerji, Injaz	*Petkim	51	2.040
Global-Hutchison-EIB Kons.	İzmir Limanı	100	1.275
Kohlberg Kravis Roberts (KKR)	UN Ro-Ro	97.6	1.251
Çalık Holding	ATV-Sabah	100	1.100
National Commercial Bank	Türkiye Finans	60	1.080
Doğuş Holding	Garanti Bankası	4.7	674
Zentiva	Eczacıbaşı Sağlık, Eczacıbaşı Özgün	75	626
Eureko	Garanti Sigorta	80	489
Cadbury Schweppes	Intergum	100	450

Kaynak: “2007’de Şirket Satışları 20 Milyar Doları Aştı”,
<http://www.milliyet.com.tr/2008/01/08/ekonomi/eko03.html>, (03.06.2010)

⁶⁴ Akay, s. 33–34.

Ernst & Young'ın "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu'na göre, 2009 yılında global ekonomik krizin etkisiyle, 2008 yılına göre yüzde 70'lik azalmayla 5,7 milyar dolarlık birleşme ve satın alma toplam işlem hacmi gerçekleşmiştir. Son iki ayında gerçekleştirilen Osmangazi, Yeşilirmak ve Çoruh elektrik dağıtım bölgelerine ilişkin ihaleler ile Türkşeker'e ait fabrikalardan C portföyünün özelleştirme işlemlerinin, 1,8 milyar ABD dolarlık değeri ile toplam işlem hacminin önemli bir bölümünü oluşturduğuna dikkat çeken rapor aynı zamanda, 2009 yılında büyük boyutlu neredeyse hiçbir işlemin gerçekleşmediğini gösteriyor. İşlem sayısı geçen senenin yüzde 68 seviyesinde kalırken, değeri açıklanan işlemlerin hacmi ise geçen senenin dörtte biri seviyesinde oldu. Bu sonuç, büyük birleşme ve satın alma işlemlerine tanık olunan 2005-2008 dönemine göre ciddi bir değişikliğe işaret ediyor.⁶⁵

⁶⁵ "Ernst & Young'ın "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu'nu Açıkladı", (03.06.2010)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN BİRLEŞEN ŞİRKETLER ÜZERİNDEKİ FİNANSAL ETKİLERİ

3.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN LİKİDİTE ÜZERİNE ETKİLERİ

Likidite oranları, işletmenin kısa süreli borçlarını geri ödeme yeteneğini belirlemek amacıyla kullanılmaktadır. Oranlar, bilançoda ki dönen varlıkların kısa süreli borçlara bölünmesi ile hesaplanır. Firmanın kısa süreli borçları geri ödemede kullandığı varlıklar, dönen değerlerdir. Dönen değerler kasa-banka, serbest menkul kıymetler, bir yıldan kısa süreli alacaklar, stoklar ve stoklar için açılan akreditiflerden oluşur. Söz konusu oranların aşırı yüksek olması, işletmenin eldeki likit varlıkları atıl tutarak kârlılık hedefine ulaşamadığını gösterirken oranın düşük olması da işletmenin günü gelen borçlarını ödemede güçlüklerle karşılaştığını gösterir.

Firmanın likidite oranlarının analizinde, özellikle şu temel noktalar araştırılmaktadır:

- Dönen varlıkların iş hacmine oranla gösterdiği eğilim,
- Likit varlıkların geçen dönemlere oranla gösterdiği eğilim,
- Kayıtlı alacakların tahsil yeteneği, süreleri, doğuş nedenleri ve bunun satışa uygunluğu,
- Senetli alacakların doğuş nedeni,
- Stokların niteliği,
- İş hacmine oranla net çalışma sermayesinin uygunluğu ve
- Firmanın kısa süreli borç ödeme yeteneğini etkileyen diğer faktörlerin değerlendirilmesi.

İşletmenin, ödeme gücünün analizinde geleneksel olarak üç temel orandan yararlanılmaktadır. Söz konusu oranlar; cari oran(3. derece likiditesi), acid test rasyosu ya da likidite oranı (2. derece likiditesi) ve nakit oranı (1. derece likiditesi)'dir.

3.1.1. Likidite Üzerine Etkileri Ölçen Oranlar

- $CO = \frac{DÖNEN\ VARLIKLAR}{KISA\ VADELİ\ BORÇLAR}$
- $ATO = \frac{DÖNEN\ VARLIKLAR - STOKLAR}{KISA\ VADELİ\ BORÇLAR}$
- $NO = \frac{HAZIR\ DEĞERLER + MENKUL\ KIYMETLER}{KISA\ VADELİ\ BORÇLAR}$
- $\frac{STOKLAR}{DÖNEN\ VARLIKLAR}$
- $\frac{STOKLAR}{AKTİF\ TOPLAM}$
- $\frac{KISA\ VAD.\ BORÇLAR - (HAZIR\ DEĞERLER + MENKUL\ KIYMETLER)}{STOKLAR}$
- $\frac{KISA\ VAD.\ TİC.\ ALACAKLAR + DİĞER\ KISA\ VAD.\ TİC.\ ALACAKLAR}{AKTİF\ TOPLAM}$

3.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİNANSAL YAPI ÜZERİNE ETKİLERİ

Finansal yapı (mali bünye) analizinde firmanın dış kaynaklarla öz kaynakların bileşimine ilişkin finansman politikaları değerlendirilir. Bu bölümde özellikle aşağıdaki noktalara açıklık getirilir:

- Borçlanma düzeyinin önceki yıllara oranla gösterdiği eğilim,
- Firmanın etkili bir oto finansman politikası uygulayıp uygulamadığı,
- Firma oto finansman yoluyla öz sermayeyi güçlendiremiyorsa, bunun nedenlerinin araştırılması,

- Firma öz sermayesinin süreklilik niteliği,
- Borçlanmada kısa, orta ya da uzun süreli dış kaynak dengesinin kurulup kurulmadığı, kurulamamışsa bunun nedenlerinin araştırılması.

İşletmelerin uzun süreli ödeme gücünün belirlenmesinde, sermaye yapısına ilişkin bilgi veren oranlardan yararlanılmaktadır. Söz konusu oranlar, öz sermayenin payı, uzun süreli sermayenin payı, finansal yapı, öz sermayenin maddi duran varlıklara oranı ve maddi duran varlıkların uzun süreli borçlara oranı şeklinde sınırlandırılabilir.

3.2.1. Finansal Yapı Üzerine Etkileri Ölçen Oranlar

- $KISA\ VAD.\ BORÇLAR + UZUN\ VAD.\ BORÇLAR / AKTİF\ TOPLAM$
- $ÖZ\ SERMAYE / AKTİF\ TOPLAM$
- $ÖZ\ SERMAYE / KISA\ VAD.\ BORÇLAR + UZUN\ VAD.\ BORÇLAR$
- $KISA\ VAD.\ BORÇLAR / PASİF\ TOPLAM$
- $UZUN\ VAD.\ BORÇLAR / PASİF\ TOPLAM$
- $UZUN\ VAD.\ BORÇLAR / UZUN\ VAD.\ BORÇLAR + ÖZ\ SERMAYE$
- $MADDİ\ DURAN\ VARLIKLAR / ÖZ\ SERMAYE$
- $MADDİ\ DURAN\ VARLIKLAR / UZUN\ VADELİ\ BORÇLAR$
- $DURAN\ VARLIKLAR / KISA\ VAD.\ BORÇLAR + UZUN\ VAD.\ BORÇLAR$
- $DURAN\ VARLIKLAR / ÖZ\ SERMAYE$
- $DURAN\ VARLIKLAR / UZUN\ VAD.\ BORÇLAR + ÖZ\ SERMAYE$
- $KISA\ VAD.\ BORÇLAR / KISA\ VAD.\ BORÇLAR + UZUN\ VAD.\ BORÇLAR$
- $DÖNEN\ VARLIKLAR / AKTİF\ TOPLAM$
- $MADDİ\ DURAN\ VARLIKLAR / AKTİF\ TOPLAM$

3.3. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FAALİYET ÜZERİNE ETKİSİ

Faaliyet oranları, bilanço kalemleri ile gelir tablosu kalemleri genellikle satışlar arasındaki ilişkiye dayanır ve çeşitli varlıkların geri dönme çabukluğunu ortaya koyarlar. Likidite oranlarının tek başına incelenmesi, işletmenin gerçek nakit yaratma gücü hakkında yeterli bilgi veremez. Faaliyet oranlarının incelenmesi ile her şeyden önce, müşterilerin kendilerine tanınan ödeme sürelerine uyup uymadıkları, yatırım kapasitesinden yeterince yararlanıp yararlanılmadığı ve stoklara yapılan yatırımın uygunluğu gibi durumlara açıklık getirilmektedir. Bu amaçla alacaklar, stoklar ve toplam varlıklarla ilgili çeşitli oranlar oluşturulmaktadır.

3.3.1. Faaliyet Üzerine Etkileri Ölçen Oranlar

- **SDH** = SATIŞLARIN MALİYETİ / STOKLAR
- **TVDH** = NET SATIŞLAR/TOPLAM VARLIKLAR
- **İSDH** = NET SATIŞLAR/ DÖNEN VARLIKLAR
- **MDVDH** = NET SATIŞLAR/MADDİ DURAN VARLIKLAR

3.4. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN KÂRLILIK ÜZERİNE ETKİSİ

İyi işleyen finansal pazarlarda, firma yönetiminin etkinliğini belirlemede, yatırılan sermaye için şirketin doyurucu bir kâr sağlama yeteneği temel bir göstergedir. Kârlarının düşük olduğu alanlara, finansal yatırımcılar sermayelerin, bağlamadıkları gibi, girişimciler de yatırım yapmaktan kaçınırlar. Öte yandan kredi kurumları da kârlılığın düşük olduğu firmalara kredi vermeye istekli değildirler. Özellikle zarar eden firmaların kredilendirilmesi birçok durumda, kredi gözetim otoritelerince yasaklanmaktadır. Birkaç sene zarar eden firmaların

kârlı bir yatırım projesi bulunmamasına rağmen kredilendirilmesi, modern işletmecilik anlayışı ile bağdaşmaz.

Firmanın kârlılık durumunun değerlendirilmesinde; satışlarla kârlardaki gelişmenin karşılaştırılması, sektör ile işin niteliğine uygun bir kârlılığa ulaşıp ulaşılmadığı ortaya konur. Bunun yanı sıra, öz sermaye koyan ortaklarının beklentilerine uygun olup olmadığı da araştırılır. Bu incelemede özellikle şu noktalar üzerinde durulmaktadır:

- Satışların kârlılığının (brüt ve net kâr marjının) iş kolu ortalamasına uygunluğu,
- Satışlarda ve kârlardaki değişimin nedenleri, artışın satış miktarlarından mı yoksa fiyat artışından mı kaynaklandığı
- Satışlarının maliyetinin gösterdiği eğilim
- Yönetim ve satış giderlerindeki değişiklik nedenleri
- Vergiden önceki ve sonraki kârın karşılaştırılması
- Pay başına kârın gösterdiği eğilim

Kârlılık değişik açılardan incelenebilir. Buna göre satışlar üzerinden kârlılığı gösteren oranlar ve yatırımlara göre kârlılığı gösteren oranların ayrımı yapılabilir. Bu oranlar birlikte değerlendirildiğinde firma faaliyetlerinin etkinliği ortaya çıkar söz konusu oranlardan ilki brüt kâr marjıdır.

3.4.1. Kârlılık Üzerine Etkileri Ölçen Oranlar

- FAİZ VE VERGİDEN ÖNCESİ KAR / TOPLAM ÖZSERMAYE
- NET KAR / TOPLAM VARLIKLAR

- ESAS FAALİYET KARI / NET SATIŞLAR
- BRÜT SATIŞ KARI / NET SATIŞLAR
- NET KAR /NET SATIŞLAR
- SATILAN MALIN MALİYETİ / NET SATIŞLAR
- FAİZ VE VERGİDEN ÖNCESİ KAR / NET KAR
- FAALİYET GİDERLERİ / NET SATIŞLAR
- FİNANSMAN GİDERLERİ / NET SATIŞLAR
- NET KAR / ÖZ KAYNAK ORANI
- VERGİDEN ÖNCEKİ KAR / ÖZ KAYNAK ORANI
- VERGİ ÖNCEKİ KAR + FİNANSMAN GİDERLERİ / PASİF TOP.
- NET KAR / AKTİF TOPLAM
- FAALİYET KARI / AKTİF TOP. – DURAN VARLIKLAR
- DAĞITILMAMIŞ KARLAR TOP. (YEDEKLER) / AKTİF TOP.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE PERFORMANSIN ÖLÇÜLMESİNİN UYGULAMA ANALİZİ

4.1. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI

Bu çalışmada sağlıklı verilerine ulaşılan İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İMKB) kayıtlı 30 işletmenin bilanço ve gelir tablolarından birleşme öncesi, birleşme sonrası verilerini kullanarak işletmelere ait 37 finansal oran oluşturulmuştur. Otuz yedi finansal oran kullanılarak 4 mali gruba uygulanan faktör analizi ile faktör grupları belirlenecek. Bu faktör grupları firma bazında yıllara göre karşılaştırılmak üzere Wilcoxon testi ile şirketlerin mali açıdan, birleşme öncesi ve sonrasında farklılıkları olup olmadığı incelenerek performansları değerlendirilecektir. Son olarak bu farklılıkların hangi oranlardan kaynaklandığını lineer regresyon denklemi oluşturularak karar verilecektir.

Yaptığımız çalışmada sektör sınıflandırılmasında İMKB sektör gruplandırılmasına bağlı kalınmıştır. Buna göre, İMKB’de faaliyet gösteren 30 işletmenin sektörlere göre dağılımı Tablo 4.1.’de verilmiştir.

Tablo 4.1.
İşletmelerinin Sektörlere Göre Dağılımı

Sektörler	İşletme Sayısı
Holding	3
Metal Sanayi	2
PVC	1
Çimento	5
Ulaştırma	1
Lokanta ve Oteller	2
Gıda ve İçecek	3
Parekende	3
Sağlık	1
Basım ve Yayım	1
Petrol	3
Haberleşme	1
İnşaat ve Bayıdırlık	1
Demir elik	3

Çalışmada kullanılan oranlar, likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet oranları ve kârlılık oranları olmak üzere dört grupta toplanmış ve otuz yedi oran belirlenmiştir. Bu çalışmada kullanılan oranlar konuya ilişkin literatür taraması sırasında görölen ve finansal kurumlar tarafından çoğunlukla kullanılan oranlardır.

4.2. ANALİZDE KULLANILAN YÖNTEMLERİN İNCELENMESİ

IMKB 'den alınan 30 birleşmiş firmanın mali tablolarından oluşturduğumuz 37 adet oranı çeşitli analizlerde kullanacağız.

4.2.1. Kullanılan Değişkenler

L_1 - Cari Oran

L_2 - Asit Test Oranı

L_3 - $NO = (\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}) / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$

L_4 - Stoklar/Dönen Varlıklar

L_5 - Stoklar/Aktif Toplamı

L_6 - Kısa Vad. Borçlar - (Hazır Değerler + Menkul Kıymetler)/ Stoklar

L_7 - Kısa Vad. Tic. Alacak. + Diğer Kısa Vad. Tic. Alacak./Aktif Top.

FY_1 - Kısa Vad. Borçlar + Uzun Vade. Borçlar / Aktif Top.

FY_2 - Öz Sermaye / Aktif Top.

FY_3 - Öz Serm. / Kısa Vad. Borçlar + Uzun Vad. Borçlar

FY_4 - Kısa Vad. Borçlar / Pasif Top.

FY_5 - Kısa Vad. Borçlar / Pasif Top.

FY_5 - Uzun Vad. Borçlar / Pasif Top.

FY_6 - Uzun Vad. Borçlar / Uzun Vad. Borçlar + Öz Serm.

FY_7 - Maddi Duran Varlıklar / Öz Sermaye

FY_8 - Maddi Duran Varlıklar / Uzun Vad Borçlar

FY_9 - Duran Varlıklar / Kısa Vad. Borçlar + Uzun Vad. Borçlar

FY_{10} - Duran Varlıklar / Öz Sermaye

- FY₁₁** . Duran Varlıklar / Uzun Vad. Borçlar + Öz Sermaye
- FY₁₂** . Kısa Vad. Borçlar / Kısa Vad. Borçlar + Uzun Vad Borçlar
- FY₁₃** . Dönen Varlıklar / Aktif Top.
- FY₁₄** . Maddi Duran Varlıklar / Aktif Top.
- F₁** - Stok Devir Hızı
- F₂** - Toplam Varlıklar Devir Hızı
- F₃** - İşletme Sermayesi Devir Hızı
- F₄** - Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı
- K₁** -Net Kar / Öz kaynak Oranı
- K₂** -Vergiden Önceki Kar/Öz kaynak Oranı
- K₃** -Vergi Öncesi Kar + Finansman Giderleri / Pasif Top.
- K₄** -Net Kar / Aktif Top.
- K₅** -Faaliyet Karı / Aktif Top. - Duran Varlıklar
- K₆** -Dağıtılmamış Karlar (Yedekler) / Aktif Top.
- K₇** . Faaliyet Kâr Marjı
- K₈** . Brüt Satış Kâr / Net Satışlar
- K₉** . Net Kâr / Net Satışlar
- K₁₀** . Satışların Maliyeti / Net Satışlar
- K₁₁** . Faaliyet Giderleri / Net Satışlar
- K₁₂** . Finansman Giderleri / Net Satışlar

4.2.2. Faktör Analizi

Bu analizi seçmemizin nedeninde, faktör analizi tekniğinin çok sayıda ve bağımlı nitelikte değişkenlerle örülü bir evreni, az sayıda ve bağımsız nitelikte değişkenlerle örülü bir evrene dönüştürerek anlamayı ve açıklamayı kolaylaştırması temel rol oynamıştır.

Faktör analizinde yaygın olarak korelasyon matrisinden yararlanılarak Temel Bileşenler Analizi yardımıyla faktörler belirlenir. FA'nde elde edilen faktörlerin isimlendirilmesi, anlamlı değişkenlerin aynı faktör altında toplanması olarak ifade edilen kavramsal anlamlılığın sağlanması oldukça önemlidir. Kavramsal anlamlılığın sağlanabilmesi için çeşitli döndürme tekniklerinden yararlanır.

FA sonucunda elde edilen bağımsız faktörler, diğer çok değişkenli analiz tekniklerine veri olarak kullanılabilir.

FA'nde z_1, z_2, \dots, z_p gibi p sayıda gözlemsel değişken ile F_1, F_2, \dots, F_p gibi yine p sayıda kurgusal değişken arasında, $z_j = a_{j1} \cdot F_1 + a_{j2} \cdot F_2 + \dots + a_{jp} \cdot F_p$ biçiminde doğrusal ilişkiler kurulmaktadır. Burada z'ler gözlemsel, F'ler ise kurgusal niteliktedir. Görüldüğü gibi, faktör analizi denklemleri, somut değişkenlerin soyut değişkenler üzerine bir regresyonu olarak anlam kazanmaktadır. p sayıda bağımlı değişken karşılığında gene p sayıda faktör yaratmakta yalınlık bakımından bir kazanç olamayacağından bağımlı değişkenlerle faktörler arasındaki doğrusal ilişki $m < p$ olmak üzere şu biçimde oluşturmaktadır:

$$z_j = a_{j1} \cdot F_1 + a_{j2} \cdot F_2 + \dots + a_{jm} \cdot F_m + \varepsilon_j, j=1, 2, \dots, p.$$

Faktör analizi tekniğinde faktör sayısını bulmak için zorunlu olmamakla birlikte önemli temel bileşenlerin sayısını bulma yoluna gidilebilmektedir. Bu yaklaşımın altında faktör sayısının önemli temel bileşen sayısını geçemeyeceği düşüncesi yatmaktadır. Temel bileşen, belli sayıda bağımlı standart rastlantı değişkeninin doğrusal bileşimi olarak dile getirilip kendi aralarında bağımsız olan rastlantı değişkenleridir. Bu tanıma göre z_1, z_2, \dots, z_p gibi p sayıda bağımlı standart rastlantı değişkeninin doğrusal bileşimi olarak dile getirilen ve kendi aralarında bağımsız olan $\xi_1, \xi_2, \dots, \xi_p$ gibi p sayıda rastlantı değişkenine temel bileşen denecektir:

$$\xi_i = t_{i1} \cdot z_1 + t_{i2} \cdot z_2 + \dots + t_{ip} \cdot z_p, i=1, 2, \dots, n.$$

Faktör analizinin araştırma açısından en önemli aşaması, elde edilen faktörlerin adlandırılmasıdır.

4.2.3. Nonparametrik Wilcoxon Testi

Faktör analizi ile belirlenen faktörleri karşılaştırmak amacı ile en belirgin ve güçlü sonuç veren Nonparametrik testi olan Wilcoxon'ı kullanacağız. "Wilcoxon" testi eşleştirilmiş gruplara ilişkin farklılıkların boyutlarını da dikkate alarak iki değişkene ait dağılımın aynı olup olmadığını test etmek amacıyla geliştirilmiş bir analiz yöntemidir. "Paired" eşleştirilmiş "t" testinin parametrik olmayan karşılığıdır, n birimlik örnekten elde edilen iki gözlem grubu farkının ortancası sıfır olan toplumdaki çekilmiş rastgele örnek olup olmadığını test eder. Bağımlı değişkenlere ilişkin veriler;

- Sayısal karakterler ile ifade edilmelidir.
- Sürekli veri olmalıdır.
- Aralık veya oran ölçeğindedir.

4.2.4. Çok Değişkenli Lineer Regresyon Analizi

Regresyon analizinin temelinde; gözlenen bir olayın değerlendirilirken, hangi olayların etkisi içinde olduğunun araştırılması yatmaktadır. Bu olaylar bir veya birden çok olacağı gibi dolaylı veya direkt etkileniyor da olabilirler. Regresyon analizi yapılırken, gözlem değerlerinin ve etkilenilen olayların bir matematiksel gösterimle yani bir fonksiyon yardımıyla ifadesi gerekmektedir. Kurulan bu modele regresyon modeli denilmektedir.

Coklu Regresyon $Y = a + bX_1 + cX_2 + dX_3 + \dots + e_i$
Modeli:

Y: Bağımlı değişken

X_1, X_2, X_3, \dots : Bağımsız değişkenler

a, b, c, d, \dots : Katsayılar

Hata terimi

e_i :

Kurulan regresyon modelindeki, bağımlı Y ve bağımsız X'lerden oluşan değişkenlerin etkileri açıklanır.

4.3. MODELİN İRDELENMESİ

4.3.1. Faktör Analizi Modellerinin Sonuçları

Faktör analizinde, korelasyon matrisi baz alınmış, temel bileşenler yöntemi kullanılmıştır. Mali oran değişkenlerinin tümüne (37 değişken) faktör analizi uygulanmış ancak sonuçlarda bir netlik ve kavramsal anlamlılık sağlanamamıştır. Bu ise bizi önceden belirlediğimiz finansal gruplar bazında faktör analizi uygulayarak boyut indirgemeye ve değişkenlerin doğası gereği var olan bağımlılık yapısını azaltmaya çalışmaya yöneltmiştir. Analiz her bir oran grubuna ayrı ayrı uygulanmış, böylece farklı oran gruplarından farklı değişkenler aynı faktör altında birleşmemesi sağlanmıştır, bu ise kavramsal anlamlılığın sağlanmasına imkân sağlayacaktır. Faktör analizinde en önemli işlem, bulunan faktörleri isimlendirme ve anlamlandırma işlemidir.

4.3.1.1. Faktörlerin İsimlendirilmesi

Likidite Oranları, Likidite oran grubundaki faktör yükleri incelendiğinde L_1 , L_2 , L_3 , L_4 , L_5 , L_6 , L_7 değişkenleri tek faktör altında birleşmiştir. Böylelikle bu faktörü likidite olarak isimlendirmiş olduk. Aşağıdaki tabloda L_1 ve L_2 değişkenlerin aynı faktör içinde yer aldığını görebiliriz.

Tablo 4.1.
Likidite Faktör Grubu

	Bileşen		
	1	2	3
L1	0,922	-0,118	0,081
L2	0,898	-0,096	-0,113
L3	0,887	0,187	0,081
L4	-0,078	0,744	-0,031
L5	0,029	0,693	0,081
L6	-0,122	-0,152	0,865
L7	-0,173	-0,301	-0,564

Tablo 4.2.
Likidite İçin Faktörlerin Toplam Açıklayıcılığı

Bileşen	İlk Özdeğerler			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %
1	2,498	35,684	35,684	2,498	35,684	35,684	2,497	35,665	35,665
2	1,255	17,926	53,61	1,255	17,926	53,61	1,205	17,22	52,885
3	1,05	14,994	68,604	1,05	14,994	68,604	1,1	15,718	68,604
4	0,914	13,063	81,666						
5	0,838	11,97	93,636						
6	0,265	3,787	97,423						
7	0,18	2,577	100						

Likidite oranı, faktörleştirme sonunda 3 ayrı faktör skoruna ulaşmıştır. Daha sonraki analiz çalışmalarımızda kullanılmak üzere bu üç grubun ortalamasını alınıp tek bir faktör halinde kullanılmaya devam edilecektir. Yukarıdaki ilk tablo bize 3 adet faktör bulunduğunu ve analize giren toplam verilerin % 68 sini açıkladığını söylüyor. Diğer tabloda da bulunan faktörlere hangi skorların atandığını görebiliriz.

Tablo 4.3.
Karlılığın Toplam Açıklayıcılığı

Bileşen	İlk Özdeğerler			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %
1	3,52	29,304	29,304	3,516	29,304	29,304	2,68	22,333	22,333
2	1,48	12,317	41,621	1,478	12,317	41,621	1,59	13,246	35,579
3	1,32	10,959	52,58	1,315	10,959	52,58	1,587	13,226	48,805
4	1,08	8,974	61,554	1,077	8,974	61,554	1,53	12,749	61,554
5	0,96	8,023	69,577						
6	0,84	7,008	76,584						
7	0,63	5,259	81,843						
8	0,57	4,745	86,589						
9	0,53	4,402	90,991						
10	0,43	3,602	94,593						
11	0,37	3,113	97,706						
12	0,28	2,294	100						

Tablo 4.4.
Kârlılığın Faktör Grupları

	Bileşen			
	1	2	3	4
K1	0,792	-0,013	0,099	0,115
K2	0,745	0,185	-0,015	0,026
K3	0,73	0,163	0,061	0,204
K4	0,568	0,13	-0,096	0,457
K5	0,507	0,151	0,358	-0,164
K6	0,019	0,874	0,137	0,193
K7	0,421	0,723	0,157	-0,249
K8	0,222	0,414	-0,216	0,369
K9	-0,003	0,017	0,829	0,12
K10	0,133	0,1	0,777	0,073
K11	-0,067	-0,041	0,227	0,807
K12	0,368	0,138	0,054	0,576

Kârlılık oranı, faktörleştirme sonunda 4 ayrı faktör skoruna ulaşmıştır. Daha sonraki analiz çalışmalarımızda kullanılmak üzere bu dört grubun ortalaması alınıp tek bir faktör halinde kullanılmaya devam edilecektir. Yukarıdaki ilk tablo bize 4 adet faktör bulunduğunu ve analize giren toplam verilerin % 61 sini açıkladığını söylüyor. Diğer tabloda da bulunan faktörlere hangi skorların atandığını görebiliriz. Değişkenlerin en yüksek değerleri(negatif veya pozitif) hangi faktör grubunda bulunuyorsa o faktöre ait bir skor denilebilir. Örn; K1 değişkeni için 2. faktöre ait, K3 2. faktöre gibi.

Finansal yapı oranı, gruba yapılan faktör analizi sonucunda 4 faktör bulunmuştur. Bu faktörlerin ortalamaları alınıp tek bir ana başlık altında

toplanması ile diğer analiz çalışmalarına devam edilecektir. Aşağıdaki tabloda hangi değişkenlerin hangi faktörlere ait olduklarını görebiliriz.

Tablo 4.5.
Finansal Yapı Grubunun Faktör Grupları

	Bileşen			
	1	2	3	4
FY1	0,916	-0,081	0,125	0,1
FY2	0,864	-0,007	-0,058	0,199
FY3	0,76	-0,028	0,256	0,053
FY4	0,672	0,003	-0,319	-0,184
FY5	0,566	-0,42	-0,021	-0,132
FY6	0,493	0,259	0,371	0,086
FY7	-0,004	0,794	0,108	0,061
FY8	-0,044	0,77	-0,234	-0,157
FY9	-0,015	0,588	-0,131	0,046
FY10	0,029	-0,069	0,81	-0,281
FY11	0,051	-0,227	0,807	0,091
FY12	0,122	-0,093	-0,006	0,812
FY13	0,062	-0,031	-0,013	0,763
FY14	0,038	-0,125	0,043	-0,184

Bir sonraki tablo bize 4 faktör bulunduğunu ve analize dâhil toplam verinin %59 açıkladığını söyler.

Tablo 4.6.
Finansal Yapının Toplam Açıklayıcılığı

Bileşen	İlk Özdeğerler			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %
1	3,385	24,18	24,18	3,385	24,18	24,18	3,204	22,886	22,886
2	2,021	14,438	38,618	2,021	14,438	38,618	1,902	13,586	36,472
3	1,53	10,928	49,546	1,53	10,928	49,546	1,718	12,272	48,744
4	1,391	9,936	59,482	1,391	9,936	59,482	1,503	10,738	59,482
5	0,987	7,048	66,53						
6	0,906	6,47	73						
7	0,772	5,517	78,517						
8	0,688	4,911	83,428						
9	0,638	4,556	87,984						
10	0,525	3,751	91,736						
11	0,483	3,45	95,185						
12	0,339	2,423	97,608						
13	0,236	1,685	99,293						
14	0,099	0,707	100						

Faaliyet oranı, faktör analizi sonucunda bu gruptan iki faktör çıkmıştır ve faaliyet oranı olarak isimlendirilmiştir. Bu faktörlerin ortalamaları alınıp tek bir ana başlık altında toplanması ile diğer analiz çalışmalarına devam edilecektir. Aşağıdaki tabloda iki bir faktör oluştuğunu görebiliriz.

Tablo 4.7.
Faaliyet Oranı Faktör Grubu

	Bileşen	
	1	2
F1	0,932	-0,038
F2	0,919	-0,098
F3	0,042	0,809
F4	0,145	-0,66

Bir sonraki tabloda, iki bir faktör olduğunu ve analize dâhil serinin % 70 lik bir oranını temsil ettiğini söyleyebiliriz.

Tablo 4.8.
Faaliyet Grubunun Toplam Açıklayıcılığı

Bileşen	İlk Özdeğerler			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %	Toplam	Varyans %	Kümülatif %
	1	1,787	44,672	44,672	1,787	44,672	44,672	1,736	43,395
2	1,05	26,246	70,919	1,05	26,246	70,919	1,101	27,523	70,919
3	0,903	22,565	93,484						
4	0,261	6,516	100						

4.3.2. Nonparametric Wilcoxon Testinin Sonuçları

Faktör analizinin sonucunda bulunan 4 oran grubu ve birleşen şirketlerin birleşme yıllarını ele alarak, birleşme öncesi ve birleşme sonrasında farklılıkları gözleyebilmek için gözlem sayımız Nonparametrik testlere uygun olduğundan dolayı Wilcoxon testini uygulayacağız.

Hipotezimiz;

Her bir firma için teker teker incelendiğinde kurulan hipotez;

Ho: Şirket birleşmeleri sonrasında mali açıdan farklılık yoktur.

H1: Şirket birleşmeleri sonrasında mali açıdan farklılık vardır.

Toplam 30 birleşmiş şirket için bulunan dört faktör kullanılarak birleşme yılı öncesi ve sonrası adında oluşturulan iki grubu karşılaştırmak amacı ile yapılan Wilcoxon testinin sonucunda,

Aşağıdaki tabloyu incelediğimizde sig. değerleri, 0,05 den büyük oldukları gözlemleniyor. Sig. değeri tablo değerimizden büyük olduğu için Ho hipotezimizi kabul ederiz, yani birleşen şirketlerin birleşme sonrasındaki yıllarda mali açıdan bir farklılık yoktur diyebiliriz.

Tablo 4.9.
Wilcoxon Sonuç Tablosu

	FinansalYapiSonrasi - FinansalYapiOncesi	KarlılıkSonrasi - KarlılıkOncesi	LikiditeSonrasi – LikiditeOncesi	FaaliyetOraniSonrasi - FaaliyetOraniOncesi
Sig	0,342	0,508	0,158	0,664

Her bir mali grup için Sig. değerlerine baktığımızda, 0,05 'den büyük olduklarını görüyoruz. Bu durumun sonucunda Ho hipotezimizi kabul ederiz.

Sig. < 0,05 Ho red

Tüm şirketler için Wilcoxon testi sonuçlarına teker teker bakıp yorumladığımızda her bir oran grubu için farklılık olmadığı yönünde bir sonuca ulaşılmıştır. Aşağıda diğer birleşmiş şirketlere ait istatistik tabloları bulunmaktadır.

Tablo 4.10.
Toplam Şirketlerin Wilcoxon Sonuç Tablosu

	Finansal_Birleşme Sonrası - Öncesi	Faaliyet_Birleşme Sonrası - Öncesi	Likidite_Birleşme Sonrası - Öncesi	Kârlılık_Birleşme Sonrası - Öncesi
Doğan Yayın Holding/Sig	,180	,180	,180	,655
Borusan Boru/Sig	,655	,655	,655	,655
Ege Profil/Sig	,180	,180	,180	,180
Lafarge AslanÇimento/Sig	,655	,655	,655	,180
Usaş Uçak Servisi/Sig	,655	,655	,655	,180
Altinyunus Çeşme Turistik Tes./Sig	,180	,180	,655	,180
Ünye Çimento/Sig	,655	,655	,180	,180
Çimsa Çimento/Sig	,655	,180	,180	,655
Pınar Su/Sig	,180	,180	,180	,180
Merko Gıda/Sig	,655	,180	,655	,180
Carrefour Sa/Sig	,180	,655	,180	,180
Tav Havalimanı/Sig	,180	,180	,180	,180
Acıbadem Sağlık Hiz./Sig	,180	,655	,180	,655
İpek Matbaacılık/Sig	,655	,180	,655	,180
Konfrut Gıda/Sig	,180	,655	,180	,180
Tek Art Turizm/Sig	,180	,180	,180	,655
Doğusan Boru/Sig	,180	,180	,180	,180
Oysa Çimento/Sig	,180	,180	,180	,180
Koç Holdiing/Sig	,180	,180	,180	,180
Tüpraş/Sig	,655	,180	,180	,180
Petrol Ofisi/Sig	,655	,180	,180	,180
Turkcell/Sig	,655	,655	,655	,180
Enka İnşaat/Sig	,180	,655	,655	,180

Ereğli Demir elik/Sig	,180	,655	,180	,180
Migros/Sig	,180	,655	,180	,180
Bim/Sig	,655	,655	,655	,655
İzmir Demir elik/Sig	,180	,180	,180	,655
İzocam/Sig	,655	,180	,655	,180
emtaş Makine/Sig	,180	,655	,655	,180
Turkas Petrol/Sig	,655	,655	,180	,655

Görölüyor ki tüm şirketlerin faktör gruplarına göre bulunan tablo değerleri sig. değerimiz olan 0,05 ‘den büyük, hipotezimize döndüğümüzde hepsi için Ho hipotezini kabul ediyoruz.

Birleşen bu şirketleri birde sektörel açıdan incelemeye aldık. Sektörel bazda İMKB’den almış olduğumuz mali tabloların üzerinde değişken indirgeme metodu faktör analizini uyguladık ve sektörel bazda da 4 adet mali grup ortaya çıkardık. Bunlar;

- Likidite oranları
- Kârlılık
- Faaliyet oranı
- Finansal Yapı oranı

İMKB den alınan sektörel oranlar ile birleşen şirketlerin mali oranlarını test edip aralarında farklılık olup olmadığını test etmek için yine yeni oranlar ile Wilcoxon testini kullandık.

Kurulan hipotez:

Ho: Birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Tablo 4.11.
Toplam Sektörler İçin Wilcoxon Sonuç Tablosu

	LİKİDİTE ORANLARI	FİNANSAL YAPI ORANLARI	FAALİYET ORANLARI	KARLILIK
Doğan Yayın Holding/Sig	,043	,500	,225	,500
Borusan Boru/Sig	,500	,043	,043	,893
Ege Profil/Sig	,225	,345	,138	,080
Lafarge Aslan Çimento/Sig	,686	,043	,043	,500
Usaş Uçak Servisi/Sig	,043	,080	,343	,500
Altinyunus Çeşme Turistik Tes./Sig	,500	,343	,686	,043
Ünye Çimento/Sig	,893	,080	,043	,686
Çimsa Çimento/Sig	,138	,080	,043	,080
Pınar Su/Sig	,043	,043	,043	,043
Merko Gıda/Sig	,043	,043	,043	,080
Carrefour Sa/Sig	,500	,225	,345	,138
Tav Havalimanı/Sig	,043	,043	,500	,138
Acbadem Sağlık Hiz./Sig	,345	0,08	,043	,080
İpek Matbaacılık/Sig	,138	,043	,043	,345
Konfrut Gıda/Sig	,043	,043	,686	,686
Tek Art Turizm/Sig	,893	,686	,043	,893
Doğusan Boru/Sig	,043	,686	,043	,893
Oysa Çimento/Sig	,043	,043	,043	,893

Koç Holding/Sig	,500	,043	,043	,500
Tüpraş/Sig	,147	,335	,388	,441
Petrol Ofisi/Sig	,893	,500	,138	,080
Turkcell/Sig	,043	,138	,138	,225
Enka İnşaat/Sig	,043	,686	,138	,043
Ereğli Demir Çelik/Sig	,500	,043	,080	,686
Migros/Sig	,043	,080	,225	,043
Bim/Sig	,138	,686	,500	,043
İzmir Demir Çelik/Sig	,080	,345	,043	,500
İzocam/Sig	,043	,500	,893	,043
Çemtaş Makine/Sig	,080	,893	,043	,080
Turkas Petrol/Sig	,225	,080	,080	,043

Yukarıdaki test istatistikleri tablosuna göre oluşturulan hipotezi test ederken, her bir şirket için sig. değerlerini incelediğimizde bazı şirketlerin farklılık gösterdiğini (kalın karakterle yazılanlar) görüyoruz. İlk olarak **Doğan Yayın Holding'i** ele alırsak, faktör grupları arasında likidite oranlarında farklılık görülüyor. Yani Doğan Yayın Holding, sektöründeki diğer firmalar ile likidite oranları açısından değişim gösteriyor. **Borusan Boru** finansal yapı ve faaliyet oranları açısından sektöründeki diğer firmalardan farklılık gösteriyor. **Ege Profil**, sektöründeki diğer şirketlerden mali oran açısından farklılık göstermemektedir, **Lafarge Aslan Çimento** finansal ve finansal yapı açısından sektöründeki diğer firmalardan farklılık gösteriyor. **Usaş Uçak Servisi**, likidite açısından farklılık göstermektedir. **Altinyunus Çeşme Turistik Tesisleri**, karlılık açısından sektöründeki diğer şirketlerden mali oran açısından farklılık göstermektedir, **Ünye Çimento**, faaliyet oranı grubunda farklılık gösteriyor. **Pınar su**, tüm faaliyet grupların da farklılık gösteriyor. **Çimsa Çimento**, faaliyet oranı, sektöründeki diğer firmalardan farklılık gösteriyor. **Pınar Su**, 4 mali oran bakımından sektöründeki diğer firmalardan farklılık gösteriyor. **Merko Gıda**, likidite, finansal yapı ve faaliyet oranları açısından farklılık göstermektedir. **Carrefour Sa**,

sektöründeki diğer şirketlerden mali oran açısından farklılık göstermemektedir., **Tav Havalimanı**, finansal yapı ve likidite grubunda farklılık gösteriyor. **Acıbadem Sağlık Hizmetleri**, faaliyet oranı açısından sektöründeki diğer şirketlerden mali oran açısından farklılık gösterir. **İpek Matbaacılık**, finansal yapı ve finansal yapı açısından farklılık gösterir. **Konfrut Gıda**, likidite ve finansal açısından, **Tek Art Turizm**, faaliyet oranı, **Doğusan Boru**, likidite ve faaliyet oranı açısından, **Oysa Çimento**, karlılık dışındaki tüm gruplar açısından sektöründeki diğer firmalardan farklılık göstermektedir. **Koç Holding**, faaliyet ve finansal yapı açısından farklılık gösterir. **Tüpraş ve Petrol Ofisi**, sektöründeki diğer firmalarla hiçbir grup açısından farklılık göstermemektedir. **Turkcell**, likidite açısından farklılık gösterir. **Enka İnşaat**, likidite ve karlılık açısından, **Ereğli Demir Çelik**, finansal yapı açısından, **Migros**, likidite ve karlılık açısından, **Bim**, karlılık açısından, **İzmir Demir Çelik**, faaliyet oranı açısından, **İzocam** ise, likidite ve karlılık açısından sektöründeki diğer firmalardan farklılık gösterirler. Son olarak **Turkas Petrol**, sektöründeki diğer firmalar ile karlılık oranı açısından değişim gösteriyor

Tüm şirketlerin test tablolarını teker teker incelersek,

DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.

Tablo 4.12.
Doğın Yayın ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-,674 ^a	-1,214 ^a	-,674 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,500	,225	,500

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oranların 0,05 den büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Doğan Yayın, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite bakımından farklılık göstermektedir.

BORUSAN BİRLEŞİK BORU FAB. A.Ş

Tablo 4.13.
Borusan Birleşik Boru Fab. Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması
Test İstatistiği c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-,674 ^a	-2,02 ^b	-2,02 ^b	-,135 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,500	,043	,043	,893

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Finansal Yapı oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oranların 0,05 den büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Borusan Birleşik Boru Fab., sektörün oranları ile karşılaştırıldığında finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından farklılık göstermektedir.

EGE PROFİL A.S.

Tablo 4.14.
Ege Profil Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-1,214 ^a	-,944 ^b	-1,483 ^a	-1,753 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,225	,345	,138	,080

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Ege Profil, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında 4 mali oran bakımından diğer şirketlerden farklılık göstermemektedir.

LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.

Tablo 4.15.
Lafarge Aslan Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması
Test İstatistiği c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-,405 ^a	-2,023 ^a	-2,023 ^b	-,674 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,686	,043	,043	,500

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Finansal Yapı Oranı, için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oranların 0,05'den büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Lafarge Aslan Çimento, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

USAŞ UÇAK SERVİSİ A.S.

Tablo 4.16.
Usaş Uçak Servisi Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-1,753 ^b	-,944 ^b	-,674 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,080	,345	,500

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho

hipotezimiz red edilir. Diğer mali oranlar açısından hipotezimiz farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Usaş Uçak Servisi, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite oranları bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLERİ A.Ş.

Tablo 4.17.
Altinyunus Çeşme Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-,674 ^a	-,944 ^b	-,405 ^a	-2,023 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,500	,345	,686	,043

a. Positif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Karlılık oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Özetle, Altınyunus Çeşme Turistik Tesisleri, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında karlılık bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

ÜNİE ÇİMENTO SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.18.
Ünye Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-,135 ^a	-1,753 ^b	-2,023 ^a	-,405 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,893	,080	,043	,686

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz, 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için H₀ hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran gruplarının tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Ünye Çimento, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

ÇİMSA ÇİMENTO SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.19.
Çimsa Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^b

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-1,483 ^a	-1,753 ^a	-2,023 ^a	-1,753 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,138	,080	,043	,080

a. Negatif aralık esas alınmış

b. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerimiz 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için H_0 hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran gruplarının tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Çimsa Çimento, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında faaliyet bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

PINAR SU SAN. VE TİC. A.Ş

Tablo 4.20.
Pınar Su Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-2,023 ^b	-2,023 ^b	-2,023 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,043	,043	,043

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H_0 : Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H_1 : Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite, kârlılık, finansal yapı, faaliyet oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri sırasıyla, 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran gruplarının tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Usaş Uçak Servisi, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite, kârlılık, finansal yapı, faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

MERKO GIDA SAN VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.21.
Merko Gıda Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-2,023 ^b	-2,023 ^b	-1,753 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,043	,043	,080

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite, faaliyet ve finansal yapı oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran kârlılık oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Merko Gıda, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite, finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

CARREFOUR SA. TİC. MER. A.Ş.

Tablo 4.22.
Carrefour Sabancı Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-,674 ^a	-1,214 ^b	-,944 ^a	-1,483 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,500	,225	,345	,138

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Positif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Carrefour Sabancı, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermemektedir.

TAV HAVALİMANI A.Ş

Tablo 4.23.
Tav Havalimanı Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^b

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-2,023 ^a	-2,023 ^a	-,674 ^a	-1,483 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,043	,500	,138

a. Positif aralık esas alınmış.

b. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite ve finansal yapı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Özetle, Tav Havalimanı, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite ve finansal yapı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

ACIBADEM SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.

Tablo 4.24.
Acıbadem Sağlık Hiz. Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-,944 ^a	-1,753 ^a	-2,023 ^b	-1,753 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,345	,080	,043	,080

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Acıbadem Sağlık Hiz., sektörün oranları ile karşılaştırıldığında faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

İPEK MAATBACILIK A.Ş.

Tablo 4.25.
İpek Matbaacılık Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması
Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-1,483 ^a	-2,023 ^a	-2,023 ^b	-,944 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,138	,043	,043	,345

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet ve finansal yapı oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, İpek Matbaacılık, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

KONFRUT GIDA SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.26.
Konfrut Gıda Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-2,023 ^a	-,405 ^b	-,405 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,043	,686	,686

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite ve finansal yapı oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için H₀ hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Konfrut Gıda, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite ve finansal yapı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

TEK ART TURİZM A.Ş.

Tablo 4.27.
Tek Art Turizm Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-,135 ^a	-,405 ^a	-2,023 ^b	-,135 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,893	,686	,043	,893

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için H_0 hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Tek Art Turizm, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

DOĞUSAN BORU SAN VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.28.
Doğusan Boru Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-,405 ^a	-2,023 ^b	-,135 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,686	,043	,893

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H_0 : Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H_1 : Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite ve faaliyet oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Doğusan Boru, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

OYSA ÇİMENTO SAN VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.29.
Oysa Çimento Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-2,023 ^b	-2,023 ^a	-,135 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,043	,043	,893

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite, faaliyet ve finansal yapı oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için H₀ hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Oysa Çimento, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite, finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

KOÇ HOLDİNG. A.Ş.

Tablo 4.30.
Koç Holding Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-,674 ^a	-2,023 ^b	-2,023 ^a	-,674 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,500	,043	,043	,500

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet ve finansal yapı oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Koç Holding, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

TÜPRAŞ A.S.

Tablo 4.31.
Tüpraş Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-1,449 ^a	-,964 ^a	-,863 ^b	-,771 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,147	,335	,388	,441

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Tüpraş, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermemektedir.

PETROL OFİSİ A.Ş.

Tablo 4.32.
Petrol Ofisi Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-,135 ^a	-,674 ^a	-1,483 ^b	-1,753 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,893	,500	,138	,080

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Petrol Ofisi, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermemektedir.

TURKCELL İLETİŞİM A.S

Tablo 4.33. Turkcell İletişim Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-2,023 ^a	-1,483 ^b	-1,483 ^a	-1,214 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,138	,138	,225

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho

hipotezimiz reddedilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Turkcell, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

ENKA İNŞAAT A.Ş.

Tablo 4.34.
Enka İnşaat Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-2,023 ^a	-,405 ^b	-1,483 ^b	-2,023 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,686	,138	,043

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite ve karlılık oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,028 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Enka İnşaat, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında likidite ve karlılık bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

EREĞLİ DEMİR ÇELİK SAN VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.35.
Ereğli Demir Çelik Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-,674 ^a	-2,023 ^b	-1,753 ^a	-,405 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,500	,043	,080	,686

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Finansal yapı oranları için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Ereğli Demir Çelik, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında kârlılık, finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

MİGROS A.Ş.

Tablo 4.36.
Migros Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-1,753 ^b	-1,214 ^a	-2,023 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,080	,225	,043

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Positif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleŖen Ŗirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleŖen Ŗirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleŖen Ŗirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleŖen Ŗirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık ve likidite oranları için birleŖme sonrası ve birleŖme öncesi karŖılaŖtırma testi sonucunda tablo değerleri 0,028 sig. 0,05 değerinden kuk olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu Ŗirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiŖtir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Migros, sektörün oranları ile karŖılaŖtırıldıęında kârlılık ve likidite oranı bakımından kendi sektöründeki diğer Ŗirketlerden farklılık göstermektedir.

BİM TİC. A.Ş.

Tablo 4.37.
Bim Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-1,483 ^a	-,405 ^b	-,674 ^a	-2,023 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,138	,686	,500	,043

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Pozitif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Bim, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında kârlılık bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

İZMİR DEMİR ÇELİK SAN. A.Ş.

Tablo 4.38.
İzmir Demir Çelik Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^b

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlilik2 - Karlilik
Z	-1,753 ^a	-,944 ^a	-2,023 ^a	-,674 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,080	,345	,043	,500

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

Ho: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H1: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için H_0 hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, İzmir Demir Çelik, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

İZOCAM SAN. VE TİC.

Tablo 39..
İzocam Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^b

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-2,023 ^a	-,674 ^a	-,135 ^a	-2,023 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,043	,500	,893	,043

a. Negatif aralık esas alınmış.

b. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H_0 : Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H_1 : Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

Ho: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite için;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık ve likidite için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, İzocam sektörün oranları ile karşılaştırıldığında kârlılık, finansal yapı ve faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

CEMTAŞ ÇELİK SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo 4.40.
Çemtaş Çelik Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-1,753 ^a	-,135 ^b	-2,023 ^b	-1,753 ^b
Asymp. Sig. (2-tailed)	,080	,893	,043	,080

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık İçin;

Ho: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

Ho: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

Hı: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet oranı için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için Ho hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Çemtaş Çelik, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında faaliyet oranı bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

TURKAS PETROL A.S.

Tablo 4.41.
Turkas Petrol Ve Sektörel Oranların Karşılaştırılması

Test İstatistiği ^c

	Likidite2 - Likidite	FinansalYapi2 - FinansalYapi	FaaliyetOrani2 - FaaliyetOrani	Karlılık2 - Karlılık
Z	-1,214 ^a	-1,753 ^b	-1,753 ^a	-2,023 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	,225	,080	,080	,043

a. Pozitif aralık esas alınmış.

b. Negatif aralık esas alınmış.

c. Wilcoxon Signed Ranks Testi

Hipotezler:

Finansal Yapı için;

H₀: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Finansal yapı oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Faaliyet Oranı için;

H₀: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Faaliyet oranı grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Kârlılık için;

H₀: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Kârlılık oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Likidite İçin;

H₀: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark yoktur.

H₁: Likidite oran grubuna göre birleşen şirketlerin mali oranları ve sektörel oranlar arasında fark vardır.

Karlılık için birleşme sonrası ve birleşme öncesi karşılaştırma testi sonucunda tablo değerleri 0,043 sig. 0,05 değerinden küçük olduğu için H₀ hipotezimiz red edilir. Bu şirkete ait diğer oran likidite oranı tablo değerleri 0,05 değerinden büyük olduğu tabloda belirtilmiştir ve hipotezimiz bu oran grupları için kabul edilir farklılık göstermiyor denilebilir. Özetle, Turkas Petrol, sektörün oranları ile karşılaştırıldığında Karlılık bakımından kendi sektöründeki diğer şirketlerden farklılık göstermektedir.

4.3.3. Çok Değişkenli Lineer Regresyon Analiz Sonuçları

Birleşen şirketlerin mali tablolarının incelenmesi sonucunda birleşmeden sonra farklılık göstermediklerini Wilcoxon testi sonuçları ile karar vermiştik. Peki, bu sonucu etkileyen oranlar hangileri sorusuna bulunacak yanıtı çoklu lineer regresyon analizi ile açıklamaya çalışacağız.

Mali tablolardan elde ettiğimiz faktör gruplarını (likidite, kârlılık, finansal yapı ve faaliyet oranı) teker teker etkileyen oranları açıklayıcı değişken, faktör gruplarını ise açıklanan bağımlı değişken olarak ele aldığımızda regresyon sonucu ve çıkan denklemler aşağıdaki gibidir.

Karlılık

Değişkenler arasındaki korelasyon matrisi aşağıda verilmiştir. Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon, bağımsız değişkenler arasında düşük korelasyon istenen durumdur.

Tablo 4.42.
Karlılık Korelasyonları

		Korelasyon												
		NK_ÖKO	VÖK_ÖKO	VÖK.FG_PT	NK_AT	FK_AT.DV	Y_AT	FK_NS	BSK_NS	NK_NS	SMM_NS	FG_NS	FIG_NS	Mean Karlılık
NK_ÖKO	Pearson Correlation	1	,458*	,213*	,348*	,526*	,252*	,456*	,153	,271*	,052	,164*	,007	,471*
	Sig. (2-tailed)		,000	,009	,000	,000	,002	,000	,062	,001	,531	,045	,932	,000
VÖK_ÖKO	Pearson Correlation	,458*	1	,364*	,224*	,286*	,149	,345*	,513*	,139	-,098	,159	,123	,526*
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,006	,000	,068	,000	,000	,089	,232	,052	,135	,000
VÖK.FG_PT	Pearson Correlation	,213*	,364*	1	,302*	,250*	,070	,326*	,143	,143	-,001	,218*	,185*	,426*
	Sig. (2-tailed)	,009	,000		,000	,002	,396	,000	,082	,080	,992	,007	,023	,000
NK_AT	Pearson Correlation	,348*	,224*	,302*	1	,361*	,391*	,426*	,152	,331*	,228*	,016	,072	,530*
	Sig. (2-tailed)	,000	,006	,000		,000	,000	,000	,063	,000	,005	,842	,378	,000
FK_AT.DV	Pearson Correlation	,526*	,286*	,250*	,361*	1	,125	,526*	,169*	,385*	,054	,197*	,072	,497*
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,002	,000		,128	,000	,039	,000	,512	,016	,381	,000
Y_AT	Pearson Correlation	,252*	,149	,070	,391*	,125	1	,288*	,222*	,120	,085	,098	-,031	,395*
	Sig. (2-tailed)	,002	,068	,396	,000	,128		,000	,006	,144	,298	,234	,710	,000
FK_NS	Pearson Correlation	,456*	,345*	,326*	,426*	,526*	,288*	1	,227*	,332*	,123	,156	,094	,579*
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000		,005	,000	,134	,056	,254	,000
BSK_NS	Pearson Correlation	,153	,513*	,143	,152	,169*	,222*	,227*	1	,297*	,134	,174*	,112	,611*
	Sig. (2-tailed)	,062	,000	,082	,063	,039	,006	,005		,000	,101	,034	,171	,000
NK_NS	Pearson Correlation	,271*	,139	,143	,331*	,385*	,120	,332*	,297*	1	,296*	,117	,062	,568*
	Sig. (2-tailed)	,001	,089	,080	,000	,000	,144	,000	,000		,000	,155	,454	,000
SMM_NS	Pearson Correlation	,052	-,098	-,001	,228*	,054	,085	,123	,134	,296*	1	,142	,189*	,463*
	Sig. (2-tailed)	,531	,232	,992	,005	,512	,298	,134	,101	,000		,083	,021	,000
FG_NS	Pearson Correlation	,164*	,159	,218*	,016	,197*	,098	,156	,174*	,117	,142	1	,456*	,541*
	Sig. (2-tailed)	,045	,052	,007	,842	,016	,234	,056	,034	,155	,083		,000	,000
FIG_NS	Pearson Correlation	,007	,123	,185*	,072	,072	,031	,094	,112	,062	,189*	,456*	1	,482*
	Sig. (2-tailed)	,932	,135	,023	,378	,381	,710	,254	,171	,454	,021	,000		,000
Mean Karlılık	Pearson Correlation	,471*	,526*	,426*	,530*	,497*	,395*	,579*	,611*	,568*	,463*	,541*	,482*	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,000	

** - Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlı (2-tailed).

* - Korelasyon 0,05 düzeyinde anlamlı (2-tailed).

a. Listeye Göre N=150

Tablo 4.43.
Karlılık İçin Regresyon Model Özeti

Model Özeti ^b

Model	R	R ²	Düzeltilmiş	Tahminin standart	Durbin-Watson
1	1,000 ^a	1,000	1,000	,0000014	2,162

a. Kestirici: (Sabit), FIG_NS, NK_ÖKO, BSK_NS, SMM_NS, VÖK.FG_PT, Y_AT, NK_NS, FG_NS, FK_NS, NK_AT, FK_AT.DV, VÖK_ÖKO

b. Bağımlı Değişken: MeanKarlılık

Model özeti pivot tablosunda bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında % 100 lük bir koreleasyon söz konusudur. Bağımsız değişkenler bağımlı değişken üzerindeki değişimin %100 ünü açıklamaktadır.

Tablo 4.44.
Kârlılık İçin ANOVA Tablosu

ANOVA^b

Model		Karelerinin Toplamı	df	Karelerinin Ortalaması	F	Sig.
1	Regresyon	40,750	12	3,396	2E+012	,000 ^a
	Artık	,000	137	,000		
	Toplam	40,750	149			

a. Kestirici: (Sabit), FIG_NS, NK_ÖKO, BSK_NS, SMM_NS, VÖK.FG_PT, Y_AT, NK_NS, FG_NS, FK_NS, NK_AT, FK_AT.DV, VÖK_ÖKO

b. Bağımlı Değişken: MeanKarlilik

Kurulan modelin anlamlılığını test etmek amacıyla ANOVA analizi yapılır.

Hipotez

Ho: Model anlamsızdır.

H1: Model anlamlıdır.

Yukarıdaki tablo çıktısına göre sig. değeri 0,05 den küçüktür ve Ho red edilir. Yani model anlamlıdır kararına varılır.

Tablo 4.45.
Kârlılık İçin Regresyon Model Katsayıları

Katsayı(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta	B	Std. Error
1	(Constant)	-,305	,000		-1296896,460	,000
	NK_ÖKO	,110	,000	,065	222677,573	,000
	VÖK_ÖKO	,149	,000	,143	464794,696	,000
	VÖK.FG_PT	,102	,000	,093	371153,972	,000
	NK_AT	,203	,000	,135	486864,509	,000
	FK_AT.DV	,072	,000	,073	253537,951	,000
	Y_AT	,187	,000	,135	540117,758	,000
	FK_NS	,193	,000	,122	430457,634	,000
	BSK_NS	,447	,000	,268	968286,140	,000
	NK_NS	,294	,000	,196	756742,901	,000
	SMM_NS	,192	,000	,242	999478,682	,000
	FG_NS	,299	,000	,229	891272,320	,000
	FIG_NS	,311	,000	,232	921044,444	,000

a Bağımlı Değişken: MeanKarlilik

Yukarıdaki tabloda denklemin hesaplanan katsayıları gösterilmektedir. Dikkat edilecek unsur sig. değerlerine bakıldığında yüksek değer olmadığı görünüyor eğer yüksek değer olsaydı modelden çıkarıp tekrar modelimizi kuracaktık.

Model denklemini aşağıdadır.

$$\text{Kârlılık Oranı} = ,110 * K1 + ,149 * K2 + ,102 * K3 + ,203 * K4 + ,072 * K5 + ,187 * K6 + ,193 * K7 + ,447 * K8 + ,294 * K9 + ,192 * K10 + ,299 * K11 + ,311 * K12 - ,305$$

Kârlılık oranı mali grubunu en çok açıklayan mali oran (değişken) ,447 kat sayısı ile K8 değişkenidir. Yani Brüt Satış Karı / Net Satışlar yüksek tutan şirketler kârlılığını artırabilirler.

Likidite

Değişkenler arasındaki korelasyon matrisi aşağıda verilmiştir. Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon, bağımsız değişkenler arasında düşük korelasyon istenen durumdur.

Tablo 4.46.
Likidite Korelasyonları

Korelasyon^a

		CO	ATO	NO	S_DV	S_AT	KVB.HD. MK_S	KVTA. DKVTA_ AK	Mean Likidite
CO	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	1	,764** ,000	,675** ,000	-,1 ,51	-,2* **	-,088 ,285	-,106 ,197	,398** ,000
ATO	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,764** ,000	1	,755** ,000	-,2 ,06	** **	-,088 ,284	,014 ,864	,511** ,000
NO	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,675** ,000	,755** ,000	1	,07 ,42	,0 **	-,158 ,053	,147 ,072	,667** ,000
S_DV	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,054 ,511	-,157 ,055	,066 ,420	1	** **	-,088 ,282	,126 ,125	,367** ,000
S_AT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,163* ,046	,007 ,932	-,025 ,758	,00 ,00	1	-,089 ,277	,010 ,901	,341** ,000
KVB.HD.MK_S	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,088 ,285	-,088 ,284	-,158 ,053	-,1 ,28	-,1 **	1	-,071 ,388	-,600** ,000
KVTA.DKVTA_AK	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,106 ,197	,014 ,864	,147 ,072	,13 ,13	** **	-,071 ,388	1	,463** ,000
MeanLikidite	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,398** ,000	,511** ,000	,667** ,000	,37** ,00	**** **	-,600** ,000	,463** ,000	1

** . Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlı (2-tailed).

*. Korelasyon 0,05 düzeyinde anlamlı (2-tailed).

a. Listeye göre N=150

Tablo 4.47.
Likidite İçin Regresyon Model Özeti

Model Özeti^b

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Durbin- Watson
1	1,000 ^a	1,000	1,000	,0000017	2,115

a. Kestirici: (Sabit), KVTA.DKVTA_AK, S_AT, ATO, KVB.HD.MK_S, S_DV, NO, CO

b. Bağımlı Değişken: MeanLikidite

Model özeti pivot tablosunda bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında % 100 lük bir koreleasyon söz konusudur. Bağımsız değişkenler bağımlı değişken üzerindeki değişimin %100 ünü açıklamaktadır.

Tablo 4.48.
Likidite İçin ANOVA Tablosu

ANOVA

Model		Karelerin Toplamı	df	Karelerin Ortalaması	F	Sig.
1	Regresyon	54,333	7	7,762	3E+012	,000 ^a
	Artık	,000	142	,000		
	Toplam	54,333	149			

a. Kestirici: (Sabit), KVTA.DKVTA_AK, S_AT, ATO, KVB.HD.MK_S, S_DV, NO, CO

b. Bağımlı Değişken: MeanLikidite

Kurulan modelin anlamlılığını test etmek amacıyla ANOVA analizi yapılır.

Hipotez

Ho: Model anlamsızdır.

H1: Model anlamlıdır.

Yukarıdaki tablo çıktısına göre sig. değeri 0,05 den küçüktür ve Ho red edilir. Yani model anlamlıdır kararına varılır.

Tablo 4.49.
Likidite İçin Regresyon Model Katsayıları

Korelayons^a

Model		Standartlaştırılmamış Katsayı		Standartlaştırılmış Katsayı	t	Sig.
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit	-,544	,000		-2055319	,000
	CO	,055	,000	,103	256234,5	,000
	ATO	,106	,000	,192	427986,8	,000
	NO	,224	,000	,319	805974,0	,000
	S_DV	,139	,000	,297	1188072	,000
	S_AT	,197	,000	,321	1309446	,000
	KVB.HD.MK_S	-,022	,000	-,443	-1842550	,000
	KVTA.DKVTA_AK	,172	,000	,352	1412294	,000

a. Bağımlı Değişken: MeanLikidite

Yukarıdaki tabloda denklemin hesaplanan katsayıları gösterilmektedir. Dikkat edilecek unsur sig. değerine bakıldığında yüksek değer olmadığı görünüyor eğer yüksek değer olsaydı modelden çıkarıp tekrar modelimizi kuracaktık.

$$\text{Likidite Oranı} = ,055*L1 + ,106*L2 + ,224*L3 + ,139*L4 + ,197*L5 - ,022*L6 + ,172*L7 - ,544$$

Likidite oranlarının kat sayılarını incelediğimizde, L3 değişkeninin en açıklayıcı değişken olduğunu görüyoruz. Yani Nakit oranı yükseldikçe likidite oranı da pozitif yönde yükselir.

Finansal Yapı

Değişkenler arasındaki korelasyon matrisi aşağıda verilmiştir. Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon, bağımsız değişkenler arasında düşük korelasyon istenen durumdur.

Tablo 4.50.
Finansal Yapı Korelasyonlar^a

		KVB. UVB_ AT	ÖS_ AT	ÖS_ KVB. UVB	KVB_ PT	UVB_ PT	UVB_ UVB. ÖS	MDV_ ÖS	MDV_ UVB	DV_ KVB. UVB	DV_ ÖS	DV_ UVB. ÖS	KVB_ KVB. UVB	DV_ AT	MDV_ AT	Mean Finansal
KVB.UVB.AT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	1	,300** ,000	-,272** ,001	,002 ,977	,010 ,906	,349** ,000	,201* ,014	-,145 ,078	-,203* ,013	,024 ,769	-,049 ,548	,407** ,000	,471** ,000	,102 ,216	-,004 ,965
ÖS.AT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,300** ,000	1	,054 ,511	-,033 ,691	,028 ,738	,372** ,000	-,193* ,018	,027 ,739	-,043 ,605	,032 ,699	-,028 ,734	,460** ,000	,460** ,000	,146 ,075	,086 ,295
ÖS.KVB.UVB	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,272** ,001	,054 ,511	1	-,207* ,011	-,057 ,488	-,148 ,071	-,260** ,001	,325** ,000	,467** ,000	-,146 ,075	-,125 ,126	-,038 ,641	-,132 ,107	,014 ,869	,168* ,040
KVB.PT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,002 ,977	-,033 ,691	-,207* ,011	1	,031 ,705	,229** ,005	,529** ,000	-,131 ,111	,003 ,976	-,213** ,009	-,097 ,239	-,069 ,401	,093 ,258	,110 ,180	,245** ,003
UVB.PT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,010 ,906	,028 ,738	-,057 ,488	,031 ,705	1	,026 ,750	,061 ,460	-,036 ,660	-,061 ,460	-,066 ,422	-,031 ,708	,012 ,885	,027 ,745	,006 ,942	-,114 ,164
UVB.UVB.ÖS	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,349** ,000	,372** ,000	-,148 ,071	,229** ,005	,026 ,750	1	,140 ,087	-,139 ,090	,052 ,525	,084 ,305	,146 ,074	,567** ,000	,674** ,000	,355** ,000	,521** ,000
MDV.ÖS	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,201* ,014	-,193* ,018	-,260** ,001	,529** ,000	,061 ,460	,140 ,087	1	-,110 ,179	-,134 ,101	,175* ,032	-,032 ,696	,069 ,399	,165* ,044	,175* ,032	,361** ,000
MDV.UVB	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,145 ,078	,027 ,739	,325** ,000	-,131 ,111	-,036 ,660	-,139 ,090	-,110 ,179	1	,267** ,001	,000 ,998	-,022 ,789	,043 ,602	-,078 ,340	,011 ,898	,244** ,003
DV.KVB.UVB	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,203* ,013	-,043 ,605	,467** ,000	,003 ,976	-,061 ,460	,052 ,525	-,134 ,101	,267** ,001	1	-,015 ,856	,031 ,709	-,033 ,687	-,089 ,278	,123 ,134	,479** ,000
DV.ÖS	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,024 ,769	,032 ,699	-,146 ,075	-,213** ,009	-,066 ,422	,084 ,305	,175* ,032	,000 ,998	-,015 ,856	1	,356** ,000	,250** ,002	,165* ,044	,066 ,420	,417** ,000
DV.UVB.ÖS	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,049 ,548	-,028 ,734	-,125 ,126	-,097 ,239	-,031 ,708	,146 ,074	-,032 ,696	-,022 ,789	,031 ,709	,356** ,000	1	,152 ,064	,113 ,169	,038 ,645	,390** ,000
KVB.KVB.UVB	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,407** ,000	,460** ,000	-,038 ,641	-,069 ,401	,012 ,885	,567** ,000	,069 ,399	,043 ,602	-,033 ,687	,250** ,002	,152 ,064	1	,855** ,000	,306** ,000	,499** ,000
DV.AT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,471** ,000	,460** ,000	-,132 ,107	,093 ,258	,027 ,745	,674** ,000	,165* ,044	-,078 ,340	-,089 ,278	,165* ,044	,113 ,169	,855** ,000	1	,474** ,000	,530** ,000
MDV.AT	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	,102 ,216	,146 ,075	,014 ,869	,110 ,180	,006 ,942	,355** ,000	,175* ,032	,011 ,898	,123 ,134	,066 ,420	,038 ,645	,306** ,000	,474** ,000	1	,605** ,000
MeanFinansal	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-,004 ,965	,086 ,295	,168* ,040	,245** ,003	-,114 ,164	,521** ,000	,361** ,000	,244** ,003	,479** ,000	,417** ,000	,390** ,000	,499** ,000	,530** ,000	,605** ,000	1

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Tablo 4.51.
Finansal Yapı İçin Model Özeti

Model Özeti^b

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hata	Durbin-Watson
1	1,000 ^a	1,000	1,000	,0000015	2,308

a. Kestirici: (Sabit), MDV_AT, UVB_PT, MDV_UVB, DV_UVB.ÖS, ÖS_AT, KVB_PT, DV_KVB.UVB, KVB.UVB_AT, DV_ÖS, UVB_UVB.ÖS, ÖS_KVB.UVB, MDV_ÖS, KVB_KVB.UVB, DV_AT

b. Bağımlı Değişken: MeanFinansal

Model özeti pivot tablosunda bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında % 100 lük bir korelasyon söz konusudur. Bağımsız değişkenler bağımlı değişken üzerindeki değişimin %100 ünü açıklamaktadır.

Tablo 4.52.
Finansal Yapı İçin ANOVA Tablosu

ANOVA^b

Model		Karelerinin Toplamı	df	Karelerin Ortalaması	F	Sig.
1	Regresyon	40,750	14	2,911	1E+012	,000 ^a
	Artık	,000	135	,000		
	Toplam	40,750	149			

a. Kestirici: (Sabit), MDV_AT, UVB_PT, MDV_UVB, DV_UVB.ÖS, ÖS_AT, KVB_PT, DV_KVB.UVB, KVB.UVB_AT, DV_ÖS, UVB_UVB.ÖS, ÖS_KVB.UVB, MDV_ÖS, KVB_KVB.UVB, DV_AT

b. Bağımlı Değişken: MeanFinansal

Kurulan modelin anlamlılığını test etmek amacıyla ANOVA analizi yapılır.

Hipotez

Ho: Model anlamsızdır.

H1: Model anlamlıdır.

Yukarıdaki tablo çıktısına göre sig. değeri 0,05 den küçüktür ve Ho red edilir. Yani model anlamlıdır kararına varılır.

Tablo 4.53.
Finansal Yapı İçin Regresyon Model Katsayıları
Katsayı(a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-.791	.000		-2532961,169	,000
	KVB.UVB_AT	-.075	.000	-.126	-439403,950	,000
	ÖS_AT	-.069	.000	-.084	-293595,328	,000
	ÖS_KVB.UVB	,033	.000	,133	457487,464	,000
	KVB_PT	,093	.000	,165	512667,639	,000
	UVB_PT	-.002	.000	-.085	-369481,791	,000
	UVB_UVB.ÖS	,089	.000	,192	575833,052	,000
	MDV_ÖS	,046	.000	,233	720784,879	,000
	MDV_UVB	,004	.000	,175	697917,601	,000
	DV_KVB.UVB	,072	.000	,335	1209292,165	,000
	DV_ÖS	,068	.000	,248	885218,937	,000
	DV_UVB.ÖS	,047	.000	,243	963730,309	,000
	KVB_KVB.UVB	,071	.000	,152	308752,737	,000
	DV_AT	,099	.000	,163	284958,768	,000
	MDV_AT	,263	.000	,309	1112734,747	,000

a Bağımlı Değişken: MeanFinansal

Yukarıdaki tabloda denklemin hesaplanan katsayıları gösterilmektedir. Dikkat edilecek unsur sig. değerine bakıldığında yüksek değer olmadığı görünüyor eğer yüksek değer olsaydı modelden çıkarıp tekrar modelimizi kuracaktık.

$$\text{Finansal Yapı Oranı} = - ,075*FY1 - ,069*FY2 + ,033*FY3 + ,093*FY4 - ,002*FY5 + ,089*FY6 + ,046*FY7 + ,004*FY8 + ,072*FY9 + ,068*FY10 + ,047*FY11 + ,071*FY12 + ,099*FY13 + ,263*FY14 - ,791$$

Finansal Yapı Oranlarında pozitif en yüksek katsayılı değişken, FY14 yani maddi duran varlıklar / Aktif Toplam oramıdır. Bu oran bağımlı değişkenimizi en çok açıklayan orandır. Finansal yapıda büyümeyi en çok etkileyen orandır. Negatif yönde etkileyen oran ise FY1, FY2, FY5 yani sırasıyla Kısa Vad. Borç. + Uzun Vad.Borç. / Aktif Toplam, Öz Sermaye / Aktif Toplam, Uzun Vad. Borçlar / Pasif Toplam

Faaliyet Oranı

Değişkenler arasındaki korelasyon matrisi aşağıda verilmiştir. Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon, bağımsız değişkenler arasında düşük korelasyon istenen durumdur.

Tablo 4.54.
Faaliyet Korelasyon

		Korelasyon				
		SDH	TVDH	ÝSDH	MDVDH	MeanFaaliyet
SDH	Pearson Correlation	1	-,102	-,096	-,014	,602**
	Sig. (2-tailed)		,214	,243	,867	,000
TVDH	Pearson Correlation	-,102	1	,108	,732*	,580**
	Sig. (2-tailed)	,214		,189	,000	,000
ISDH	Pearson Correlation	-,096	,108	1	,145	-,364**
	Sig. (2-tailed)	,243	,189		,077	,000
MDVDH	Pearson Correlation	-,014	,732*	,145	1	,632**
	Sig. (2-tailed)	,867	,000	,077		,000
MeanFaaliyet	Pearson Correlation	,602**	,580**	-,364**	,632**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	

**Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlı (2-tailed).

a. Listeye göre N=150

Tablo 4.55.
Faaliyet Oranı İçin Model Özeti

Model Özeti ^b					
Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Durbin-Watson
1	1,000 ^a	1,000	1,000	,0000020	2,220

a. Kestirici: (Sabit), MDVDH, SDH, ÝSDH, TVDH

b. Bağımlı Değişken: MeanFaaliyet

Model özeti pivot tablosunda bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında % 100 lük bir korelasyon söz konusudur. Bağımsız değişkenler bağımlı değişken üzerindeki değişimin %100 ünü açıklamaktadır.

Tablo 4.56.
Faaliyet Oranı İçin ANOVA Tablosu

ANOVA

Model	Karelerinin Toplamı	df	Karelerin Ortalaması	F	Sig.
1 Regresyon	81,500	4	20,375	5E+012	,000 ^a
Artık	,000	145	,000		
Toplam	81,500	149			

a. Kestirici: (Sabit), MDVDH, SDH, ÝSDH, TVDH

b. Bağımlı Değişken: MeanFaaliyet

Kurulan modelin anlamlılığını test etmek amacıyla ANOVA analizi yapılır.

Hipotez

Ho: Model anlamsızdır.

H1: Model anlamlıdır.

Yukarıdaki tablo çıktısına göre sig. değeri 0,05 den küçüktür ve Ho red edilir. Yani model anlamlıdır kararına varılır.

Tablo 4.57.
Faaliyet Oranı İçin Regresyon Model Katsayıları

Korelasyon

Model		Standartlaştırılmamış Korelasyon		Standartlaştırılm	t	Sig.
		B	Std. Hata	n Beta		
1	(Sabit)	-,042	,000		-207016	,000
	SDH	,027	,000	,607	2708836	,000
	TVDH	,059	,000	,375	1144909	,000
	ISDH	-,012	,000	-,408	-1818233	,000
	MDVDH	,033	,000	,425	1296419	,000

a. Bağımlı Değişken: MeanFaaliyet

Yukarıdaki tabloda denklemin hesaplanan katsayıları gösterilmektedir. Dikkat edilecek unsur sig. değerine bakıldığında yüksek değer olmadığı görünüyor eğer yüksek değer olsaydı modelden çıkarıp tekrar modelimizi kuracaktık.

$$\text{Faaliyet Oranı} = ,027 * F1 + ,059 * F2 - ,012 * F3 + ,033 * F4 - ,042$$

Faaliyet Oranını incelediğimizde, F2 değişkeni pozitif yönde en çok açıklayıcı ve F1 ve F3 değişkeni ise negatif yönde açıklayıcıdır. Yani, Faaliyet oranı mali grubunun yükselişi toplam varlıklar devir hızı oranına bağlıdır.

4.4. UYGULAMANIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Bu çalışmanın ilk aşamasında, SPSS, faktör analizi uygulanmış olup tüm şirket ve sektörel rasyolar, likidite, kârlılık, faaliyet ve finansal yapı olarak 4 mali grupta toplanılmıştır.

Analizin ikinci aşaması birleşmiş işletmelerin birleşme yılları öncesinde ve sonrasında indirgediğimiz faktörleri teker teker ele alarak mali açıdan bir değişime gidilmiş mi sorusuna aranacak cevap için bir karşılaştırma testi yapıldı

ve sonucunda her faktör grubu için tüm birleşen şirketlerde birleşme sonrasında hiçbir değişime ulaşılmadı.

Aynı test ile bu şirketlerin sektörel karşılaştırmaları yapıldı ve kârlılığa göre sektörlerinden farklılık gösteren firmalar; Altinyunus Çeşme Turistik Tesisleri, Pınar Su, Enka İnşaat, Migros, Bim, İzocam, Turkas Petrol'dür.

Likidite oranı bakımından sektörel oranlardan farklılık gösteren işletmeler; Doğan Yayın Holding, Usaş Uçak Servisi, Pınar Su, Merko Gıda, Konfrut Gıda, Doğusan Boru, Oysa Çimento, Turkcell İletişim, Enka İnşaat, Migros, İzocam'dır.

Finansal yapı oranı ile sektörel oranlardan farklılık gösteren işletmeler;Borusan Boru, Lafarge Aslan Çimento, Usaş Uçak Servisi, Merko Gıda, İpek Matbaacılık, Konfrut Gıda, Oysa Çimento, Koç Holding, Ereğli Demir Çelik'dir.

Son olarak faaliyet oranı grubu ile sektörel oranlar arasında farklılık gösteren işletmeler de, Borusan Boru, Lafarge Aslan Çimento, Ünye Çimento, Çimsa Çimento, Pınar Su, Merko Gıda, Tav Havalimanları, Acıbadem Sağlık Hizmetleri, İpek Matbaacılık, Tek Art Turizm, Doğusan Boru, Oysa Çimento, Koç Holding, İzmir Demir Çelik, Çemtaş Çelik'dir.

Analizin son aşaması ise bu karşılaştırma testinin bulgularının hangi oranlardan dolayı oluştuğunu bulmaktır. Her bir mali grup için bir lineer regresyon denklemi kuruldu. Denklemler sırasıyla, kârlılık grubunun en açıklayıcı değişkeni Faaliyet Kâr Marjı oranıdır. Likidite grubunun en açıklayıcı değişkeni olarak Nakit oranı çıkmıştır. Faaliyet oranı grubunun en açıklayıcı değişkeni, Toplam Varlıklar Devir Hızı oranıdır. Son olarak finansal yapı

grubunun en açıklayıcı değişkeni olarak da, Maddi Duran Varlıklar/Aktif Toplam oranıdır.

SONUÇ

Küreselleşme dünya ekonomisinde önemli değişimlerin yaşanmasında rol oynayan bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomik ve finansal yapının en küçük birimi olarak nitelendirilebilecek işletmelerin bu değişim sürecinden ne şekilde ve ne ölçüde etkilendiği ise mikro bazlı değerlendirmelerin yapılmasında ve geleceğe ilişkin tahminlerin gerçekleştirilmesinde büyük bir role sahip olmuştur.

İşletmelerin gelişen ve değişen ekonomik ve finansal yapıya paralel bir biçimde yapısal dönüşmeleri sağlamaları kendi iç dinamiklerinin yanı sıra dışsal etkenlere bağlı olarak da şekillenmektedir. İşletmelerin özellikle yirminci yüzyılın ikinci yarısında hız kazanan teknoloji, ulaştırma ve haberleşme alanındaki gelişime dayalı artan rekabet ortamında temel stratejileri büyümenin sürdürülebilirliği olmuştur. Büyümenin sağlanması ise koşulların değişimine bağlı olarak işletmelerin birleşmeleri ya da devralınmaları gibi farklı biçimlerde özellikler göstermeye başlamıştır.

Şirket birleşmeleri yirminci yüzyılın ikinci yarısında dünya ekonomisindeki gelişmelerin takip edilmesi açısından önemli bir kaynak olarak nitelendirilebilir. Farklı büyüklüklerde ve farklı yapılara sahip işletmelerin rekabet avantajlarını değerlendirmek amacıyla gerçekleştirdikleri şirket birleşmeleri, dünyada olduğu kadar Türkiye’de de büyük önem kazanmıştır.

Türkiye geliştirmekte olan bir ülke konumunda olması sebebiyle şirket büyükleri gelişmiş ülkelerin şirket büyüklükleri ile karşılaştırıldığında, bu kategoriye ait çok fazla işletmenin var olmadığı söylenebilir. Ancak özellikle 1980 sonrasında uygulanan neoliberal politikalar ve dünya ekonomisiyle entegre olma çabaları bağlamında, işletmelerin yapısal bir devinim içine girdikleri görülmektedir. Bu değişim dünya konjunktürüyle paralel bir yapı arz etmektedir.

Dolayısıyla şirket birleşmelerinin hız kazandığı dönemlerde Türkiye’de de benzer yapılanmalardan söz etmek mümkün olmaktadır.

Bu çalışmada bu gelişmelerin ışığında Türkiye’de IMKB örneğinden hareketle şirket birleşmelerinin performans değerlendirmesinin test edilmesi hedeflenmiştir. Bu hedefe bağlı olarak öncelikle şirket birleşmelerinin temel oluşum nedenleri, şekilleri, birleşme süreci ve finansmanı, birleşme sürecinde değerlemesinin farklı yöntemleri ve son olarak da şirket birleşmelerinin fayda ve sakıncaları değerlendirilmiştir. İkinci bölümde ise şirket birleşmelerinin tarihsel gelişim süreci ile Türkiye’den ve dünyadan örnekleri üzerinde bir inceleme gerçekleştirilmiştir. Şirket birleşmelerine ilişkin tarihsel bakış açısında beş ana dalgadan üzerinde durulmuştur. Bunun dışında şirket birleşmelerin dünyadaki örnekleri ABD, Avrupa Birliği ve Asya Ülkeleri bağlamında bir analiz yapılırken, Türkiye’deki örnekleri ise tarihsel sürece bağlı kalınarak detaylandırılmaya çalışılmıştır.

Son bölümde Türkiye’de şirket birleşmelerinin performans değerlendirmesi likidite, karlılık, faaliyet ve finansal yapı çerçevesinde dört ana başlık altında incelenmiştir. Likidite oranları, işletmenin kısa süreli borçlarını geri ödeme yeteneğini belirlemek amacıyla kullanılmaktadır. Likidite oranları, Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Borçlar, Dönen Varlıklar - Stoklar/Kısa Vadeli Borç, Hazır Değerler + Menkul Kıymetler/Kısa Vadeli Borçlar, Stoklar Dönen Varlıklar, Stoklar /Aktif Toplam, Kısa Vad. Borçlar-(Hazır Değerler+Menkul Kıymetler) / Stoklar, Kısa Vad. Tic. Alacaklar + Diğer Kısa Vad. Tic. Alacaklar /Aktif Toplam olarak belirlenmiş ve bu oranlar incelenmiştir.

Finansal yapı üzerine etki eden oranlar başlığı altında ise Kısa Vad. Borçlar + Uzun Vad. Borçlar /Aktif Toplam, Öz Sermaye/Aktif Toplam, Öz Sermaye/Kısa Vad. Borçlar + Uzun Vad. Borçlar, Kısa Vad. Borçlar /Pasif Toplam, Uzun Vad. Borçlar /Pasif Toplam,Uzun Vad. Borçlar/Uzun Vad. Borçlar + Öz Sermaye, Maddi Duran Varlıklar / Öz Sermaye, Maddi Duran

Varlıklar /Uzun Vadeli Borçlar, Duran Varlıklar /Kısa Vad. Borçlar +Uzun Vad. Borçlar, Duran Varlıklar / Öz Sermaye, Duran Varlıklar / Uzun Vad. Borçlar + Öz Sermaye, Kısa Vad. Borçlar / Kısa Vad. Borçlar + Uzun Vad. Borçlar, Dönen Varlıklar / Aktif Toplam, Maddi Duran Varlıklar / Aktif Toplam kullanılmıştır.

Likidite oranlarının tek başına incelenmesi işletmenin nakit yaratma gücü hakkında yeterli bilgi vermemesi nedeniyle faaliyet oranlarının değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle faaliyet oranları başlığı altında Satışların Maliyeti / Stoklar, Net Satışlar/Toplam Varlıklar, Net Satışlar/ Dönen Varlıklar, Net Satışlar/Maddi Duran Varlıklar kullanılarak performans değerlendirmesi test edilmeye çalışılmıştır.

Son olarak performans değerlendirmede etkili olması muhtemel karlılık oranları Faiz ve Vergi Öncesi Kar/ Toplam Özsermaye, Net Kar/ Toplam Varlıklar, Esas Faaliyet Kar/ Net Satışlar, Brüt Satış Karı/Net Satışlar, Net Kar/ Net Satışlar, Satılan Malın Maliyeti/ Net Satışlar, Faaliyet Giderleri/Net Satışlar, Finansman Giderleri/Net Satışlar, Net Kar/ Öz Kaynak Oranı, Vergiden önceki Kar/ Öz Kaynak Oranı, Vergi Ön. Kar+Finansman Giderleri/Pasif Top., Net Kar/Aktif Toplam, Faaliyet Karı/ Aktif Top.-Duran Varlıklar, Dağıtılmamış Karlar Top. (Yedekler)/Aktif Top. analiz edilmiştir.

Çalışmanın uygulama kısmında 30 işletmenin birleşme öncesi ve sonrasında yukarı belirtilen oranlar kapsamında mali açıdan nasıl bir değişime uğradığı yönündeki sorunun cevabı karşılaştırma testi olarak kullanılan Wilcoxon testi ile test edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre her faktör grubu için birleşen işletmelerde birleşme sonrasında yaşanan değişimin bu işletmelerin gelir ve bilanço tablolarından derlenen veriler ışığında likidite, karlılık, faaliyet ve finansal yapı başlığında altında farklılıklar gösterdiği tespit edilmiştir. test sonuçları bu şirketlerin sektörel karşılaştırmalarında, kârlılığa göre sektörlerinden farklılık gösteren firmalar; Altinyunus Çeşme Turistik Tesisleri, Pınar Su, Enka İnşaat, Migros, Bim, İzocam, Turkas Petrol olarak belirlenmiştir. Likidite oranı

bakımından sektörel oranlardan farklılık gösteren işletmeler; Doğan Yayın Holding, Usaş Uçak Servisi, Pınar Su, Merko Gıda, Konfrut Gıda, Doğusan Boru, Oysa Çimento, Turkcell İletişim, Enka İnşaat, Migros, İzocam'dır.. Finansal yapı oranı ile sektörel oranlardan farklılık gösteren işletmeler; Borusan Boru, Lafarge Aslan Çimento, Usaş Uçak Servisi, Merko Gıda, İpek Matbaacılık, Konfrut Gıda, Oysa Çimento, Koç Holding, Ereğli Demir Çelik'dir. Son olarak faaliyet oranı grubu ile sektörel oranlar arasında farklılık gösteren işletmeler, Borusan Boru, Lafarge Aslan Çimento, Ünye Çimento, Çimsa Çimento, Pınar Su, Merko Gıda, Tav Havalimanları, Acıbadem Sağlık Hizmetleri, İpek Maatbacılık, Tek Art Turizm, Doğusan Boru, Oysa Çimento, Koç Holding, İzmir Demir Çelik, Çemtaş Çelik olarak tespit edilmiştir.

Ekonometrik modelin ikinci aşamasında bu karşılaştırma testinin bulgularının hangi oranlardan kaynaklandığı test edilmiştir. Bunu test edebilmek için her bir mali grup için lineer regresyon denklemi oluşturulmuştur. Elde edilen sonuçlara göre kârlılık grubunun en açıklayıcı değişkeni Brüt Satış Karı/Net Satışlar oranıdır ve bu oranın katsayısı 0,447'dir. İkincisi, likidite grubunun en açıklayıcı değişkeni olarak Nakit oranı çıkmıştır. Yani nakit oranı yükseldikçe likidite oranı artmaktadır. Nakit oranının katsayısı 0,224 olarak tespit edilmiştir. Üçüncüsü, faaliyet oranı grubunun en açıklayıcı değişkeni, Toplam Varlıklar Devir Hızı oranıdır ve bu oran denklemde 0,059 katsayısı ile belirlenmiştir. Son olarak finansal yapı grubunun en açıklayıcı değişkeni olarak, Maddi Duran Varlıklar/Aktif Toplam oranı ve katsayısı 0,263 olarak belirlenmiştir.

Sonuç olarak şirket birleşmelerine yönelik Türkiye'de IMKB örneğinde 30 işletme üzerinde ve likidite, karlılık, faaliyet ve finansal yapı olmak kaydıyla dört ana başlıkta performans değerlendirmesinin yapıldığı bu çalışmada, sektörel bazda her işletmenin farklı açılardan bu birleşmelerden etkilendiği söylenebilir. Bunun yanı sıra işletmelerin yapılarını etkileyen bu dört ana başlığın altında yer alan ve ekonometrik modelle test edilen rasyolar arasından ise her grupta bir rasyonun belirleyici yönde bir etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

EKLER

EK -1 : Wilcoxon Test İstatistikleri

DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.

**Tablo - Doğan Yayın Holding İçin Wilcoxon Test İstatistikleri
Test İstatistiği(b)**

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası – KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,655	0,18	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

BORUSAN BİRLEŞİK BORU FAB. A.Ş.

**Tablo - Borusan Birleşik Boru Fab. İçin Wilcoxon Test İstatistikleri
Test İstatistiği(b)**

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası – KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-,447(a)	-,447(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,655	0,655	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

EGE PROFİL SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo - Ege Profil İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,18

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

LAFARGE ASLAN CİMENTO A.S.

Tablo - Lafarge Aslan Çimento İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,655	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

USAŞ UÇAK SERVİSİ A.S.

Tablo - Usaş Uçak Servisi İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,655	0,655

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

ALTINYUNUS ÇEŞME TURİZM TESİSLERİ A.S.

Tablo - Altınyunus Çeşme İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,655	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

ÜNİYE ÇİMENTO SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo - Ünye Çimento İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,18	0,655

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

ÇİMSA ÇİMENTO SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo - Çimsa Çimento İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-,447(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,655	0,18	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

PINAR SU SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo - Pınar Su İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,18

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

MERKO GIDA SAN. VE TİC. A.Ş

Tablo - İzocam İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,655	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

CARREFOUR SA TİC. MER. A.Ş.

Tablo - Carefour Sa İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

TAV HAVALİMANI HOLDİNG A.Ş.

Tablo - Tav Havalimanı İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

ACIBADEM SAĞLIK HİZMETLERİ VE TİC.A.Ş

Tablo - Acıbadem Sağlık İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapiSonrasi - FinansalYapiOncesi	KarlilikSonrasi - KarlilikOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOraniSonrasi - FaaliyetOraniOncesi
Z	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,655	0,18	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

İPEK MATBAA SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo - İpek Matbaa İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapiSonrasi - FinansalYapiOncesi	KarlilikSonrasi - KarlilikOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOraniSonrasi - FaaliyetOraniOncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,655	0,18

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

KONFRUT GIDA SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo- Konfrut Gıda İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapiSonrasi - FinansalYapiOncesi	KarlilikSonrasi - KarlilikOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOraniSonrasi - FaaliyetOraniOncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

TEK ART TURİZM. A.S.

Tablo - Tek Art İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-,447(a)	-,447(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,655	0,655	0,18

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

DOGUSAN BORU SAN. VE TİC. A.S.

Tablo - Doğusan Boru İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

OYSA ÇİMENTO SAN. VE TİC. A.S.

Tablo- Oysa Çimento İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

KOC HOLDİNG A.Ş.

Tablo - Koç Holding İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrasi - FinansalYapıOncesi	KarlılıkSonrasi - KarlılıkOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOranıSonrasi - FaaliyetOranıOncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.

Tablo - Türkiye Petrol Rafinerileri İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrasi - FinansalYapıOncesi	KarlılıkSonrasi - KarlılıkOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOranıSonrasi - FaaliyetOranıOncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,18	0,18

a Pozitif aralık esas alınmış

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

PETROL OFİSİ A.Ş.

Tablo - Petrol Ofisi İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrasi - FinansalYapıOncesi	KarlılıkSonrasi - KarlılıkOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOranıSonrasi - FaaliyetOranıOncesi
Z	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,655	0,18	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.S.

Tablo - Turkcell İletişim Hiz. İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapiSonrasi - FinansalYapiOncesi	KarlılıkSonrasi - KarlılıkOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOraniSonrasi - FaaliyetOraniOncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,655	0,655

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

ENKA İNŞAAT SAN. A.S.

Tablo - Enka İnşaat İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapiSonrasi - FinansalYapiOncesi	KarlılıkSonrasi - KarlılıkOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOraniSonrasi - FaaliyetOraniOncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,655	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

EREĞLİ DEMİR ÇELİK FAB. A.S.

Tablo - Ereğli Demir-Çelik İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapiSonrasi - FinansalYapiOncesi	KarlılıkSonrasi - KarlılıkOncesi	LikiditeSonrasi - LikiditeOncesi	FaaliyetOraniSonrasi - FaaliyetOraniOncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,655	0,18

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

MİGROS A.S.

Tablo - Migros İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,18	0,655

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

BİM BİRLEŞİK MAĞ. A.Ş.

Tablo - Bim İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-,447(a)	-,447(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,655	0,655	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

İZMİR DEMİR ÇELİK SAN. A.Ş.

Tablo - İzmir Demir-Çelik İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,655	0,18	0,18

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

İZOCAM SAN VE TİC. A.Ş.

Tablo - İzocam İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-1,342(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,18	0,655	0,18

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

ÇEMTAŞ ÇELİK MAK. SAN. VE TİC. A.Ş.

Tablo - Çemtaş Çelik Makine İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-1,342(a)	-1,342(a)	-,447(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,18	0,18	0,655	0,655

a Negatif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

TURKAS PETROL A.Ş.

Tablo - Turkas Petrol Makine İçin Wilcoxon Test İstatistikleri

Test İstatistiği(b)

	FinansalYapıSonrası - FinansalYapıÖncesi	KarlılıkSonrası - KarlılıkÖncesi	LikiditeSonrası - LikiditeÖncesi	FaaliyetOranıSonrası - FaaliyetOranıÖncesi
Z	-,447(a)	-,447(a)	-1,342(a)	-,447(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,655	0,655	0,18	0,655

a Pozitif aralık esas alınmış.

b Wilcoxon Signed Ranks Testi

KAYNAKÇA

“2007’de Şirket Satışları 20 Milyar Doları Aştı”,
<http://www.milliyet.com.tr/2008/01/08/ekonomi/eko03.html>, (03.06.2010)

“Ernst & Young'ın "Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu'nu Açıkladı”,
(03.06.2010)

“Şirket Birleşmeleri ve Satınalmaları”, <http://kobi.milliyet.com.tr/haber/kobi-sirket-birlesmeleri-ve-satinalmalari,719>, (06.06.2010)

AKAY, Hüseyin, İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 1997.

AKAY, Hüseyin, **İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, İstanbul: Yayılım Matbaası, 1997.

AKGÜÇ, Öztin, Finansal Yönetim, İstanbul: İÜ İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü
1994

AKKUM, T, “Firmalarda Yeniden Yapılanma: Firmaların Büyümesi, Satınalma ve Birleşmeler”.**Yönetim Der.** Yıl. 11, Sayı 36, 2000

AKSOY, Suat, **Şirket Birleşmeleri ve Satın almaların (Şirket Evliliklerinin) Yönetsel Açından İncelenmesi, Nedenler, Sorunlar, Sonuçlar**, İÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2004

ARSLAN, Bader, “Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Temmuz-Ağustos 2001

ARSLAN, Erdoğan, “Şirketlerde Kar Dağıtımı”, **Yaklaşım**, Mart 1996.

AY, Hakan ve Orhan ÇELİK, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul: Tesmer Yayınları, 2005.

BEALEY, Richard, Stevert MEYERS ve Aln J. MARCUS, **İşletme Finansman Temelleri**, Çev. Ünal Bozkurt ve diğerleri, İstanbul, 1997

BELLEK, Münir, “İzne Tabi Birleşme ve Devralmalar”, **Mükellefin Dergisi**, Sayı 74, Şubat 1999.

BERK, Niyazi **Finansal Yönetim (8. Baskı)**, Türkmen Kitapevi, İstanbul, 2004

BERK, Niyazi, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 1990.

CAN, İsmail, “Ferdî İşletmelerin Devri, Şirketlerin Nevi Değiştirmesi Birleşme”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı 4, 1993.

CEYLAN, Ali, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 2000

COBB, William, **Successful Mergers: Planning, Strategy and Execution**, London: Waterloof Publications,1988.

ÇELİK, Orhan, **Şirket Birleşmeleri**, Ankara: Turhan Kitabevi,1997

DAVUT, Lale., **Sanayi İktisadı**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 1994

DEMİR, Hüseyin, “Küreselleşme Sürecinde Şirketlerde Birleşme Ve Tür Değişirme”,
T.C.Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı (Ekonomik Araştırmalar ve
Değerlendirme) Dergisi, Temmuz, 1998,
[http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/tanitimkoordinasyondb/kureselhtm.d
oc](http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ead/tanitimkoordinasyondb/kureselhtm.doc), (03.06.2010)

DİYARBAKIRLIOĞLU, Nursel, Şirket Birleşmelerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi
ve Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,
Ankara, 1996

ERNST&YOUNG, Birleşme ve Satın alma İşlemleri 2002 Raporu

ERNST&YOUNG, Birleşme ve Satın alma İşlemleri 2003 Raporu

ERNST&YOUNG, Birleşme ve Satın alma İşlemleri 2004 Raporu

ERNST&YOUNG, Birleşme ve Satın alma İşlemleri 2005 Raporu

ESENER, Ömer, **Stratejik Ortaklıklar**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayını,
İstanbul, 1997

FALK, Richard, **Yırtıcı Küreselleşme (Çevirmen: Ali Çaksu)**, Küre Yayınları, İstanbul,
2001

GAUGHAN, Patrick, **Acquisitions, And Corporate Restructurings**, John Wiley & Sons
Inc

GÖNENLİ, Atilla, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul: İşletme Enstitüsü, 1991

GREEN, Milford B. Green, **Mergers and Acquisition: Geographical and Spatial Perspectives**, NY: Routledge Inc. 1990

KANDEMİR, Tuğrul, **Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerin Finansal Etkisi ve İMKB’de Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma**, AKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2004.

KAVAK, Ahmet, **Tasfiye, Birleşme, Devir ve Bölünme İşlemleri**, Ankara: Maliye ve Hukuk Yayınları, 2005.

KAYAR, Ahmet Akif Kayar, **Rekabet Hukuku Uygulamalarında Yatay İşbirliği Anlaşmaları: Ortak Girişimler Açısından Bir Değerlendirme**”, Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri Serisi, No: 46, Ankara, 2003

KESİK, Şengül Durna, **Ulusal ve Uluslararası Düzenlemeler Çerçevesinde Şirket Birleşmeleri ve Konsolide Finansal Tablolar**, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kayseri, 2008,

KILIÇ, Yalın, **Rekabet Politikası Açısından Birleşme ve Devralmalar**, DPT Uzmanlık Tezi”, Yayın No:2509, Haziran 2000

KPMG, **Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success, Mergers&Acquisitions**, A Global Research Report 1999

MÜFTÜOĞLU, Tamer, **İşletme İktisadı**, Ankara: Turhan Kitabevi, 1988

NUMEROF, R. E., “Integrating Corporate Culture From International Mergers and Acquisition, HR Focus, Cilt 75, No. 5.

OVERMAN, Stephanie, “Learning Your M and ABC”, HR Focus, Cilt:75, No. 6

OWEN, Sian, **The History and Mystery of Merger Waves: A UK and US Perspective**, University of New South Wales School of Banking and Finance, Working Paper No: 2006–02, 2006

ÖLÇÜM, Mehmet. “İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi”. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü**, 2001.

ÖZGELDİ, Mürşide, **Şirket Birleşmelerinde İnsan Kaynakları Yönetiminin Önemi ve Bir Örnek Olay Çalışması**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayımlanmamış Doktora Tezi, 2001

PERNSTEINER, Helmut, **Şirket Birleşmeleri**, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2004.

REKABET KURUMU, “Birleşme Ve Devralmalar”, (www.rekabet.gov.tr)

ROBERTSON, Andrew, “Golden Rules of M&A Financing”, **The Mergers and Acquisition Handbook**, Milton Rock (ed.), NY: McGraw Hill, 1987

SARIKAMIŞ, Cevat, **Şirket Birleşmeleri**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2003.

SARIOĞLU, Serra, **Şirket Birleşmeleri ve Şirket Birleşmelerinin Yasal ve Finansal Açıdan Değerlendirilmesi Bir Türkiye Örneği**, İÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2001

SEYİDOĞLU, Halil. **Uluslararası İktisat** 13. Baskı. İstanbul: Güzem Yayınevi, 1999.

SPSS İle Prediktif Analizler, SPSS Inc 2005

STACEY, Nicholas A. H., **Mergers in Modern Business**, 1996, London

SÜMER, Haluk ve Helmut PERNSTEINER, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul: Alfa Yayınları, 2004

SÜMER, Handan, “Türk Bankacılık Sisteminde 1980 Sonrası Gerçekleştirilen Birleşmeler Üzerine Bir Değerlendirme”, **İktisat Dergisi**, Şubat-Mart 1999, Sayı: 387, ss. 22-26.

TANYILMAZ, Kurtar, **Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satın Almalar**, İstanbul: Alfa Basım Yayım, 2004

TURAN, Başak ve Sibel YILMAZ, “Avrupa Birliği’nde İşletme Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkileri, **VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, 22–25 Ekim 2003.

TÜRKAN, E. “Gümrük Birliği Çerçevesinde Türkiye’de Rekabet Yasasının İşleyebilir Rekabet Ortamının Oluşturulmasındaki Rolü”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 26, 1997

TÜRKO, Metin, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Alfa Yayınevi, 1999.

WESTON, Fred ve diğerleri, **Mergers, Restructuring and Corporate Control**, New Jersey: Prentice Hall, 1990

YAZGAN, Kaya, “Savunma Sanayi Açısından Şirket Birleşmeleri”, Savunma Sanayi İmalatçılar Derneği, http://www.sasad.org.tr/dosya/eoe/SSBirlesme_PDF.pdf, (03.06.2010)

YAZICI, Kuddusi, Özelleştirmede Değerlendirme Yöntemleri ve Değerlendirme Kriterleri. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Uzmanlık Tezi, Ağustos 1997. <http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles.html>, (03.06.2010)

YILGÖR, Ayşe Gül, “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makro Ekonomik Etkileri”, **Öneri, Marmara Üniversitesi S.B.E. Hakemli Dergisi**, Cilt:5, Yıl: 8, Sayı: 18, Haziran 2002

YÜKSEL, Aslı, “Yeni Gündem: Banka Evlilikleri”, **Finans Dünyası**, Sayı: 138, Haziran 2001