

**T.C.  
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
MUHASEBE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI**

**ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ:  
TÜRKİYE'DE HALKA AÇIK ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN  
FAALİYET PERFORMANSI ÖLÇÜMÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**DOKTORA TEZİ**

**HAZIRLAYAN**

**NURAY SEZER**

**TEZ DANIŐMANI**

**PROF. DR. HALİL SARIASLAN**

**ANKARA - 2012**

**T.C.  
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
MUHASEBE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI**

**ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ:  
TÜRKİYE'DE HALKA AÇIK ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN  
FAALİYET PERFORMANSI ÖLÇÜMÜ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**DOKTORA TEZİ**

**HAZIRLAYAN**

**NURAY SEZER**

**TEZ DANIŐMANI**

**PROF. DR. HALİL SARIASLAN**

**ANKARA - 2012**

Nuray SEZER tarafından hazırlanan “Şirket Birleşmeleri ve Performans Ölçümü: Türkiye’de Halka Açık Şirket Birleşmelerinin Faaliyet Performansı Ölçümü Üzerine Bir Uygulama” adlı bu çalışma jürimizce Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Kabul (sınav) Tarihi: 10/01/2012

(Jüri Üyesinin Ünvanı, Adı-Soyadı ve Kurumu):

İmzası

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Halil Sariaslan, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Nalan Akdoğan, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Nermin Özgülbaş, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Güray Küçükkoçaoğlu, Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Fazıl Gökğöz, Ankara Üniversitesi

Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

10/01/2012

Prof. Dr. Doğan TUNCER

Enstitü Müdürü

*Sevgili Eşime ve  
Biricik Kızıma*

Çalışmanın hazırlanma sürecinin her aşamasında ilgi ve desteğini esirgemeyen değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Halil Sariaslan'a; tez izleme komitesi üyeleri Sayın Prof. Dr. Nalan Akdoğan ve Sayın Doç. Dr. Güray Küçükkocaoğlu'na, konuyla yakından ilgilenen ve bana destek veren değerli Üstadım Sayın Dr. Yasemin ATASOY'a ve çalışma arkadaşım Sayın Fatma AKGÜN OLUM'a, çalışmanın sonuçlandırılmasında desteğini esirgemeyen tüm hocalarıma, dostlarıma, aileme ve bu süreçte kendilerine ayırabileceğim zamanı çalmama karşın her zaman bana yardımcı olan çok sevgili eşime ve biricik kızıma teşekkürü bir borç bilir, sonsuz şükranlarımı sunarım.

## ÖZET

Bu çalışma ile, ülkemizde hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketler tarafından 2004-2008 yılları arasındaki beş yıllık dönemde gerçekleştirilen birleşmelerin faaliyet performansının karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından ölçülmesi ve faaliyet gösterilen sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmama durumunun) birleşme performansına etkisinin analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Bu bağlamda, 2004-2008 yılları arasındaki beş yıllık dönemde gerçekleşen 26 birleşmenin performansına birleşme öncesi bir ve birleşme sonrası üç (-1/+3) yıllık bir pencereden bakılmıştır. Bu kapsamda, bu çalışmada iki temel soruya cevap aranmıştır: (i) Birleşme sonrası faaliyet performansı (karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik oranları bakımından) birleşme öncesi göstergelere göre olumlu yönde gelişme göstermiş midir? (ii) Devralan şirketin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmama durumunun) birleşme sonrası faaliyet göstergeleri üzerinde olumlu etkisi var mıdır? Bu bağlamda, birleşen şirketler yukarıda sayılan performans göstergeleri açısından birleşme öncesi ile birleşme sonrasına göre kendi içinde ve kontrol grubu şirket ile karşılaştırılmıştır. Analiz sonucunda, nakit yaratma gücünün (faaliyet nakit akış oranının) istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan, istatistiksel olarak anlamlı bulunmasa da, birleşme sonrasında, karlılığın arttığı, mali yapının güçlendiği ve etkinlik oranlarının iyileşme gösterdiği bulgularına ulaşılmıştır. Son olarak istatistiksel anlamlılığını tespit edilememekle birlikte, karlılık, mali yapı ve etkinlik oranları açısından yatay birleşmelerin yatay olmayanlara göre daha başarılı olduğu, bunun yanında sadece mali yapı ve etkinlik oranları açısından büyük birleşmelerin küçüklere göre ve borsa şirketlerinin devralındığı birleşmelerin kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelere göre daha başarılı olduğu bulguları edinilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Birleşmeler, şirket performansı, birleşme performansı, performans ölçüm yöntemleri, performans ölçütleri.

## ABSTRACT

The purpose of this study is to measure the operational performance of the mergers for a 5 year period during 2004-2008 of the companies whose shares are traded at the Istanbul Stock Exchange from the aspects of profitability, liquidity, financial structure, growth and efficiency and to analyze the effect of the sector of operation, the type of merger (horizontal, vertical, mixed), the respective sizes of the acquirer and the acquired company and the attribute of the company that is taken over (whether it is open to public or not) on the performance of the merger. In this respect, the performance before and after 26 mergers which were realized during the 5 year period between 2004-2008 are taken into account from a perspective of 1 year before and 3 years after ( $t-1$  and  $t+3$ ) the merger. In this context, in this study the answers to the following questions are searched: (i) Has the operational performance of the companies after the merger (from the aspects of profitability, liquidity, financial structure, growth and efficiency ratios) shown a positive progress in comparison to the indicators before the merger? (ii) Do the sector of operation, the type of merger (horizontal, vertical, mixed), the respective sizes of the acquirer and the acquired company and the attribute of the company that is taken over (whether it is open to public or not) have a positive effect on the indicators of operations after the merger? In this respect, according to the performance criteria given above, the merging firms are compared with each other and their control group firms, before and after the merger. According to the analysis, it is concluded that liquidity (operating cash flow rate) decreases in a statistically significant pattern. On the other hand, although not found as statistically meaningful, it is observed that after the merger, profitability increases, financial structure gets stronger and efficiency ratios get better. Finally, though could not be statistically verified, it is observed that horizontal mergers are more successful than non horizontal (vertical and mixed) ones in terms of profitability, financial structure and efficiency, whereas big mergers are more successful than the small ones and public company mergers are more successful than non-public company mergers only in terms of financial structure and efficiency.

**Keywords:** Mergers, company performance, merger performance, performance measurement methods, performance metrics.

## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	II
İÇİNDEKİLER .....	IV
TABLolar LİSTESİ.....	VII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VIII
KISALTMALAR.....	IX
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	6
ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TEMELLERİ .....	6
1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN KAPSAMI VE TÜRLERİ.....	6
1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ .....	9
1.2.1. Ekonomik Nedenler.....	12
1.2.2. Yönetsel Nedenler .....	22
1.2.3. Teknik ve Diğer Nedenler.....	25
1.3. BİRLEŞMELERDE DEĞERLEME VE BİRLEŞME YÖNTEMLERİ .....	26
1.3.1. Değerleme Yöntemleri.....	28
1.3.1.1. Muhasebe Temelli Değerleme Yaklaşımı .....	29
1.3.1.2. Karşılaştırmalı Değerleme Yaklaşımı .....	31
1.3.1.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı .....	34
1.3.1.4. Piyasa Yaklaşımı.....	43
1.3.2. Birleşme Yöntemleri.....	45
1.4. BİRLEŞME İŞLEMLERİNİN RİSKLERİ .....	50
1.4.1. Devralan Şirket Açısından Riskler.....	50
1.4.1.1. Birleşmenin Finansmanı.....	50
1.4.1.2. Birleşme İşleminde Değer Tespitinin Zorluğu .....	54
1.4.1.3. Yasal Zorunluluklardan Kaynaklanan Riskler.....	57
1.4.1.4. Birleşme Sürecinin Karmaşıklığı .....	60
1.4.1.5. Hedef Şirketin Devralmaya Karşı Alacağı Önlemler.....	64
1.4.2. Devrolan Şirket Açısından Riskler.....	66
1.4.2.1. Yönetim Yapısının Bozulması ve İlginin Başka Alana Kayması.....	67
1.4.2.2. Kimlik Kayması ve Eski Sinerjilerin Bozulması .....	68
1.4.2.3. Karışıklık .....	69

<b>İKİNCİ BÖLÜM .....</b>	<b>70</b>
<b>PERFORMANS KAVRAMI VE PERFORMANSIN ÖLÇÜMÜ .....</b>	<b>70</b>
2.1. İŞLETMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ.....	70
2.1.1. İşletmelerde Performans Kavramı ve Performans Ölçümünün Gelişimi .....	70
2.1.2. İşletmelerde Performans Ölçme Yöntemleri .....	73
2.1.2.1. Geleneksel Performans Ölçüm Yöntemleri .....	75
2.1.2.2. Geleneksel Olmayan (Çok Boyutlu) Performans Ölçüm Yöntemleri.....	83
2.1.3. İşletmelerde Performans Analizlerinde Kullanılan Ölçütler .....	94
2.2. BİRLEŞMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ .....	96
2.2.1. Birleşmelerde Performans Kavramı ve Performans Ölçümünün Gelişimi .....	97
2.2.2. Birleşmelerde Performans Ölçüm Yöntemleri.....	101
2.2.2.1. Olay Çalışmaları .....	102
2.2.2.2. Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar .....	107
2.2.2.3. Yönetici Anketleri.....	113
2.2.2.4. Klinik Çalışmaları .....	114
2.2.2.5. Hipotetik Çalışmalar .....	114
2.2.3. Birleşme Performansı Analizinde Kullanılan Ölçütler .....	115
2.2.3.1. Çeşitli Disiplinler Açısından Kullanılan Ölçütler.....	116
2.2.3.2. Finans Disiplini Açısından Kullanılan Ölçütler.....	123
2.2.4. Birleşme Karakteristiğinin Performans Üzerine Etkileri.....	127
2.2.5. Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık.....	132
2.3. BİRLEŞME PERFORMANSI ÖLÇÜMÜNDE ÜLKE UYGULAMALARI.....	134
2.3.1. Amerika Uygulamaları.....	134
2.3.2. Avrupa Ülkelerine İlişkin Uygulamalar.....	137
2.3.3. Asya ve Uzak Doğu Uygulamaları.....	140
2.3.4. Türkiye Uygulamaları .....	143
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....</b>	<b>147</b>
<b>BİRLEŞMELERİN FAALİYET PERFORMANSINA ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ: BİR İMKB UYGULAMASI .....</b>	<b>147</b>
3.1. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ .....	147
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	148
3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI .....	148
3.4. ÖRNEK SEÇİMİ.....	149
3.5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ.....	152



3.6. ARAŞTIRMADA KULLANILAN ÖLÇÜTLER VE VERİLER .....	154
3.7. ANALİZ YÖNTEMİ.....	161
3.8. ARAŞTIRMANIN BULGULARI .....	167
3.8.1. <i>Faaliyet Performansı Ölçüm Bulguları</i> .....	167
3.8.1.1. Karlılık.....	171
3.8.1.2. Nakit Yaratma .....	174
3.8.1.3. Mali Yapı.....	175
3.8.1.4. Büyüme Performansı.....	177
3.8.1.5. Etkinlik Performansı .....	178
3.8.2. <i>Birleşme Karakteristiğinin Performansa Etkisi Üzerindeki Ölçüm Bulguları..</i>	186
3.8.2.1. Araştırma Kapsamındaki Birleşmelerin Karakteristik Özellikleri.....	186
3.8.2.2. Birleşme Karakteristiğinin Performansa Etkisine İlişkin Bulgular.....	190
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....</b>	<b>205</b>
<b>GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....</b>	<b>205</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>216</b>

## TABLolar LİSTESİ

TABLO 1: BİRLEŞME NEDENLERİ .....	12
TABLO 2: ÜRÜN – PAZAR MATRİSİ .....	18
TABLO 3: BİRLEŞMELERDE KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ .....	29
TABLO 4: BİRLEŞMELERDE KULLANILAN ÖDEME YÖNTEMLERİ .....	51
TABLO 5: FIRMA PERFORMANS ÖLÇÜM YÖNTEMLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI .....	75
TABLO 6: ÇIKAR GRUPLARINA GÖRE FİNANSAL ANALİZ PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ .....	78
TABLO 7: İŞLETME PERFORMANSI ÖLÇÜTLERİ .....	95
TABLO 8: MUHASEBE VERİLERİNE DAYALI ÇALIŞMALAR .....	110
TABLO 9: BİRLEŞME PERFORMANS ÖLÇÜMÜNÜN BOYUTLARI VE KULLANILAN KİSTASLAR.....	117
TABLO 10: KULLANILAN ÖLÇÜTE GÖRE BİRLEŞME PERFORMANSINI ÖLÇEN ÇALIŞMALARIN SINIFLANDIRILMASI .....	118
TABLO 11: BİRLEŞME PERFORMANSI ANALİZİNDE KULLANILAN ÖLÇÜT GRUPLARININ NİTELİKSEL KARŞILAŞTIRMASI.....	121
TABLO 12: MUHASEBE VERİLERİNE DAYALI ÇALIŞMALARDA KULLANILAN ÖLÇÜTLER.....	124
TABLO 13: ÖRNEĞİ OLUŞTURAN ŞİRKET BİRLEŞMELERİ .....	150
TABLO 14: ÖRNEĞİ OLUŞTURAN BİRLEŞMELER VE BİRLEŞMELERE KONU ŞİRKETLER HAKKINDA BİLGİ .....	151
TABLO 15: ANALİZDE KULLANILACAK ÖLÇÜTLER .....	160
TABLO 16: İNCELEME KAPSAMINA ALINAN MALİ TABLOLAR .....	162
TABLO 17: İNCELENEN BİRLEŞMELERDE DEVRALAN ŞİRKETLER İLE BUNLARIN KONTROL GRUBUNU OLUŞTURAN ŞİRKETLER.....	164
TABLO 18: BİRLEŞENLERLE KONTROL ŞİRKETLERİ PERFORMANS ÖLÇÜTLERİNİN ORTALAMA VE MEDYAN KARŞILAŞTIRMASI.....	168
TABLO 19: TÜM ÖRNEK İÇİN BİRLEŞMENİN ŞİRKET PERFORMANSINI ARTIRIR HIPOTEZ TESTİNİN SONUÇLARI .....	173
TABLO 20: BİRLEŞMENİN FAALİYET PERFORMANSINI ARTIRIP ARTIRMADIĞINA İLİŞKİN TEST SONUÇLARI.....	181
TABLO 21: BİRLEŞME TÜRÜNE GÖRE ÖRNEĞİN DAĞILIMI .....	187
TABLO 22: ANALİZDE KULLANILAN BİRLEŞME TÜRÜ GRUPLANDIRMASI .....	188
TABLO 23: 2004-2008 YILLARI ARASINDAKİ BİRLEŞMELERİN SEKTÖRLER İTİBARIYLA DAĞILIMI .....	188
TABLO 24: ANALİZDE KULLANILAN SEKTÖREL DAĞILIM .....	189
TABLO 25: BİRLEŞME BÜYÜKLÜĞÜNE GÖRE ÖRNEK DAĞILIMI .....	189
TABLO 26: HEDEF ŞİRKETİN HALKA AÇIK OLUP OLMAMASI .....	190
TABLO 27: BİRLEŞME TÜRÜNÜN BİRLEŞME PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ .....	193
TABLO 28: BİRLEŞME BÜYÜKLÜĞÜNÜN BİRLEŞME PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ .....	196
TABLO 29: HEDEF ŞİRKETİN HALKA AÇIK/KAPALI OLMASININ BİRLEŞME PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....	199
TABLO 30: SEKTÖREL FARKLILIĞIN BİRLEŞME PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ .....	202
TABLO 31: BİRLEŞME KARAKTERİSTİĞİNİN PERFORMANS ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN ÖLÇÜM BULGULARI .....	203

## ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİL 1: BİRLEŞME NEDENLERİ .....	10
ŞEKİL 2 WATSON WYATT'IN ARAŞTIRMASINA GÖRE BİRLEŞME VE SATIN ALMA NEDENLERİ.....	11
ŞEKİL 3: KPMG'NİN ARAŞTIRMASINA GÖRE BİRLEŞME VE SATIN ALMA NEDENLERİ .....	11
ŞEKİL 4: BİRLEŞME TÜRLERİNE GÖRE SAĞLANAN SİNERJİ .....	13
ŞEKİL 5: ÜLKEMİZDE VERGİSEL AÇIDAN BİRLEŞME TÜRLERİ .....	21
ŞEKİL 6: YÖNETİCİLERİN KİŞİSEL TERCİHLERİ (HUBRIS) MODELİ.....	23
ŞEKİL 7: BİRLEŞME PRİMİ.....	55
ŞEKİL 8: HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN BİRLEŞME SÜRECİ .....	61
ŞEKİL 9: HEDEF FİRMA SEÇİMİNDE DİKKATE ALINACAK KRİTERLER: ENDÜSTRİ ANALİZİ .....	62
ŞEKİL 10: HEDEF FİRMA SEÇİMİNDE DİKKATE ALINACAK KRİTERLER: HEDEF FİRMA ANALİZİ.....	63
ŞEKİL 11: DUPONT MALİ ORANLAR PIRAMIDI .....	77
ŞEKİL 12: FAALİYET TABANLI MALİYETLEME YÖNTEMİNİN UYGULAMA AŞAMALARI .....	79
ŞEKİL 13: EVA'YA ŞEMATİK BAKIŞ .....	81
ŞEKİL 14: PERFORMANS KARNESİ YÖNTEMİ (BALANCED SCORECARD).....	85
ŞEKİL 15: PERFORMANS PIRAMIDI .....	87
ŞEKİL 16: PERFORMANS PRİZMASI MODELİ.....	88
ŞEKİL 17: MÜKEMMELLİK MODELİ.....	90
ŞEKİL 18: PERFORMANS ÖLÇÜM MATRİSİ.....	93
ŞEKİL 19: BİRLEŞME TÜRÜNE GÖRE ÖRNEĞİN DAĞILIMI.....	187
ŞEKİL 20: 2004-2008 YILLARI ARASINDAKİ BİRLEŞMELERİN SEKTÖRLER İTİBARIYLA DAĞILIMI.....	188
ŞEKİL 21: BİRLEŞME BÜYÜKLÜĞÜNE GÖRE ÖRNEK DAĞILIMI .....	190
ŞEKİL 22: HEDEF ŞİRKETİN HALKA AÇIK OLUP OLMAMASI.....	190
ŞEKİL 23: ANALİZDE KULLANILAN BİRLEŞMELERİN KARAKTERİSTİK ÖZELLİKLERİ BAKIMINDAN DAĞILIMI .....	191

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABC</b>	: Activity Based Costing (Faaliyet Temelli Maliyetleme)
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>ABM</b>	: Activity Based Management (Faaliyete Dayalı Yönetim)
<b>APM</b>	: Arbitraj Fiyatlama Modeli (Arbitrage Pricing Model)
<b>AR-GE</b>	: Araştırma Geliştirme
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>CAMP</b>	: Menkul Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model)
<b>CAR</b>	: Kümülatif Anormal Getiriler
<b>EPS</b>	: Earning Per Share (Hisse Başına Kazanç)
<b>EVA</b>	: Economic Value Added (Ekonomik Katma Değer)
<b>F/K</b>	: Fiyat/Kazanç
<b>F/S</b>	: Fiyat/Satışlar
<b>FCFE</b>	: Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flow to Equity)
<b>FCFF</b>	: Firmaya Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows to Firm)
<b>FVÖK</b>	: Faiz Vergi Öncesi Kar
<b>GPM</b>	: Brüt Kar Marjı (Gross Profit Margin)
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İNA</b>	: İndirgenmiş Nakit Akımları
<b>KAP</b>	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
<b>KVK</b>	: Kurumlar Vergisi Kanunu
<b>NYSE</b>	: New York Stock Exchange (New York Borsası)
<b>PD/DD</b>	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
<b>ROA</b>	: Aktif Karlılık Oranı (Return on Assset)
<b>ROE</b>	: Özsermaye Karlılık Oranı (Return on Equity)
<b>ROI</b>	: Yatırım Getirisi
<b>SEC</b>	: Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu)
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu
<b>UMS/UFRS</b>	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
<b>WACC</b>	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

## GİRİŞ

Şirket birleşmelerinin tarihsel seyri incelendiğinde birleşme nedenlerinin dönemsel olarak farklılık gösterdiği görülmektedir. Örneğin, birinci dalga olarak isimlendirilen ve 1890'lı yıllarda başlayan birleşme dalgasında etken olan düşünce, rekabetin kaldırılması ya da azaltılması suretiyle monopolcü güce sahip olmak iken, 1920'li yıllarda başlayan ikinci dalga birleşmelerde temel amaç finansal sinerji elde etmek olmuştur. Günümüzde ise en önemli amaç, küreselleşme nedeniyle artan rekabete karşı koyabilmek için büyümeyi sürekli kılmak, istikrarı arttıracak güçlü bir pozisyona ulaşmak ve böylelikle firma değerini maksimize etmek olmaktadır.

Literatürde şirket birleşmeleri üzerine çok sayıda akademik çalışma yapılmıştır. Şirket birleşmeleri, finans, muhasebe, organizasyon teorisi, stratejik yönetim gibi pek çok disiplini ilgilendiren karmaşık bir işlemler bütününden oluşması nedeniyle hemen hemen her dönem akademisyenlerin ilgisini çekmiştir. Yapılan çalışmalarda, birleşme işlemleri birleşme nedenlerinden yarattığı sonuçlara kadar farklı açılardan ele alınmıştır. Tüm bu çalışmalar içerisinde üzerinde en çok durulan husus, söz konusu işlemlerin başarılı olup olmadığıdır. Birleşme işlemlerinde “başarı”nın tanımlanması üzerine çeşitli görüşler bulunmakta olup, başarının ölçülebilir olması bu görüşler içinde en öne çıkanı olmuştur. Bu noktada performans değerlemesi/ölçümü gündeme gelmektedir.

Bir işletmenin genel olarak faaliyet performansının ölçümü, süregelen işlemlerin her dönem itibarıyla birbiriyle kıyaslanmasını içerirken, birleşme performansının ölçümünde işletme faaliyetinin birleşme olayından ne şekilde etkilendiğine ve birleşme öncesi hedeflerin ne oranda gerçekleştiğine bakılmaktadır. Bu bağlamda, işletmenin faaliyet performansı çevresel, organizasyonel ve kişisel faktörlerden etkilenirken, birleşme performansı; hedef şirketin büyüklüğü, hedef şirketin birleşecek şirketle aynı sektörde olup olmaması, birleşmenin şekli (devralma/satınalma) ve ödeme şekli (nakit/hisse senedi) gibi faktörlerden etkilenmektedir.

Şirket birleşmeleri ile faaliyetlerin daha etkin yürütülmesi, finansal sinerji elde edilmesi, yönetim etkinliği, piyasa payı ve kar marjında artış, marka, patent, yeni teknoloji ve üretim süreçlerinin elde edilmesi ve başarısız yönetimin elimine edilmesi amaçlanmaktadır. İşletmelerin birleşme sonrasında bu amaçlara ne derecede ulaştığı birleşme performansının ölçüsünü göstermektedir. Sadece devralan ve devrolan şirket ortaklarını etkilemekle kalmayıp, kreditorler, potansiyel yatırımcılar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar, çalışanlar, devlet ve sosyal kuruluşlar gibi geniş bir kitleyi etkilemesi nedeniyle, şirket birleşmelerinin performanslarındaki değişimin analizi özellikle finans literatüründe önemli bir yer işgal etmektedir.

Birleşme sonrası muhtemel kazançları açıklayan birçok teori vardır. Bunlardan en yaygın olan üçü: Sinerji Teorisi, Kurumsal Kontrol Teorisi ve Serbest Nakit Akışları Teorisidir. Sinerji teorisine göre, birleşmeler ölçek ekonomisi, alan ekonomisi ve piyasa gücü olmak üzere üç farklı şekilde devralan firmalara kazanç sağlamaktadır. Kurumsal kontrol teorisine göre, karlılık potansiyeli yüksek bir firma devralınarak, yeni bir yönetim tarafından daha etkin ve verimli hale getirilecek, bu da birleşme sonrasında performansı olumlu etkileyecektir. Serbest nakit akışları teorisinde ise, bir şirkette bulunan fazla nakdin yöneticiler tarafından verimsiz kullanılarak hissedarların zenginliklerinin artırılmaması ihtimali bulunmakta olup, çıkar çatışması olarak da adlandırılan bu durum, serbest nakdin birleşmede kullanılarak verimli bir şekilde çözülmektedir. Bu üç teorisinin ortak noktası birleşmelerin faaliyetleri olumlu etkilediği noktasında kesişmektedir. Bu bağlamda; bu çalışma ile teoride ileri sürüldüğü gibi şirket birleşmelerinin faaliyet performansını artırıp artırmadığı araştırılmaktadır.

Ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetleri, gerek işlem sayısı gerekse uzun vadeli analiz açısından küresel anlamda karşılaştırma yapmayı zorlaştırmaktadır. Ayrıca, verilere ulaşılması konusunda da oldukça önemli sorunlar yaşanmaktadır. Özellikle birleşme ve satınalma faaliyetlerinin toplu olarak tüm bilgilerinin yer aldığı bir veri tabanının olmaması büyük bir sorun olarak karşımızda durmaktadır. Bu durum, çalışmaların sayısının arttırılmasını engellemektedir. Yapılan literatür taramasında Türkiye'ye yönelik çalışmalar içerisinde belirli bir dönemde gerçekleşen tüm birleşmelerin faaliyet performansının ölçüldüğü ve birleşme performansına etki eden faktörlerin test edildiği bir çalışmaya rastlanmamıştır. Var olan birkaç çalışmada ise, örnek sayısı ve test edilen değişkenler kısıtlı tutularak analiz yapılmış olduğu görülmüştür. Bu çalışma ile

2004-2008 yıllarını kapsayan beş yıllık dönemde hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören ortaklıklarca gerçekleştirilen birleşmelerin tümünün karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açılarından başarılı bir performans sergileyip sergilemediği incelenmektedir. Bu bağlamda, dünya literatüründe geniş yer tutan şirket birleşmelerinin faaliyet performansı ölçümü konusundaki literatüre ülkemiz açısından katkıda bulunulacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın konusunu, ülkemizde hisseleri İMKB'de işlem gören şirketler tarafından 2004-2008 yılları arasında gerçekleştirilen birleşmelerin faaliyet performansının karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından ölçülmesi ve faaliyet gösterilen sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görelî büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık/kapalı olması) birleşme performansına etkisinin analiz edilmesi oluşturmaktadır.

Örnek oluşturulurken 2004-2008 yıllarını kapsayan bir dönemin seçilmesinin en önemli nedeni, örnek kapsamına alınacak birleşmelere ilişkin 1 yıl öncesi (t-1) ve 3 yıl sonrası (t+1, t+2 ve t+3) karşılaştırılabilir mali tablo verilerine ulaşabilmek olmuştur. Birleşmelerin ülkemizde görülmeye başladığı 1997 yılından 2002 yılına kadar olan süreçte, hisseleri İMKB'de işlem gören şirketler tarafından SPK'nın Seri:XI, No:1 sayılı "*Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ*" uygulanmıştır. Daha sonra 2003 yılından itibaren konsolide mali tablo düzenlenme esasları uygulanmaya başlanmış, 2005 yılından itibaren ise SPK tarafından bu şirketlere Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UMS/UFRS) veya bu standartların bir çevirisi niteliğinde olan Seri:XI, No:25 sayılı "*Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ*"i seçimlik olarak uygulattırılmaya başlanmıştır. Dolayısıyla, ilk kez 31.03.2003 tarihli finansal tablolardan başlamak üzere, İMKB şirketleri solo (bireysel) mali tablo hazırlamayı bırakmışlardır.

Bu çerçevede, İMKB şirketlerinin 2003 yılı öncesi ve sonrası finansal tablolarının farklı esaslara göre hazırlanmış olması nedeniyle mali tablo verilerinin karşılaştırılabilirliği bozulmuştur. Bu nedenle, birleşmelerin aynı mali tablo standardına uygun olabilmesi

açısından, inceleme döneminin ya 1997-1999 arası olarak<sup>1</sup> ya da 2004-2008<sup>2</sup> arası olarak seçilmesi bir zorunluluk haline gelmiştir. Bu açıdan, her iki dönem içinde gerçekleşen birleşmelere bakıldığında; 1997-1999 yılları arasında örnek sayısının 16, 2004-2008 yılları arasında ise 37 olduğu görülmüştür. Tüm bu nedenlerle, inceleme dönemi örnek sayısının daha çok olduğu 2004-2008 dönemi ile sınırlandırılmak zorunda kalınmıştır. Diğer taraftan, sözkonusu inceleme döneminde gerçekleşen birleşmelerden örnek kapsamına dahil edilecek birleşmelerde; devralan şirketin hisselerinin İMKB’nda işlem görmesi (verilerin elde edilebilir olması için), finans ve madencilik sektörü dışında faaliyet göstermesi (finans ve madencilik sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin farklı muhasebe politikaları uygulamaları nedeniyle analizde karşılaştırılabilirlik bozulmaktadır) ve birleşme tarihinden önceki 1 yıl ve sonraki 3 yıllık dönemde finansal verilerin bulunması şartları aranmıştır. Bu bağlamda, tüm bu şartları sağlayan şirketler örnek içine alınmış olup, örnek sayısı 26 olarak belirlenmiştir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, şirket birleşmelerinin temelleri üzerinde durulmaktadır. Bu bölüm dört kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda şirket birleşmeleri kavramının kapsamı ve türlerine değinilerek ulusal ve uluslararası literatüre göre kavramsal çerçeve ortaya konulmaktadır. İkinci kısımda, teorik olarak birleşme ile hedeflenen amaçlar ile fiili olarak elde edilen sonuçların karşılaştırılması ve birleşmelerin başarılı olup olmadığının test edilebilmesi için şirketleri birleşmeye iten nedenler açıklanmaktadır. Üçüncü kısımda, birleşmelerde kullanılan değerlendirme yöntemleri ve çeşitli ülkelerde uygulanan birleşme yöntemleri hakkında bilgi verilmekte ve son kısımda devralan ve devrolan şirketler açısından birleşme işleminin risklerine değinilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde performans kavramı ve performansın ölçümü konusu ele alınmaktadır. Bu bölüm üç kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda genel olarak işletmelerde performans kavramı ve ölçümü, performans ölçümünün tarihçesi, yöntemleri ve performans ölçütleri ele alınmaktadır. İkinci kısımda, birleşmelerde performans ölçümü üzerinde durularak, birleşme performansının ölçüm yöntemlerine ve performans

---

<sup>1</sup> İnceleme dönemi 1997-1999 yılları olarak alındığında; birleşme öncesi bir yıl için (t-1) 1996 yılı mali tabloları, birleşmeden sonraki üçüncü yıl (t+3) için ise mali tablo verisinin bozulmadığı 2002 yılı tabloları analizde kullanılabilir.

<sup>2</sup> İnceleme dönemi 2004-2008 yılları olarak alındığında; birleşme öncesi bir yıl için (t-1) 2003 yılı mali tabloları, birleşmeden sonraki üçüncü yıl (t+3) için ise mali tablo verisinin bozulmadığı 2011 yılı tabloları analizde kullanılabilir.



ölçütlerine değinilmektedir. Son kısımda ise, birleşme performansına ilişkin olarak dünyada ve ülkemizde yapılan çalışmalar hakkında bilgi verilmektedir.

Üçüncü bölümde ise, hisseleri İMKB’de işlem gören şirketler tarafından 2004-2008 yılları arasında gerçekleştirilen birleşmelerin faaliyet performansının ölçüldüğü uygulama yer almaktadır. Bu bölümde, uygulamanın önemi, amacı, konusu, örnek seçimi, test edilen hipotezler, veri setinin oluşturulması ve analiz yöntemi ortaya konularak, uygulanan test sonuçları açıklanmıştır. Uygulama iki kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda “*muhasebe verilerine dayalı çalışma yöntemi*”nden yararlanılarak birleşmelerin faaliyet performansı karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açılarından ölçülmektedir. İkinci bölümde ise, devralan şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin halka açık şirket olup olmasının birleşme performansına bir etkisi olup olmadığı araştırılmaktadır.

Çalışmanın genel değerlendirme ve sonuç bölümü olan dördüncü bölümde ise, performans ölçüm sonuçları değerlendirilerek, bu konuya ilişkin gelecekte yapılacak araştırmalar için önerilerde bulunmaktadır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TEMELLERİ

### 1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN KAPSAMI VE TÜRLERİ

Finans literatüründe geniş yer bulan birleşme kavramı, daha çok rekabet gücünü artırma, piyasada söz sahibi olma ve verimliliği geliştirme gibi amaçları gerçekleştirmek üzere uygulanan stratejidir (Sevim, 2004). En genel anlamı ile birleşme iki veya daha fazla işletmenin ekonomik ve hukuksal açıdan tek çatı altında toplanmasıdır.

Uluslararası finans literatüründe “merger”, “acquisition”, “consolidation” ve “takeover” kavramlarının içerikleri, Türkçede kullanılan “şirket birleşmesi” ve “devralma” kavramlarına karşılık gelmekle birlikte, söz konusu kavramların sınırları çok net olmadığı için birbirleri yerine kullanılabilirler. Genel olarak “merger (birleşme)” kavramıyla anlatılmak istenen, iki ya da daha fazla sayıda şirketin, yasal varlıklarını yitirerek, tek bir şirket çatısı altında bir araya gelmeleridir. Bu noktada, çatısı altında birleşilen şirketin yeni kurulan bir şirket olması veya halihazırda var olan bir şirket olması önem kazanmaktadır. Eğer çatısı altında toplanılan şirket daha önceden mevcut olmayan, birleşme sonucu kurulan yeni bir şirket ise “consolidation (bütünleşme)” kavramından, eğer bir araya gelen şirketlerden bir tanesi varlığını sürdürüyor ve diğer şirketler yasal varlıklarını yitirerek bu şirket çatısı altına giriyorlarsa “acquisition (devralma)” kavramından bahsedilmektedir. Ancak finans literatüründe “merger” yani “birleşme” terimi çoğunlukla her iki durum için de kullanılmaktadır.

Türk Ticaret Kanunu (TTK)’nın 146<sup>3</sup>. maddesinde birleşme; “... iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbirleriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir..” şeklinde tanımlanmıştır. TTK’nın 146. maddesi, kavramı tanımlayan unsurları göstermeden, türlerini belirtir biçimde birleşmeyi tanımlamıştır. Bu tanımdan Türk Hukuk Sisteminde birleşme kavramının bir üst kavram olduğu, birleşmenin devralma yoluyla birleşme ve yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme olarak iki türünün olduğu

---

<sup>3</sup> 6102 sayılı yeni Ticaret Kanunu’nda 136. maddeye tekabül etmektedir.

anlaşılmaktadır. Buna göre, en az bir ortaklığın mal varlığı veya işletmesini aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak başka bir ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılması “*devralma yoluyla birleşme*” olarak tanımlanmaktadır. Bunun yanı sıra, en az iki ortaklığın mal varlıkları veya işletmelerini aktif ve pasifiyle bir bütün olarak, yeni kurulan bir ortaklığa devrederek dağılmaları ve sonucunda tek bir ortaklık haline gelmeleri de “*yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme*” olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde halka açık anonim ortaklıkların birleşmesine ilişkin düzenlemelere bakıldığında ise, TTK’ya uyumlu bir tanımlamaya gidilmiş olduğu ve birleşmenin üst kavram olarak ele alınarak devralma yoluyla ve yeni ortaklık kurulması yoluyla iki tip birleşme tanımına yer verildiği görülmektedir. Bu kapsamda, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nın halka açık şirket birleşmelerini düzenleyen Seri:I, No:31 sayılı “Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği”nde devralma yoluyla birleşme; *En az bir ortaklığın, aktif ve pasifini bir bütün olarak başka bir ortaklığa devrederek, tasfiyesiz infisah etmesi, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklığın ortaklarına verilmesi ve devralan ortaklığın tüzel kişiliğini devam ettirmesi,*” olarak tanımlanırken, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme ise; *“İki veya daha çok ortaklığın, tasfiyesiz infisah yoluyla, tüzel kişiliklerini sona erdirerek aktif ve pasiflerini bir bütün olarak birleştirmek suretiyle kurulacak yeni bir ortaklığa devretmeleri ve yeni kurulan ortaklığın hisselerinin sona eren ortaklıkların ortaklarına hisseleri oranında verilmesi,”* olarak tanımlanmaktadır.

En geniş anlamıyla Türk hukukunda yer alan düzenlemeler çerçevesinde birleşme; bir veya birden çok ticari ortaklığın malvarlığının, tasfiye olunmaksızın, içlerinden birine veya yeni kurulan bir ortaklığa, kendiliğinden ve külli halefiyet yolu ile geçmesi, bu suretle malvarlıklarının birleşmesi ve intikal eden malvarlığının karşılığı olarak, infisah eden ortaklığın ortaklarının, hesaplanan bir değiş tokuş ölçüsüne göre, bünyesinde birleşilen ortaklıkta, kendiliğinden ortaklık payı kazanması şeklinde tanımlanmaktadır<sup>4</sup> (Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, 2010)

---

<sup>4</sup> Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde, anlatımı sadeleştirmek amacıyla halka açık anonim ortaklıkların gerçekleştirdikleri yeni ortaklık kurulması veya devralma yoluyla birleşmeleri ifade etmek üzere bir üst kavram olan “birleşme” terimi her iki tür birleşme yöntemini ifade eder şekilde kullanılacaktır. Farklı tanımlamalara ihtiyaç duyulan durumlarda hangi tür birleşme olduğu belirtilecektir.

Birleşme türleri, genel olarak firmaların faaliyet gösterdikleri alanlara bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir. Birleşmeye taraf şirketlerin faaliyet konularının birbirleriyle olan ilişkileri açısından birleşme türleri yatay, dikey ve karma birleşmeler olarak sınıflandırılmaktadır.

**Yatay birleşmeler**, aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar arasında gerçekleşmektedir. Yatay birleşme, bir firmanın faaliyette bulunduğu işkolunda yer alan rakip bir firma ya da firmalarla birleşmesidir. Şirketleri yatay birleşmeye yönelten sebepleri; ölçek ekonomilerinden (economies of scale) faydalanma, pazar payını artırma, coğrafi anlamda genişleme, üretimde uzmanlaşma, kaynakların etkin kullanımı, satış, pazarlama ve dağıtım kanallarında iyileşme olarak saymak mümkündür. Yatay birleşmelere en iyi örnek 1998 yılında gerçekleşen ve iki petrol devinin Exxon ve Mobil birleşmesi gösterilebilir. Bu tür birleşmeler sinerji etkisinden maksimum şekilde yararlanma olanağı sağlamaktadır (Gaughan, 2007).

Yatay birleşmelerin artması, ilgili sektördeki rekabetçi yapının bozulmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, yatay birleşmelerde en önemli risk birleşme sonucunda sektörde aşırı büyük şirketlerin oluşumuna sebebiyet verebilmesi nedeniyle rekabetin korunmasına ilişkin düzenlemelere takılmalarıdır. Bu tür birleşmelerin rekabet yapısı üzerinde negatif etkiler oluşturabilme olasılığı nedeni ile, düzenleyici otoriteler tarafından belirli düzenlemelere tabi tutulmaları sözkonusu olmaktadır (Sherman ve Hart, 2006:93-95).

**Dikey birleşmeler**, belli bir malın üretiminden satışına kadar birbirini izleyen aşamalarda faaliyet gösteren şirketlerin tek bir şirket bünyesinde birleşmesidir. Örneğin bir malın üreticisiyle satıcısı, dağıtıcısı, pazarlamacısı veya hammadde tedarikçisi arasında gerçekleştirilen birleşmeler bu türe girmektedir. Dikey birleşme ileriye ve geriye doğru olmak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir. Eğer bir şirket, ürettiği ürünün hammaddesinin üretiminden kendisine ulaşmasına kadar geçen evrelerde yer alan firmalarla birleşiyorsa “geriye yönelik”, ürettiği ürünün kendisinden çıkıp son kullanıcıya ulaşmaya kadar geçen evrelerde yer alan firmalarla birleşiyorsa da “ileriye yönelik” dikey birleşme sözkonusu olmaktadır. Bir başka ifadeyle dikey birleşmede birleşilen şirket ya kaynak sağlayıcıdır ya da müşterisidir (Sarıaslan ve Erol, 2008). Geriye yönelik dikey birleşmeler ile üretim için gereken hammaddelere aranılan kalitede ve miktarlarda hızlı bir şekilde ve daha düşük

maliyetle ulaşmak hedeflenmektedir. İleriye yönelik dikey birleşmelerde ise pazarlama ve satış faaliyetinin maksimum verimle, daha hızlı ve yaygın bir şekilde gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır.

***Karma birleşmeler ise***, bir firmanın kendi esas faaliyeti dışındaki bir sektörden bir firma ya da firmalarla birleşmesidir. Bir başka ifadeyle faaliyetleri açısından aralarında ilişki bulunmayan firmaların birleşmeleri karma birleşme olarak adlandırılmaktadır. Bu tür birleşmelerde teknoloji, üretim süreçleri ve pazarlar bakımından birbirleriyle ilişkisi bulunmayan şirketler bir araya gelerek faaliyet riskini en aza indirmektedirler. Dolayısıyla, karma birleşmeler ile riskin dağıtılması, yani yatırımların birbirleri ile ilgisiz alanlara yöneltilmesi sağlanmaktadır. Karma birleşmeler, ürün yelpazesini genişletme amacıyla farklı ürün üreten firmalar arasında yapılabileceği gibi, aynı ürünü üreten fakat farklı pazarlarda satan firmalar arasında da gerçekleştirilebilmektedir. Bu bağlamda, ilk durumda amaç üretim açısından çeşitlilik sağlamak iken, ikincisinde coğrafi piyasanın genişletilmesi olmaktadır.

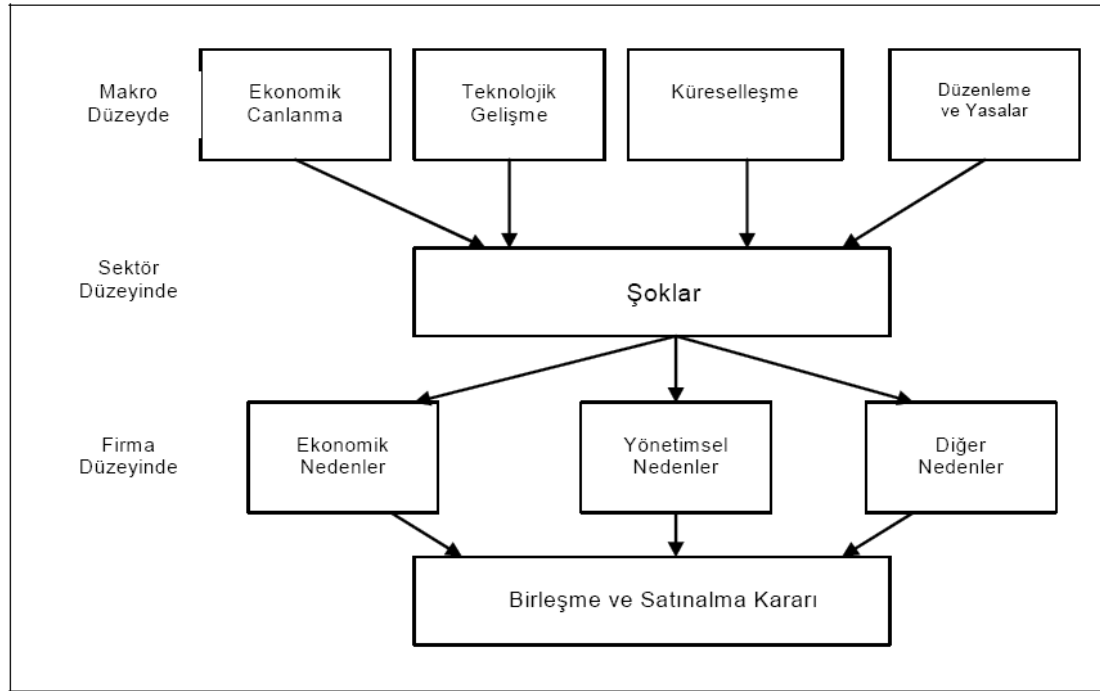
Birleşme türlerinin başarısı üzerine literatürde pek çok çalışma bulunmakta olup, yatay ve dikey birleşmelerin karma birleşmelere göre daha başarılı olduğu görülmektedir. Özellikle, yatay ve dikey birleşmeler faaliyet bütünlüğü içinde gerçekleştirildiğinden, bunlarda karma birleşmelere oranla daha fazla sinerji yaratılmaktadır. Ayrıca, yatay ve dikey birleşmelerde karma birleşmelerden farklı olarak faaliyet ve ölçek ekonomileri katkısı sağlanmaktadır.

## **1.2. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN NEDENLERİ**

Şirket birleşmelerinin tarihsel seyri incelendiğinde birleşme nedenlerinin dönemsel olarak farklılık gösterdiği görülmektedir. Örneğin, literatürde birinci dalga olarak isimlendirilen ve 1890'lı yıllarda başlayan birleşme dalgasında etken olan düşünce, rekabetin kaldırılması ya da azaltılması suretiyle monopolcü güce sahip olmaktır. Buna karşılık, 1920'li yıllarda başlayan ikinci dalga birleşmelerde temel amaç finansal sinerji elde etmek olmuştur. Günümüzde ise en önemli amaç, büyümeyi sürekli kılmak, istikrarı arttıracak güçlü bir pozisyona ulaşmak ve böylelikle firma değerini maksimize etmek olmaktadır (Martynova ve Renneboog, 2004:5-7).

Bir birleşme veya devralmanın temel sebebi değer maksimizasyonu olmakla birlikte, bu işlemlerin yapılmasına sebebiyet veren başka pek çok neden bulunmaktadır. Ancak her ne sebeple olursa olsun, birleşme ve devralmalara sebebiyet veren nedenleri araştırmak ve incelemek kolay olmamaktadır. Bu işlemlerin nedenleri genellikle birden fazla ve çok çeşitli olabilmektedir (Bruner, 2002). Birleşme ve devralama işlemlerine sebebiyet veren temel faktörler, bir diğer ifade ile bu işlemlerin motivasyon kaynakları, çok ve çeşitli olmasına rağmen aşağıda önemli olanları makro düzeyde, sektör düzeyinde ve firma düzeyinde olmak üzere üç boyutta sınıflandırılmıştır:

**Şekil 1: Birleşme Nedenleri**



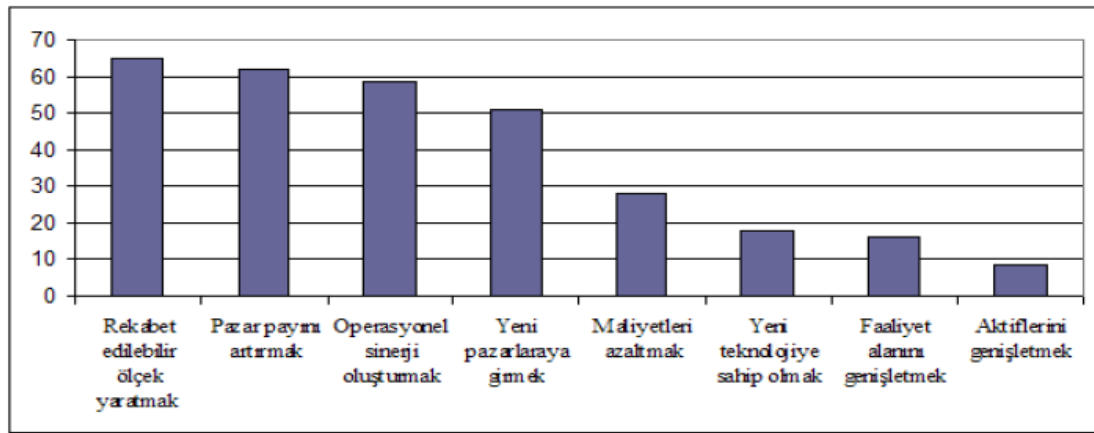
**Kaynak:** Yrkkö, J. A. 2002. *Mergers and Acquisitions- Reasons and Results*. The Research Institute of Finnish Economy. ETLA. Discussion Papers. No:792. s.25.

Şirket birleşmelerinde görünen ve görünmeyen nedenler olabilmektedir. Örneğin, piyasa gücünü artırma, ölçek ekonomilerini yakalama, serbest nakit akışlarının değerlendirilmesi, yeni ürün ve teknolojilere ulaşma, büyüme vb. nedenler görünür nedenler olarak öne çıkarken, finansal (borçlanma kapasitesinin artırılması, borçlanma maliyetinin düşürülmesi) ve yönetimsel nedenler (etkin olmayan yönetimin yeniden yapılandırılması, bazen de üst düzey yöneticilerin kişisel çıkarlarının ön plana çıkması) görünmeyen nedenler olarak dikkat çekmektedir. Teorik olarak, birleşme işlemi kamuya

açıklandığında ortaya konulan nedenlerin rasyonel olup olmadığı, kısa vadede (duyuru sonrası birkaç gün) hisse fiyatlarındaki değişimle ölçülebilirken, uzun dönemde devralma sonrası bütünleşik yapıdaki şirketin faaliyet performansı ile ölçülebilmektedir (Öztunalı, 2008).

Şirket birleşmelerinin temel nedenlerinden hangilerinin birleşmelerde öncelikli olduğunu tespit etmek için danışmanlık şirketleri tarafından önceden yapılmış birtakım çalışmalar bulunmaktadır. Watson Wyatt Worldwide şirketi, 2000 yılında 120'si Avrupa'da çeşitli endüstri kollarında faaliyet göstermek üzere dünya çapında 300 firma ile yaptığı çalışmada birleşme ve satın alma nedenlerini araştırmıştır. Bu araştırmaya göre birleşme nedenleri aşağıda verilmiştir:

**Şekil 2 Watson Wyatt'ın Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri**



*Kaynak: Mergers&Acquisitions Survey 2000, European Results of the Watson Wyatt Global M&A Survey, p.3.*

Şirket birleşmelerinin nedenleri konusunda bir başka büyük çaplı araştırma da KPMG tarafından yapılmıştır. KPMG'nin dünya çapında 107 firma üzerinde yaptığı çalışmada ortaya çıkan sonuçlara aşağıda yer verilmiştir:

**Şekil 3: KPMG'nin Araştırmasına Göre Birleşme ve Satın Alma Nedenleri**



*Kaynak: KPMG, Unlocking Shareholder Value: The Keys To Success, Mergers&Acquisitions A Global Research Report, Netherlands, 2000.*

Watson Wyatt'ın araştırması ile KPMG tarafından yapılan çalışma karşılaştırıldığında, pazar payını artırma, yeni pazarlara grime, yeni mal/hizmet/teknoloji elde etme ve maliyetleri düşürme amaçlarının her iki çalışmada ortak olduğu görülmektedir. Buradan, sözkonusu nedenlerin genel olarak birleşmelerin temel sebepleri olduğu anlaşılmaktadır.

Eskiden arz üzerinde kontrol sağlama gibi beceriler firmalar arası rekabetin en önemli unsuru iken, günümüzde serbestleşen piyasa ekonomileri ve firmaların artan bir hızla halka açılmaları, hisse değeri ve pazar payını artırmayı daha önemli hale getirmiştir. Bu nedenle günümüzde firma değerini artırma ve pazar payını artırma, şirket birleşme ve satın almalarının en önemli nedenleri arasına girmiştir (Martynova ve Renneboog, 2004).

Birleşme ve devralama işlemlerine sebebiyet veren temel faktörleri, bir diğer ifade ile bu işlemlerin motivasyon kaynaklarını; ekonomik nedenler, yönetsel nedenler ve teknik nedenler olmak üzere üç boyutta gruplandırmak mümkündür. Aşağıdaki tabloda her bir boyutta irdelenecek birleşme nedenlerine yer verilmiştir:

**Tablo 1: Birleşme Nedenleri**

<b>Ekonomik Nedenler</b>	<b>Yönetsel Nedenler</b>	<b>Teknik ve Diğer Nedenler</b>
1. Sinerji Yaratma a) Finansal Sinerji b) Faaliyet Sinerjisi - Ölçek Ekonomileri - Kapsam Ekonomileri	1. Yönetimde Etkinliğin Sağlanması	1. Teknik Nedenler
2. Büyüme	2. Yöneticilerin Kişisel Tercihleri	2. Yasal ve Politik Değişimler
3. Çeşitlendirme	3. Serbest Nakit Akışları Teorisi	3. Makroekonomik Değişimler
4. Rekabetin Azaltılması		4. Endüstri Şokları
5. Vergi Avantajlarından Yararlanma		5. Düşük Değerlenmiş Varlıkların Elde Edilmesi

### **1.2.1. Ekonomik Nedenler**

Şirket birleşmelerinin en önemli güdöleri arasında, ekonomik ve finansal kökenli nedenler yer almaktadır. Ekonomik ve/veya finansal kökenli nedenleri, sinerji yaratma, büyüme, çeşitlendirme, rekabetin azaltılması ve vergi avantajından yararlanma olarak sıralamak mümkündür.



**1. Sinerji Yaratma:** Şirket birleşmelerinin ekonomik açıdan anlamlı olması, birleşme sonucunda oluşan bütünleşik şirketin değerinin ve karlılığının, birleşme öncesinde ayrı ayrı şirket değeri ve karlılıkları toplamından daha fazla olmasına bağlı olmaktadır. Şirketler birleşme ile var olan kaynaklarını bir araya getirerek, ilk durumlarına göre daha fazla kaynağa sahip olabilmektedirler. Bu durum, “2 + 2 = 4” sonucundan daha fazlasını yaratmaktadır. Bu fazla, sinerji nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, sinerjiyi,  $2 + 2 > 4$  olarak ifade etmek mümkündür. Bir başka deyişle sinerji, bütünü ayrı ayrı parçalar toplamından fazla olmasıdır. Bu nedenle, birleşme kararında en kritik ölçü, sinerjinin varlığı veya yokluğu olmaktadır (Bernile ve Bauguess, 2010). Temel olarak birleşmelerde sinerji, yönetim giderlerinin azaltılması, dağıtım ağının etkin kullanılması, yeni pazarlara girilmesi veya ölçek ekonomilerinden yararlanma nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

Birleşmelerde sinerji etkisi genelde finansal ve faaliyet sinerjisi olarak ortaya çıkmaktadır. Birleşmenin türüne göre (yatay, dikey ve karma) oluşabilecek sinerji farklılaşmaktadır. Bu kapsamda, birleşme türleri ile ortaya çıkan sinerjiler arasındaki ilişkiler aşağıdaki tabloda özetlenmektedir:

**Şekil 4: Birleşme Türlerine Göre Sağlanan Sinerji**

<b>Yatay Birleşmeler</b>	<b>Dikey Birleşmeler</b>	<b>Karma Birleşmeler</b>
Finansal Sinerji	Finansal Sinerji	Finansal Sinerji
Faaliyet Sinerjisi	Faaliyet Sinerjisi	-
Piyasa Sinerjisi	-	-

**a) Finansal Sinerji:** Finansal sinerji, birleşmeden sonra oluşan şirketin finansal yapısında sağlanan iyileşme sonucu sermaye maliyetindeki düşme veya finansal kaldıraçtan yararlanmaya bağlı olarak özvarlık karlılığının yükselmesi olarak tanımlanmaktadır. Birleşmeye katılan şirketlerin nakit akışlarının birbirleriyle pozitif ilişki içinde olmaması, birleşme sonrası oluşan şirketin nakit akışlarındaki riski azaltmaktadır. Bu durum, kreditoörlere firmanın finansal riskinin azaldığını göstermektedir. Ayrıca, birleşme sonucu oluşan yeni şirketin mali yapısında, yönetim etkinliğinde ve karlılığında oluşacak iyileşmeler bu şirketin kredibilitesini artırmaktadır. Birleşmeye katılan şirketlerin nakit akışlarının birbiriyle pozitif korelasyona sahip olmaması ya daha düşük faiz oranları üzerinden veya birleşme öncesine göre daha yüksek miktarlarda borçlanabilmeyi

sağlamaktadır. Bu çerçevede, birleşik şirketin finansal riskinin azalması nedeniyle borçlanma maliyetinin düşmesi veya finansal kaldıraçtan yararlanmaya bağlı olarak özvarlık karlılığının yükselmesi sonucu finansal sinerji ortaya çıkmaktadır (DePamphilis, 2010).

Özellikle, hisse senetleri borsa veya herhangi bir organize piyasada işlem gören halka açık şirket/şirketlerle birleşilmesi, borçlanma maliyetinde önemli ölçüde düşüş sağlamaktadır. Çünkü, halka açık şirketlerin uymak zorunda oldukları yasal düzenlemeler ve düzenleyici otoritelerin denetim mekanizmaları, bu tip şirketlerin daha şeffaf yönetilmelerini sağlamakta, bu da sermaye ve para piyasalarından yararlanma olanaklarını artırmaktadır. Buna karşılık, halka kapalı işletmelerin dışarıdan kaynak sağlamaları hem güç hem de çok masraflı olmaktadır. Bu bağlamda halka kapalı şirketler, halka açık şirket çatısı altında birleşerek finansman sağlama sıkıntısından kurtulabilmektedirler. Diğer taraftan, halka açık şirketlerin ihraç ettiği borçlanma araçlarının kredibilitesi, kapalıların ihraç ettiklerine göre daha yüksek olmaktadır. Ayrıca, birleşik bir şirketin borçlanma limiti daha yüksek olmakta ve menkul kıymet ihraç masrafları da her bir işletmenin ayrı ayrı katlanacakları ihraç masrafından daha az olmaktadır. Bu durum, ihraç maliyetlerinde ölçek ekonomisi yaratarak sermaye maliyetini azaltabilmektedir (Damodaran, 2002:696).

Finansal sinerjiyi doğuran nedenlerden biri de birleşme sonucunda artan finansal kaldıraç etkisidir. Özellikle küçük şirketlerin borçla finansman sağlamakta bazı güçlükleri vardır. Bu nedenle borç/özsermaye oranları düşüktür. Ancak küçük şirketlerin büyüme kapasiteleri yüksek olduğundan gelecekte beklenen gelir yaratma potansiyelleri de yüksektir. Bu tip şirketlerin nakit akışları açısından daha düzenli bir eğilim gösteren ve yaşam döngüsünde olgunluk seviyesine ulaşmış şirketlerce devralınması sonucunda oluşan birleşik şirketin borçlanma kapasitesi daha yüksek olmaktadır. Daha fazla borçlanarak finansal kaldıraç etkisinden yararlanmak isteyen şirketlerin, borç/özsermaye oranı düşük bir şirket ile birleşerek borçlanma kapasitesini arttırabilmesi mümkün bulunmaktadır (Gaughan, 2007:133-135).

Birleşme sonucunda, finansal problemlerin en önemlilerinden biri olan işletme sermayesi yetersizliği de giderilebilmektedir. Özellikle hızlı büyüyen şirketlerin işletme sermayesi ihtiyaçları diğerlerine göre daha fazla olmaktadır. Şirketler nakit ihtiyaçlarını ya dağıtılmayan karlarla veya dışarıdan finansmanla gidermektedirler. Ancak, büyüme

aşamasında olan şirketlerin karlılığı az olacağından, bu şirketlerin giderek artan bir finansman ihtiyacı olmakta ve bu da borçlanma yolu ile giderilmeye çalışılmaktadır. Bu durum ise şirketi riskli hale getirmektedir. Bu durumda, faaliyet sürecinin olgunlaşma dönemini yaşayan ve serbest nakit akımları bulunan şirketlerle birleşme yoluna gitmek en uygun stratejik çözümdür (Damadoran, 2002:369).

**b) Faaliyet Sinerjisi:** Faaliyet sinerjisi, şirketlerin bir araya gelmesiyle, üretim kapasitesinin ve etkinliğinin artırılması şeklinde tanımlanabilir. Bu tarz sinerji yatay ya da dikey bir birleşme sonucunda gelirlerin artması veya maliyetlerin azalması biçiminde ortaya çıkmaktadır. Teori, bir endüstride yer alan şirketlerin birleşme öncesinde ölçek ekonomilerinin tam potansiyelinden daha az oranda faaliyette bulduklarını varsaymaktadır (Damodaran, 2002:695). Faaliyet sinerjisi, birleşecek şirketlerin ayrı ayrı gerçekleştirdikleri araştırma ve geliştirme, pazarlama ve yönetim faaliyetleri için katlandıkları giderleri birleşme sonrasında azaltabildikleri için oluşmaktadır. Faaliyet sinerjisi iki şekilde ortaya çıkmaktadır: ölçek ekonomileri (economies of scale) ve kapsam/alan ekonomileri (economies of scope).

**-Ölçek Ekonomileri:** Ölçek ekonomileri, işletmenin üretilen birim başına düşen sabit maliyetin üretim miktarındaki artış nedeniyle azalması, dolayısıyla verimlilikteki artışla ilgilidir. Özellikle üretim şirketlerindeki sabit giderlerin büyüklüğü kapasite kullanımının derecesine bağlı olarak birim üretim maliyetini etkilemektedir. Birleşmeden önce kapasitesini tam olarak kullanamayan bir şirket birleşme ile satış hacmini büyütebilmekte, buna bağlı olarak da üretim kapasitesini tam olarak kullanabilme imkanına kavuşabilmektedir. Böylece birim maliyetin düşmesi sağlanarak faaliyet sinerjisi yaratılabilmektedir (Sarıkamış, 2003:11).

Birleşme yoluyla ölçek ekonomilerinden yararlanma, genellikle yatay birleşmelerde görülmektedir. Yatay birleşme ile, şirketler pazar paylarının arttırılmasını ve rekabetin azaltılmasını sağlamanın yanı sıra, birleşilen şirketin makina ve teçhizatlarını da piyasadan daha ucuza mal edebilmektedir. Ayrıca hazır üretim tesisi devralmak suretiyle kapasite artırımı, tesisin baştan kurulmasına göre daha kısa sürede gerçekleşmektedir (Gaughan, 2007:127-129).

**-Kapsam/Alan Ekonomileri:** Faaliyet sinerjisi kapsam ekonomileri (economies of scope) yoluyla da ortaya çıkabilmektedir. Ölçek ekonomilerinde üretim kapasitesindeki artış birim başına düşen sabit maliyeti düşürerek karlılığı artırırken, kapsam ekonomilerinde ortak girdilerin birden fazla üretim hattında kullanılması yoluyla tasarruf sağlanmaktadır. Alan ekonomisi, ortak girdinin birden fazla ürünün üretiminde kullanılarak verimliliğin artırılmasıdır. Birleşme işlemiyle şirketlerin çakışan bazı fonksiyonları teke indirilerek, birleşme öncesi duruma göre aynı grup ürün üretilmesi için gerekli maliyetten daha düşük maliyetle üretim yapılabilmektedir.

Birleşme sonucunda üretim faaliyetinin yanısıra araştırma-geliştirme, pazarlama-dağıtım ve finansman faaliyetleri ile hammadde temini gibi faaliyetlerde de kapsam ekonomilerinin yakalanması mümkün olmaktadır. Özellikle yatay birleşmelerde büyüyen şirketin piyasadaki gücü artacağından pazarlama fonksiyonu daha etkili bir şekilde ifa edilebilir hale gelmektedir. Ayrıca, büyüme sayesinde işletmenin pazarlık gücü artmakta, bu da satın alma faaliyetinin etkinliğini arttırarak bazı girdilerin daha ucuza temin edilmesini mümkün kılmaktadır. Birleşme öncesi ayrı ayrı şirketlerce yürütülen bu faaliyetler tek elden yürütülmekte, kullanılmayan bölümler ayrıştırılabilmektedir (Bernile ve Bauguess, 2010). Bu kapsamda, örneğin finans kurumlarının birleşmesiyle, kredi bölümü, bireysel emeklilik bölümü, mevduat bölümü tek bir bilgi işlem merkezini kullanarak teknolojik yatırım maliyetlerini azaltmaktadırlar. Alan ekonomisine en iyi örnek olarak, kişisel bakım ürünü ve temizlik ürünleri satışında piyasa devlerinden biri olan Procter&Gamble'nin başarılı olduğu pazarlama tekniğini ilaç ve benzeri ürün alanında gerçekleştirdiği devralmalarda kullanarak ek bir maliyete katlanmadan aynı başarıyı elde etmesi gösterilebilir (Gaughan, 2007).

**2. Büyüme:** Günümüzde küreselleşme süreci de birleşme için önemli itici güçlerden biri haline gelmiştir. Küreselleşmenin olumsuz etkilerine en çok maruz kalan şirketler, küresel kriz dönemlerini içsel büyümeyle (elde edilen karı dağıtmayıp otofinansmanda kullanarak) veya dışsal büyümeyle (birleşme ve devralma yoluyla) aşmaya çalışmaktadırlar. Dışsal büyüme giden taraf her zaman devralan/satılan taraf olmamaktadır. Bazı durumlarda gönüllü olarak kendisinden daha büyük bir şirketin çatısı altında birleşmeye gitmek de kriz dönemlerinde çözüm yollarından biri haline gelmektedir. Bir işletmenin bağımsızlığını kaybetmek pahasına başka bir işletme ile birleşmesi, temel olarak işletmeler tarafından istenmeyen bir büyüme şekli olmaktadır. Bu nedenle, şirketler

öncelikle içsel büyümeyi tercih etmekte son çare olarak devrolma yoluna gitmektedirler. Bununla birlikte, devralan/satın alınan şirketler açısından belirli bir ölçek büyüklüğünden sonra içsel büyüme bir büyüme seçeneği olmaktan çıkmaktadır. Bu aşamadan sonra şirketler dışsal büyümeyi tercih etmekte ve en etkili dışsal büyüme stratejisi olan birleşmenin çeşitli avantajlarından yararlanma yoluna gitmektedirler (Bernile ve Bauguess, 2010).

Üretim kapasitesinin genişletilmesi, yeni üretim araçlarının ilavesi, iç büyümeye kıyasla mevcut firmanın satın alınması halinde daha ucuza sağlanabilmektedir. Satın alınacak firmanın piyasa değeri veya hisse senetlerinin borsa değeri söz konusu işletmenin yeni kurulma maliyetinden daha düşük olabilmektedir (Coyle, 2000).

Birleşme sonucunda, gelir sağlama kapasitesi önceden bilinen üretim araçları ve üretim teknolojisi elde edileceğinden risk, içsel büyümeye göre daha az olmaktadır. Aynı zamanda aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlerin birleşmeleri aralarındaki rekabeti ortadan kaldırmakta, bunun yerine fiyat ve üretim konularında birlikte hareket etmeyi mümkün kılmaktadır. Böylelikle piyasa üzerindeki kontrol iç büyümeye göre daha hızlı, fakat daha az riskli bir şekilde artırılmaktadır (Gaughan, 2007).

**3. Çeşitlendirme:** Çeşitlendirme, bir şirketin faaliyette bulunduğu sektörden farklı bir sektöre girerek büyümesi olarak tanımlanmaktadır. Çeşitlendirme, 1960'lı yıllarda görülen ve üçüncü birleşme dalgası olarak adlandırılan birleşmelerin itici gücü olarak ortaya çıkmıştır. Çeşitlendirmenin şirket birleşmelerine iyi bir neden olup olmadığı konusu pek çok eleştiriye maruz kalsa da, firmaların faaliyet risklerini dağıtmak amacıyla birden fazla ürüne veya sektöre giriş yapabilmelerine imkan sağlayan en önemli strateji olarak ön plana çıkmaktadır.

Farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerle birleşmenin iki önemli gerekçesi bulunmaktadır. Öncelikle, çeşitlendirme ile şirket kendi nakit akışları ile pozitif korelasyona sahip olmayan şirketlerle birleşerek finansal sinerji sağlamakta ve borçlanma maliyetini indirmektedir. İkincisi ise, birleşme ile riskin azaltılmasıdır. Çeşitlendirme sonucunda şirket karlarının daha istikrarlı olması ve firma riskinin azalması beklenmektedir. Şirket nakit akışlarının daha istikrarlı olması, çalışanlar, hissedarlar,

yatırımcılar, müşteriler ve en önemlisi de kreditorler için büyük önem taşımaktadır (DePamphilis, 2010:8).

Çeşitlendirmeye gidilmesindeki gerekçelerden bir diğeri de, faaliyet gösterilen endüstrinin olgunlaşma dönemine girmiş olması nedeniyle büyüme potansiyeli olan yeni sektörlerle girme ihtiyacı içinde olunmasıdır (DePamphilis, 2010:8). Diğer taraftan, satışları döngüsellik gösteren şirketler, gelirlerindeki bu dalgalanmayı istikrarlı hale getirebilmek amacıyla farklı dönemde mevsimsel dalgalanma yaşayan veya mevsimsellik göstermeyen bir faaliyet kolundaki şirketleri devralarak bu dalgalanmadan kurtulma yoluna gidebilmektedirler (Gaughan, 2007). Birleşmelerde çeşitlendirme ilgili veya ilgili olmayan sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerle birleşilerek gerçekleştirilebilmektedir. Aşağıda verilen ürün-pazar matrisinden de görüleceği üzere birleşmelerde çeşitlendirme;

- yeni ürün / mevcut pazar
- yeni ürün / yeni pazar
- mevcut ürün / yeni pazar

şeklinde olabilmektedir.

**Tablo 2: Ürün – Pazar Matrisi**

	<b>Mevcut Pazar</b>	<b>Yeni Pazar</b>
<b>Mevcut Ürün</b>	Düşük Büyüme\Düşük Risk	Yüksek Büyüme\ Yüksek Risk ( <i>ilişkili çeşitlendirme</i> )
<b>Yeni Ürün</b>	Yüksek Büyüme\Yüksek Risk ( <i>ilişkili çeşitlendirme</i> )	Düşük Büyüme\ Yüksek Risk ( <i>ilişkisiz çeşitlendirme</i> )

**Kaynak:** DePamphilis, D. M. 2010. *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*. Academic Press. Burlington, MA. Fifth Ed. s.8.

Şirketlerin çeşitlenmeye yönelmelerinde etkili olan bir başka neden de anti-tröst kanunların mevcut piyasalarda büyümeyi engellemesidir. Birçok ülkede rekabetin korunmasına yönelik olarak yasal düzenlemeler bulunmaktadır. Bu düzenlemeler özellikle faaliyette buldukları endüstri kolunda önemli büyüklükteki şirketleri aynı sektörden diğer şirketlerle birleşmelerine izin vermemektedir. Bunun nedeni büyük şirketlerin daha da büyüyerek monopol konumuna gelmelerini önlemektir (Bernile ve Bauguess, 2010).

**4. Rekabetin Azaltılması:** Şirket birleşmelerindeki bir başka neden de piyasa gücünün artırılmak istenmesidir. Özellikle, yatay birleşmelerde birleşme sonrası büyüyen şirketin piyasa gücünün artması beklenmektedir. Ancak, piyasa gücünün artması faaliyet

gösterilen endüstrinin yapısına ve birleşmeye katılan şirketlerin büyüklüğüne bağlı olmaktadır. İktisat teorisine göre endüstrilerde iki uç piyasa yapısı görülmektedir: tam rekabet piyasası ve monopol piyasa. Eğer birleşme tam rekabet piyasasında gerçekleşiyorsa, firmalar ne kadar büyük olurlarsa olsunlar fiyat üzerinde belirleyici olma özellikleri olmamaktadır. Buna karşılık, piyasada az sayıda firma faaliyet gösteriyorsa, birleşme ile sağlanacak büyüme önem kazanmaktadır. Çünkü böyle bir durumda büyüyen şirketin pazar gücü artmakta, fiyat belirleyici hale gelmektedir. Bu nedenle, aynı endüstri dalında faaliyet gösteren işletmeler arasında yapılacak birleşmeler rekabetin azaltılması açısından önemlidir. Birleşen işletmeler toplam arzın daha büyük bir kısmına sahip olmakta, dolayısıyla pazarda fiyat başta olmak üzere tüm satış koşullarına hakim duruma geçmektedirler. Bu durum, işletmelerin birleşme konusunda yasal düzenlemelerle en çok çatıştığı nedenlerin başında gelmektedir. Birçok ülkede ilgili kurumlar, birleşen işletmelerin, pazar yapısına rekabet açısından zarar vermemeleri için, bunları gözlem altına almış ve çeşitli yasal düzenlemelere tabi tutmuşlardır.

Ülkemizde de rekabetin korunması amacıyla, şirket birleşmelerinde Rekabet Kurumundan izin alınmaktadır. Bu bağlamda, Rekabet Kurumu 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun hükümlerine dayanarak şirket birleşmelerini incelemektedir. Bu Kanun ile mal ve hizmet piyasalarındaki rekabeti engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı anlaşma, karar ve uygulamaları ve piyasaya hâkim olan teşebbüslerin bu hâkimiyetlerini kötüye kullanmalarını önlemek, bunun için gerekli düzenleme ve denetlemeleri yaparak rekabetin korunmasını sağlamak amaçlanmıştır. Ayrıca, Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde mal ve hizmet piyasalarında faaliyet gösteren ya da bu piyasaları etkileyen her türlü teşebbüsün aralarında yaptığı rekabeti engelleyici, bozucu ve kısıtlayıcı anlaşma, uygulama ve kararlar ile piyasaya hâkim olan teşebbüslerin bu hâkimiyetlerini kötüye kullanmaları ve rekabeti önemli ölçüde azaltacak birleşme ve devralma niteliğindeki her türlü hukukî işlem ve davranışlar anılan Kanun kapsamında değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, Kanun'un 7'nci maddesinde yer alan; "*Bir ya da birden fazla teşebbüsün hâkim durum yaratmaya veya hâkim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır.*" hükmü ile mal

veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak işlemler yasaklanmıştır. Bu işlemlerin sınırı Kanun'a dayanılarak çıkarılan 2010/4 nolu "Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme Ve Devralmalar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir. Bu Tebliğe göre;

a) İşlem taraflarının Türkiye ciroları toplamının yüz milyon TL'yi ve işlem taraflarından en az ikisinin Türkiye cirolarının ayrı ayrı otuz milyon TL'yi veya

b) İşlem taraflarından birinin dünya cirosunun beş yüz milyon TL'yi ve diğer işlem taraflarından en az birinin Türkiye cirosunun beş milyon TL'yi,

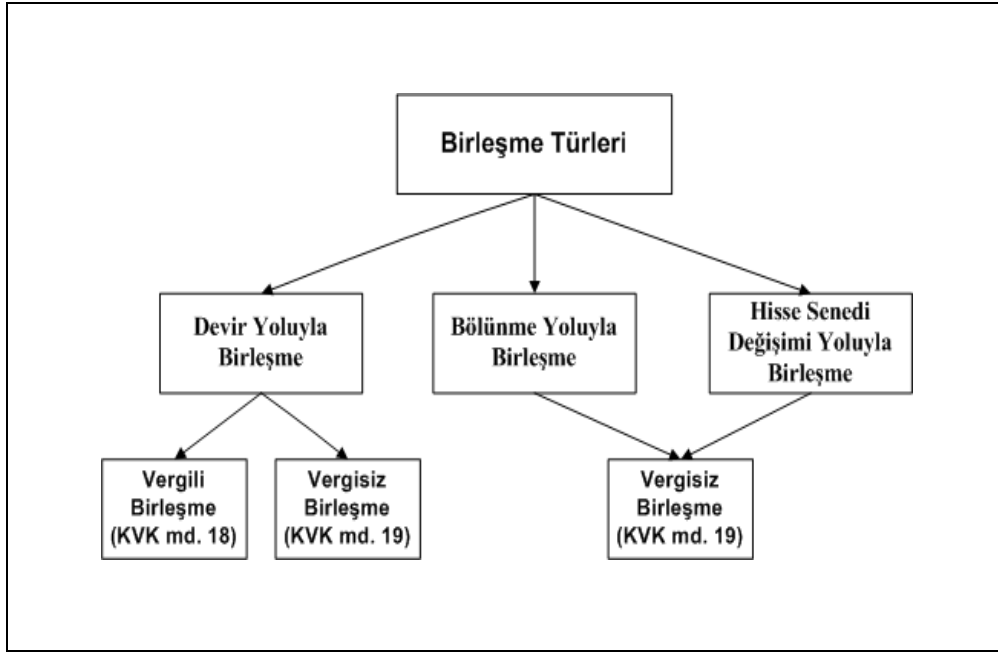
aşması halinde söz konusu işlemin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Rekabet Kurulu'ndan izin alınması zorunlu kılınmıştır. Rekabet Kurumu sözkonusu tutarları her iki yılda bir yenilemektedir.

**5. Vergi Avantajlarından Yararlanma:** Vergi açısından herhangi bir birleşme ya vergilendirilen ya da vergilendirilemeyen bir özellik göstermektedir. Vergilendirilme ve vergilendirilememe, birleşme işleminin ödeme şekline bağlı olmaktadır. Birleşme nakit karşılığı satın alma şeklinde yapılmışsa vergi doğmakta, diğer bir ifade ile satışın yapıldığı tarihte varlıkların satışı üzerinden bir sermaye kazancı ya da zararı oluşmaktadır. Birçok ülkede işletme birleşmelerinin teşviki amacıyla, vergi yasalarında düzenlemeye gidilmiştir. Sağlıklı ve güçlü işletmeler yaratma amaçlı bu girişimler, birleşme faaliyetlerini arttırmıştır. Birleşme, bu çerçevede hisse senetlerinin değişimi ile yapılmış ise, vergiden muaf kalmakta, nakit ya da borçla finanse edilmişse vergiye tabi olmaktadır (Weston ve Weaver, 2001:67). Amprik çalışmalar, birleşmelerde vergi avantajı güdüsü etkisinin yaklaşık %10 olduğunu göstermektedir. Aynı kaynağa göre, vergi avantajı güdüsü önemli bir neden gibi gözükse de, birleşmelerin temel nedeni olarak dikkate alınmamaktadır (Weston ve Weaver, 2001:71).

Benzer durum ülkemizdeki vergi mevzuatı açısından da geçerli olup, vergisel açıdan ülkemizdeki birleşmeler vergili ve vergisiz birleşme olarak iki kategoride incelenmektedir. Aşağıda vergisel açıdan ülkemizdeki birleşme işlemlerinin tasnifine yer verilmiştir:



## Şekil 5: Ülkemizde Vergisel Açıdan Birleşme Türleri



*Kaynak: Karapınar, A. 2006. Uluslararası Raporlama Standartlarına Göre İşletme Birleşmeleri. Ankara. Gazi Kitabevi.s.43.*

Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK)'nın 18. maddesinde; “*Bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme nedeniyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir. Ancak, birleşmede tasfiye kârı yerine birleşme kârı vergiye matrah olur. Tasfiye kârının tespiti hakkındaki hükümler, birleşme kârının tespitinde de geçerlidir...*” hükmü yer almakta olup, birleşmenin birleşen kurumlar için tasfiye hükmünde olduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla tasfiyede olduğu gibi infisah eden kurumların birleşme dönemine ilişkin kar/zarar tespiti yapmaları ve bunu beyan etmeleri istenmektedir. Birleşme sonucunda oluşacak kar için beyan zorunluluğu getirildiğinden, KVK'nın 18. maddesi hükmü çerçevesinde gerçekleştirilecek birleşmeler vergili birleşmeler olarak sınıflandırılmaktadır.

KVK'nın 19. maddesinde ise, belirli koşulların sağlanması durumunda birleşmenin tasfiye değil devir hükmünde sayılacağı kabul edilmiştir. Bu bağlamda, KVK'nın 19. maddesinde devir yoluyla birleşmeler için belirlenen koşullar şöyledir:

*“Bu Kanunun uygulanmasında aşağıdaki şartlar dahilinde gerçekleşen birleşmeler devir hükmündedir:*

a) Birleşme sonucunda infisah eden kurum ile birleşilen kurumun kanunî veya iş merkezlerinin Türkiye'de bulunması.

b) Münfesih kurumun devir tarihindeki bilânço değerlerinin, birleşilen kurum tarafından bir bütün halinde devralınması ve aynen bilânçosuna geçirilmesi.

(2) Kurumların yukarıdaki şartlar dahilinde tür değiştirmeleri de devir hükmündedir...”

Diğer taraftan, KVK'nın 20. maddesinde yer alan “Devirlerde, aşağıdaki şartlara uyulduğu takdirde, münfesih kurumun sadece devir tarihine kadar elde ettiği kazançlar vergilendirilir; birleşmeden doğan kârlar ise hesaplanmaz ve vergilendirilmez...” hükmü uyarınca belli koşullar sağlandığı takdirde devir niteliğindeki birleşmelerden doğan karların vergilendirilmeyeceği belirlenmiştir. Bu bağlamda, KVK'nın 19. maddesi kapsamına giren devir niteliğindeki birleşmelerin yine aynı Kanun'un 20. maddesi ile vergilendirilmeyeceği belirtilmektedir.

### 1.2.2. Yönetmel Nedenler

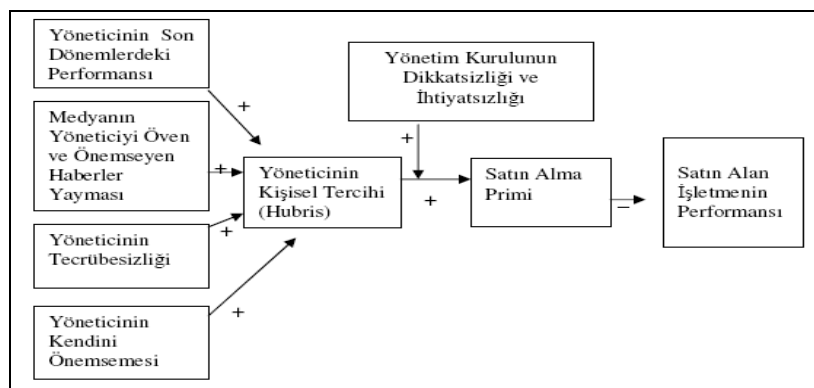
Şirket birleşmelerinde çatısı altında birleşilen şirketin uzman yönetici kadrosu varsa ve devrolan şirketler de böyle bir kadrodan yoksunsa yönetim sinerjisinden bahsedilebilmektedir. Büyüme potansiyeli olan bir sektörde faaliyet gösteren ancak yönetim zaafiyeti olan işletmeler bu nedenle hedef şirket durumuna gelebilmektedirler. Yönetimde etkinliğin sağlanması amacının dışında başka yönetsel faktörler de birleşmelerin nedeni olabilmektedir. Bu bağlamda, yönetimde etkinliğin sağlanması, yöneticilerin kişisel tercihleri ve serbest nakit akışları teorisi birleşmelerde yönetsel nedenler olarak öne çıkmaktadır.

**1. Yönetimde Etkinliğin Sağlanması:** Yönetim kadrosu etkin olmayan şirketlerin satın alınarak daha etkin bir yönetimin getirilmesi, birleşme nedenlerinden birisi olarak değerlendirilebilmektedir. Şirketlerde yönetsel etkinliği sağlamanın bir yolu maliyetlerin kısılması ve satışların artırılmasıdır. Bu durum, yönetsel becerileri iyi olan ve hedef şirketlerin kaynaklarını daha iyi yönetebileceğini düşünen şirketleri motive etmektedir. Yönetime ilişkin sebepler, özellikle özgün bir ürüne veya hizmete sahip olan ve hızlı bir biçimde büyüme gösteren ancak piyasada rekabet edebilmek için gerekli yönetsel deneyime ve bilgi birikimine sahip olmayan ufak şirketlere büyük şirketler

tarafından teklif yapılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ancak bu tip işlemler sonucunda küçük durumda olan şirketin yönetimi büyük tarafından değiştirilmekte ve bu işlemler genelde dostça bir devralma olarak nitelendirilmemektedir (Brealey ve Myers, 2003:933)

**2. Yöneticilerin Kişisel Tercihleri:** Yöneticilerin Kişisel Tercihleri Teorisi (Hubris Teorisi<sup>5</sup>) daha çok öneri veren işletme yönetiminin, hedef işletmeyi ele geçirmeyi gurur meselesi yapması veya kibirli davranması ile ilgilidir. Teori, birleşmelerde birinci nedenin ekonomik olmadığı, yöneticilerin “işletmeyi ele geçirmek” gibi kişisel gerekçelerinin daha önemli rol oynadığını öne sürmektedir. Bu nedenle yöneticiler hedef işletmeleri değerinden fazla bedel ödeyerek ele geçirebilmektedirler. Yapılan birçok çalışma, Hubris Teorisinin geçerli olduğu yönündedir. Hayward ve Hambrick tarafından 106 birleşme üzerinde yapılan bir çalışmada, birleşmelerde önerilen fiyata, işletmenin gerçek değerine ek olarak, yöneticinin ele geçirme isteğinden kaynaklanan bir tutarın eklendiği görülmüştür (Hayward ve Hambrick, 1997). Bu fiyata başka faktörleri de eklemek mümkündür. Şekil 7’de görüldüğü gibi bu faktörler, yöneticinin son dönemlerdeki performansı, medyanın yöneticiyi öven ve önemseyen haberler yayması, yöneticinin kendini önemsemesi ve tecrübesizliği şeklindedir (Gaughan, 2002:149). Bütün bu faktörlere yönetim kurulunun dikkatsizliği ve ihtiyatsızlığı eklenirse, satın almada geçerli olacak fiyat daha yüksek olmaktadır.

**Şekil 6: Yöneticilerin Kişisel Tercihleri (Hubris) Modeli**



**Kaynak:** Gaughan, P.A. 2005. *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It?* John Wiley&Sons, Inc. New Jersey, s.159.

<sup>5</sup> Hubris kelimesinin sözlük anlamı, sahip olan kişiye talihsiz bir durum yaratan (yok olma gibi), büyük, gereksiz ve sebepsiz onur olarak açıklanmaktadır. Hubris Teorisi işletme yöneticilerinin onur veya şerefleri için, duygusal olarak, kişisel istekleri sonucunda ve ortada geçerli bir neden yokken, gerçekleştirdikleri birleşmelerin açıklanmasında kullanılan bir teoridir.

Hubris teorisine göre, yöneticilerin kendilerini aşırı önemsemesi ve beğenmesi, yönetsel veya finans alanındaki yeteneklerini gösterme veya daha büyük bir şirketi yönetme arzusunu tetiklemekte, bu da şirket birleşme veya devralma kararında etkili olabilmektedir. Bunun yanısıra, şirket birleşmeleri ve devralmalarının diğer psikolojik nedenler arasında, yöneticilerin işletmenin devamını garanti altına alma kaygısı, şirketin/ürünün demode olma korkusu, büyümedikleri takdirde rakiplerince ezilecekleri kaygısı gibi psikolojik faktörler de yer almaktadır (Gaughan, 2005).

Yöneticiler, bazen de birleşme faaliyetini firma büyüklüğünü artırmak ve aslında hedef firma olma olasılığını azaltmak amacı ile de kullanabilmektedirler. Dolayısıyla, kimi durumlarda yöneticilerin birleşme faaliyetindeki ana amaçları kendi pozisyonlarının korunması olabilmektedir (Sharma ve Ho, 2002).

**3. Serbest Nakit Akışları Teorisi:** Şirket içinde, yeni yatırımların finansmanı için gerekli olanın dışındaki nakit akımlarına serbest nakit akımları denilmektedir. Şirket birleşmelerinin bir nedeni de şirkette bulunan serbest nakit akışlarının bu amaçla kullanılmak istenmesidir. Genellikle şirket yöneticilerinin tasarrufunda bulunan serbest nakit akışları, her zaman gerçekten değer yaratıcı projeler için kullanılmamaktadır. Bu durum şirket değerini azaltıcı etkiye yol açabilmekte ve aynı zamanda temsil probleminin maliyetini yükseltmektedir. Şirketteki nakdin hissedarlara dağıtılması, yöneticilerin serbestçe kullanabilecekleri kaynakları ve dolayısıyla bir anlamda güçlerini azaltmaktadır. Şirket içi kaynakların azalması, yöneticileri dış kaynaklara yönlendirmekte ve bu durum şirketi, kredi kuruluşlarının ve diğer sermaye piyasası oyuncularının yakın kontrolüne itmektedir. Bazı finansçılar bu nakdin, şirketin etkinliği ve değerinin maksimizasyonu için hissedarlara dağıtılması gerektiğini öne sürerken bazıları da şirket birleşmelerinde kullanılmasını, dolayısıyla ortaya çıkan temsil sorununun çözülmesini önermektedirler (Sharma ve Ho, 2002).

Birleşme, bir şirketin serbest nakit akımlarını değerlendirebileceği en iyi seçeneklerden biri olarak temsil sorununa çözüm getirmektedir. Çünkü şirket devralma veya satın alma yoluyla serbest nakdin değerlendirilmesi hem ortakların hem de yöneticilerin beklentilerine cevap verebilmektedir. Yöneticilerin kazancı, yönetimleri altındaki nakit akımlarının artmasıdır. Ortakların karı ise birleşmeden doğan sinerji ile

şirket değerinin artırılması ve serbest nakdin etkin kullanılmasıdır. Diğer taraftan, serbest nakit akımlarının bir başka yönü de, bu tür kaynaklara sahip bazı şirketleri, söz konusu fonlarını karlı alanlarda kullanamadıklarında, nakde ihtiyaç duyan başka şirketlerin hedefi konumuna getirmesidir (Gaughan, 2007).

### **1.2.3. Teknik ve Diğer Nedenler**

Teknik nedenler ile yasal veya politik değişimler de şirket birleşmelerinin önemli nedenleri arasında görülmektedir.

**1. Teknik Nedenler:** Yeni teknoloji ve know-how edinilmek istenmesi de şirket birleşmelerindeki itici güçlerden biri olmaktadır. Teknoloji geliştirmenin ve transfer etmenin güç olduğu durumlarda aranılan teknolojiye sahip olan firma ile birleşme, teknolojik ilerleme için en uygun çözüm yöntemi olmaktadır. Bir işletmenin teknik yeterliliğe sahip olması, üretimde istenilen kalitenin yakalanmasına yardımcı olmaktadır. İşletmelerin sahip oldukları teknoloji veya üst düzey araştırma geliştirme (AR-GE) olanakları, onları hem satın alan, hem de satın alınacak hedef şirket haline getirmektedir. Amaç sinerji yaratan teknolojilerin bir araya getirilmesidir (Machiraju, 2003:169).

Teknolojik faktörlerin etkisi özellikle finans sektöründe faaliyette bulunan şirketler üzerinde önemli olmaktadır. İletişim ve elektronik alanlarındaki gelişmeler finansal kesim üzerinde çok farklı etkiler yaratmış ve bankacılık, sigortacılık gibi alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin ürünleri giderek birbirlerine yaklaşmıştır. Bu gelişmeler başta bankalar ile sigorta şirketleri olmak üzere finansal sektörde meydana gelen birleşme ve devralmaların sayısında bir artışa yol açmıştır (Jyrki, 2002). Üretim sektörü açısından ise teknolojik gelişim üretim maliyetleri üzerinde veya yeni ürün geliştirme konusunda olumlu etkiye sahiptir. Teknik nedenlerle yapılan birleşmeler genellikle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler arasında görülmekte olup, teknik olarak güçlerin birleştirilmesi suretiyle üretim gücünün artırılması amaçlanmaktadır.

**2. Yasal ve Politik Değişimler:** Hükümetler bazı sektörlerin daha hızlı gelişmesini sağlamak amacıyla o sektörlerde piyasa işleyişindeki kontrolü kaldırmakta veya fiyat serbestisi sağlamaktadırlar. Bu amaçla da yeni yasal düzenlemeler yürürlüğe koymaktadırlar. Hükümetlerin bu şekildeki politikaları, ilgili endüstrilere yeni şirket

girişlerini artırdığı gibi sektörde halihazırda faaliyet gösteren şirketleri de daha fazla kar elde etmek amacıyla veya artan rekabete karşı ayakta kalabilmek amacıyla kapasite artırımı için motive etmektedir. Sektördeki değişimden maksimum faydayı sağlayanlar genellikle bu gibi değişimlere hızlı bir şekilde adapte olan işletmeler olmaktadır. Bu noktada şirketler en hızlı büyüme şekli olan birleşme yolunu seçmektedirler. Bu nedenle yasal çerçevesinde değişim olan endüstrilerde yoğun olarak şirket birleşmeleri görülmektedir (DePamphilis, 2010:9-10).

**3. Makroekonomik Değişimler:** Ekonominin iyiye gittiği dönemlerde genel olarak hızlı büyüme görülürken, kötüye gittiği dönemlerde küçülme yaşanmaktadır. Makroekonomide yaşanan bu döngüsel durum firmaların büyüme stratejilerini etkilemektedir. Genel ekonomik şartların iyi olduğu dönemlerde şirketler büyümek amacıyla birleşme alternatifini seçmektedirler (Martynova ve Renneboog, 2004).

**4. Endüstri Şokları:** Şirketleri birleşmeye iten bir diğer nedende, faaliyette buldukları endüstride yeni bir teknolojik gelişimin olması, yeni dağıtım ağlarının oluşması, ikame ürünlerin ortaya çıkması veya endüstride kullanılan temel hammadde fiyatlarındaki aşırı düşüş nedeniyle yüksek kar marjlarının oluşması gibi endüstri şoklarının yaşanması olabilmektedir. Sektörlerde yaşanan bu gibi şoklar şirketler için önemli çevresel değişimler yaratmaktadır. Hükümetlerin politika değişikliklerinde olduğu gibi sektörde yaşanan bu gibi şoklardan maksimum faydayı sağlayanlar genellikle bu gibi değişimlere hızlı bir şekilde uyum sağlayan işletmeler olmaktadır (Martynova ve Renneboog, 2004).

**5. Düşük Değerlenmiş Varlıkların Elde Edilmesi:** Hisse senetlerinin piyasa fiyatı olması gerekenden düşük kalan gelişme potansiyeli taşıyan firmaların hisselerinin serbest nakdi bulunan şirketler tarafından toplanması suretiyle ele geçirmelerin olması da birleşmelerde bir diğer etken olmaktadır (DePamphilis, 2010:11).

### **1.3. BİRLEŞMELERDE DEĞERLEME VE BİRLEŞME YÖNTEMLERİ**

Uluslararası finans literatüründe “merger”, “acquisition”, “consolidation” ve “takeover” kavramlarının içerikleri, Türkçede kullanılan “şirket birleşmesi” ve “devralma” kavramlarına karşılık gelmekle birlikte, söz konusu kavramların sınırları çok net olmadığı

için birbirleri yerine kullanılabilirler. Birleşme ve satın almalar literatürde genel bir ifade olarak birlikte kullanılmaktadır. Sözkonusu kavramsal kargaşa bir yana bırakılıp, şirket birleşmelerine daha üst bir çerçeveden bakıldığında ise şirket birleşmelerinin karakteristik özellikleri bakımından temelde iki ana grup altında toplandığı görülmektedir: 1. Birleşme ve devralmalar, 2. Satınalmalar.

Genel olarak birleşme ve devralmalarda, iki ya da daha fazla sayıda şirketin, yasal varlıklarını yitirerek, tek bir şirket çatısı altında bir araya gelmeleri sözkonusu olmaktadır. Bu noktada, çatısı altında birleşilen şirketin yeni kurulan bir şirket olması durumunda yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme “merger” gerçekleşirken, bir araya gelen şirketlerden bir tanesinin varlığını sürdürüp diğer şirketlerin yasal varlıklarını yitirerek bu şirket çatısı altına girmeleri durumunda devralma yoluyla birleşme “acquisition” gerçekleşmektedir. Diğer taraftan, satın almalar yoluyla gerçekleşen birleşmelerde, bir işletmenin mal varlığı ya da ortaklık paylarının tümünün veya bir kısmının, başka bir işletme tarafından satın alınarak ele geçirilmesi sözkonusu olmaktadır. Satın alma türleri satın almanın amacına göre farklılaşabilmekte olup, özelleştirme kapsamında satın alma, borçlanarak satın alma, aleni pay alım teklifi yoluyla satın alma (çağrı yoluyla pay toplama) gibi şekillerde olabilmektedir. Gerek devralmalar ve gerekse satın almalar sonucunda şirket birleşmesi sonucu doğmaktadır.

Devralma yoluyla gerçekleştirilen birleşmelerde devralınan şirketin ortaklarına hisse senedinden başka nakit veya borçlanma aracı vererek ödeme mümkün olmakla birlikte, yaygın olarak görülen durum devralan şirketin sermayesini temsil eden hisse senetleri ile ödeme yapılmasıdır. Bunun için devralan ortaklık, hedef şirkete verilecek payların tutarı kadar sermaye artırımına gitmektedir. Satın almalarda ise yaygın olarak görülen nakit ödeme olmakla birlikte diğer ödeme yöntemleri de uygulanabilmektedir.

Devralma veya yeni ortaklık kurulması yoluyla gerçekleştirilen birleşmelerde, ya yeni bir ortaklık veyahut da mevcut bir ortaklık çatısı altında toplanma sözkonusu olduğundan, bütünleşik şirkete adil bir şekilde sahip olunabilmesi için birleşme oranının doğru tespit edilmesi son derece önemli olmaktadır. Her ne şekilde olursa olsun (devralma veya yeni ortaklık kurulması) birleşme sonrası oluşacak şirketin sermayesinin hakkaniyetli bir oranda paylaşılması, birleşme oranının, dolayısıyla birleşmeye taraf şirketlerin değerlerinin doğru tespit edilmesine bağlı olmaktadır. Benzer şekilde satın alma sonucu

birleşmelerde de, hedef şirketin mal varlığının bir kısmı veya tamamı ya da hisse senetleri satın alındığından, hedef şirketin değerinin doğru tespit edilmesi büyük önem taşımaktadır.

Değerlemede işletme değerine etki eden faktörlerin tümü nicel değildir. Özellikle konu birleşme nedeniyle değerlendirme olduğunda, niteliksel faktörlerin de en az niceliksel olanlar kadar değerlendirilmede önem taşıdığı gözlenmektedir. İşletme değerine etki eden niteliksel faktörlerin önemi bilinmekle birlikte, rakamsal olarak ifade edilmesinin zorluğundan dolayı özvarlık değerlemesinde dikkate alınması mümkün olamamaktadır. Örneğin, şirketleri birleşmeye iten en önemli güdülerin bazıları yetenekli bir yönetime sahip olma, gerekli teknik ve araştırma kadrosuna sahip olma, rekabet gücünü ve pazar payını artırma, sını haklardan ve üretim konusundaki deneyimlerden faydalanma ve organizasyonun saygınlığını artırma olarak sayılabilir ki, bu güdüler diğer güdülere göre sayısal olarak ortaya konulması güç hedeflerdir. Bu bağlamda, birleşme ve devralmalarda işletme değerinin tespiti, nicel değişkenlerin (nakit akımları, büyüme oranı, piyasa fiyatı ve/veya defter değeri vb.) yanısıra yukarıda sayılan nitel değişkenlerin değerini de içereceğinden son derece karmaşık bir yapıya bürünmektedir (Aydın, 2004:194).

### **1.3.1. Değerleme Yöntemleri**

Yukarıda sayılan nedenlerden dolayı birleşme/devralma ya da satın alma işlemlerinde şirket değerlemesi hayati öneme sahiptir. Genel olarak şirket değerlemesinde çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Şirket değerlemesinde kullanılan yöntemler bu yaklaşımların biri veya birkaçının bileşiminden oluşmaktadır. Literatürde şirket değerlemesindeki yaklaşımların sınıflandırılması konusunda bir uzlaşma olmadığı görülmektedir. Damadoran'a (2002:11-13) göre değerlendirme yöntemleri indirgenmiş nakit akışı, koşullu hak değerlendirme ve karşılaştırmalı değerlendirme yaklaşımları altında sınıflandırılırken, Fernandez (2007) bilanço bazlı, gelir tablosu bazlı, şerefîye (karma) bazlı ve nakit akışı bazlı yaklaşımlar olarak, Sarıkamış (2003) tarihsel verilere dayalı ve bugünkü değere dayalı yaklaşımlar olarak, Yazıcı (1997) maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımları olarak sınıflandırmıştır. Şirket değerlendirme yaklaşımlarının tasniflendirilmesi konusunda yaşanan bu karmaşaya karşılık, değerlendirme yöntemlerinde neredeyse tam bir görüş birliğinin hakim olduğu gözlenmektedir. Bu bağlamda, doktrinde genel olarak kabul gören değerlendirme yöntemlerini defter değeri yöntemi, düzeltilmiş defter değeri yöntemi,



yerine koyma değeri yöntemi, tasfiye değeri, kazanç çarpanları yöntemi, defter değeri ve yerine koyma çarpanları, gelir çarpanları yöntemi, indirgenmiş kar payı yöntemi, özsermayeye serbest nakit akışları, şirkete olan serbest nakit akışları, piyasa kapitalizasyonu yöntemi, ekspertiz değeri yöntemi, piyasa değeri/defter değeri yöntemi olarak sıralamak mümkündür. Şirket değerlemesinde kullanılan bu yöntemler değerlendirme yaklaşımlarının birer alt açılımı olmaktadır.

Bu kapsamda, değerlendirme yaklaşımları ve şirket değerlendirme yöntemleri çalışmamızda aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi sınıflandırılarak açıklanmaya çalışılmıştır:

**Tablo 3: Birleşmelerde Kullanılan Değerleme Yöntemleri**

<b>MUHASEBE TEMELLİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI</b>	<b>KARŞILAŞTIRMALI DEĞERLEME YAKLAŞIMI</b>	<b>NAKİT AKIŞI BAZLI DEĞERLEME YAKLAŞIMI</b>	<b>PIYASA BAZLI DEĞERLEME YAKLAŞIMI</b>
1. Defter değeri yöntemi	1. Kazanç Çarpanları Yöntemi (F/K Oranı)	1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	1. Piyasa kapitalizasyonu yöntemi
2. Düzeltilmiş defter değeri yöntemi	2. Defter Değeri ve Yerine Koyma Değeri Çarpanları (PD/DD Oranı)	2. İskonto Edilmiş Temettü Yöntemi	2. Ekspertiz değeri yöntemi
3. Yerine koyma değeri yöntemi	3. Gelir Çarpanları Yöntemi (Fiyat/Satışlar)	3. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları	3. İşleyen teşebbüs değeri yöntemi
4. Tasfiye Değeri		4. Firmaya Serbest Nakit Akımları	

Genel olarak doktrinde kabul gören değerlendirme yaklaşımları kapsamında yer alan değerlendirme yöntemlerinden şirket birleşme ve devralmalarında yaygın olarak kullanılanlara aşağıda özetle yer verilmektedir:

### **1.3.1.1. Muhasebe Temelli Değerleme Yaklaşımı**

Muhasebe temelli değerlendirme yaklaşımı, şirket değerini temel olarak bilançoya dayandırmaktadır. Bu yaklaşıma göre şirketin değeri varlıklarının değerine göre belirlenmektedir. Bu nedenle, bu yaklaşım kapsamındaki değerlendirme yöntemleri geleneksel yöntemlerdir. Muhasebe temelli şirket değerlendirme yaklaşımındaki değerlendirme yöntemleri şirketin gelecekteki büyüme ve gelişme potansiyeli, paranın zaman değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörün özellikleri, sahip olduğu nitelikli iş gücü, yüksek teknoloji, vb. faktörleri değerlemede dikkate almaması nedeniyle statik bir yapıya sahiptir (Fernandez, 2007:4).

**1.Defter Değeri Yöntemi:** Bu yöntem bir firmanın değerini belirlemede kullanılan en basit hesaplama şeklidir. Bu yöntemde göre bir işletmenin bilançosundaki toplam aktif değerinden tüm borçları düşürülerek işletmenin değeri tespit edilmektedir. Formüle edilecek olursa;

$$\text{Defter değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Toplam Borçlar}$$

şeklinde bilanço verilerine göre tespit edilir (Sarıaslan ve Erol, 2008). Muhasebe verileri kullanıldığı için, muhasebe değeri yöntemi de denilmektedir. Şirketin gelecekteki büyüme ve gelişme potansiyeli, paranın zaman değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörün özellikleri, sahip olduğu nitelikli iş gücü, marka, patent gibi gayri maddi hakları değerlemede dikkate almaması nedeniyle statik bir yapıya sahiptir (Fernandez, 2007:4). Ülkemizde halka açık anonim ortaklıklar tarafından gerçekleştirilen birleşmelerin düzenlendiği SPK'nın Seri:I, No:31 sayılı Tebliğ'de bu yöntem "öz kaynak" yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Tebliğ<sup>6</sup> göre birleşecek şirketler tarafından hangi yöntem seçilirse seçilsin mutlaka "öz kaynak yöntemi" ile de değer tespitinin yapılarak uzman kuruluş raporunda ve bilirkişi raporunda bu yöntemde göre yapılan hesaplamalara kıyaslama amacıyla yer verilmesi zorunlu tutulmuştur.

**2. Düzeltilmiş Defter Değeri:** Defter değeri yukarıda da belirtildiği üzere şirketin gerçek değerine ilişkin bilgi sağlamakta yetersiz kalmaktadır. Defter değeri tarihi maliyete göre hesaplanmaktadır. Bu nedenle şirketin bilançosunda yer alan varlıklar üzerinde düzeltmeye gidilerek cari değerlerinin bulunması gerekmektedir. Bu bağlamda, düzeltilmiş defter değeri, varlıkların piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek miktardan borçlarının piyasa değeri düşüldükten sonra bulunan değeri ifade etmektedir. Düzeltilmiş defter değeri yöntemine net aktif değer yöntemi de denilmektedir. Düzeltilmiş defter değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Düzeltilmiş Defter Değeri} = \frac{\text{Şirket Aktiflerinin}}{\text{Piyasa Değeri}} - \frac{\text{Şirket Borçlarının}}{\text{Piyasa Değeri}}$$

Bu yöntemde, şirketin maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının gerçeğe uygun değeri bulunur, sonra da borçların piyasa değeri varlıkların toplam değerinden çıkarılır. Elde edilen sonuç özsermayenin gerçeğe uygun değeridir. Bu değerleme yöntemi defter

<sup>6</sup> Halka açık ortaklıkların gerçekleştirecekleri birleşmelerin tabi olduğu SPK'nın Seri:I, No:31 sayılı Tebliğine ilişkin detay açıklamalara çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yer verilmektedir.

değeri yöntemindeki eksiklikleri ortadan kaldırmayı hedeflemektedir (Sipahi vd., 2011: 115-116). Ülkemizde halka açık anonim ortaklıklar tarafından gerçekleştirilen birleşmelerin düzenlendiği SPK'nın Seri:I, No:31 sayılı Tebliğinde bu yöntem “rayiç değer yöntemi” olarak adlandırılmakta olup, rayiç değer tespitinde maddi duran varlıkların mutlaka SPK tarafından listeye alınmış değerlendirme şirketlerince ekspertizinin yapılması zorunlu tutulmuştur. Dolayısıyla, esasen halka açık şirketlerin birleşmelerinde Tebliğ'deki ifadesiyle “rayiç değer yöntemi” kullanılması durumunda ekspertiz değerinin de bulunması gerekmektedir. Bu açıdan ekspertiz değeri yöntemi, rayiç değer tespitinde bir araç olmaktadır.

**3. Yerine Koyma Değeri Yöntemi:** Değerlemesi yapılacak bir işletmenin mevcut üretim kapasitesi ile bugün için yeniden inşa edilmesi ve kurulması halinde ne kadar harcamaya gereksinim duyulacağı esasına dayanan bir yöntemdir. Bu esastan hareketle, arsasından, binalarına ve tüm üretim araç ve gereçlerine kadar mevcut üretim tesisini bugün yeniden kurmak için ihtiyaç duyulan kaynak miktarının toplamı firmanın değeri olarak kabul edilmektedir. Bu yöntem şirketin yalnızca fiziki değerini yansıttığı için, yani şirketin insan faktörü, deneyimleri ve peştemaliyesi (goodwill) gibi maddi olmayan değerlerini yansıtmadığından fazla cazip değildir (Sarıslan ve Erol, 2008:415).

### **1.3.1.2. Karşılaştırmalı Değerleme Yaklaşımı**

Karşılaştırmalı değerlendirme yaklaşımının temelindeki düşünce, bir şirketin değerinin piyasadaki ve genellikle aynı sektördeki benzer şirketler referans gösterilerek belirlenmesidir. Bu yaklaşımda karşılaştırma genellikle belirli çarpanlar esas alınarak yapılmaktadır. Değerlemede çarpanların ve karşılaştırılabilir şirketlerin kullanımı indirgenmiş nakit akımları (İNA) yaklaşımına göre daha az zaman ve kaynak gerektirmektedir. Ayrıca bu yöntem İNA yaklaşımına göre daha az varsayım gerektirmesi sebebiyle de daha yaygın bir kullanım alanı bulmuştur. Ancak, bu yaklaşım risk, büyüme ve potansiyel nakit akımlarını ihmal ettiği için, piyasalar yükseliş eğilimindeyken aşırı değerlemeye, düşüşlerde ise daha düşük değerlemeye sebebiyet verdiği için eleştirilmektedir. Ayrıca, değerlendirme kullanılan çarpanların analistler tarafından subjektif bir şekilde seçilebilmesi ihtimali de bir diğer eleştiri noktasını oluşturmaktadır. Karşılaştırmalı değerlendirme yaklaşımında, karşılaştırılacak şirketlerin seçimi oldukça

önemlidir. Karşılaştırılacak şirketlerin, değerlemesi yapılacak şirket ile benzer risk, büyüklüğe ve büyüme potansiyeline sahip olmasına dikkat edilmektedir. Uygulamada karşılaştırılabilir şirket olarak genellikle değerlemesi yapılan şirketin faaliyette bulunduğu sektörde yer alan benzer büyüklükteki şirketler kabul edilir ve bunlara ait çarpanların ortalaması ile karşılaştırma yapılır (Sipahi vd., 2011: 93-94). Gerçek değerlemede amaç nakit akımları büyüme ve risk faktörleri doğrultusunda olması gereken değeri tespit etmek ve buna göre olması gerekenin altında fiyatlanmış varlıkları ortaya çıkarmaktır. Karşılaştırmalı değerlemede ise birbirine benzer varlıkların piyasa tarafından değerlendirilmesinde nasıl fiyatlandırıldığı göreceli ilişkisi içinde ucuz yada pahalı varlıkların bulunması olarak nitelendirilebilir. Bu nedenle, sadece çarpanlara dayalı değerlendirme asla yapılmamalı ve hiçbir zaman bütün yoğunluk bu yöntemlere ve sonuçlarına verilmemelidir. Bu yöntemlerin ikincil olarak ve daha çok karşılaştırma amacıyla kullanılması faydalıdır (Üreten ve Ercan, 2000:122).

**1. Kazanç Çarpanları (F/K oranı) Yöntemi:** Kazanç çarpanlarıyla değerlemede şirketler muhasebe kazançlarıyla belirlenen bir çarpana dayanarak değerlendirilmektedir. Fiyat/Kazanç (F/K) oranı en yaygın kullanılan çarpan olmakla birlikte, literatürde, ([fiyat-kazanç oranı]/beklenen büyüme), (fiyat/gelecekteki kazanç) veya (şirket değeri/Faiz Vergi Öncesi Kar (FVÖK)) çarpanları da şirket değerinin tespitinde kullanılmaktadır (Sipahi vd., 2011). **Fiyat/ Kazanç** oranını, işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net karına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren bir oran olarak veya hisse senedi için ödenen bedelin hisse başına kazancın kaç katı olduğunu gösteren bir oran olarak tanımlamak mümkündür. Başka bir açıdan ise, Fiyat/Kazanç oranı bir şirket hissesinin piyasada oluşan fiyatının hisse başına elde edilen net kar miktarına (veya şirket piyasa kapitalizasyon değerinin şirketin vergi sonrası net karına) oranıdır. Örneğin, hisse senetleri borsada 24 TL'ye satılan bir şirketin yıllık net karı 30.000.000 TL ve mevcut sermayesini temsil eden pay sayısı da 10.000.000 adet ise F/K oranı şöyle hesaplanacaktır:

$$\text{Hisse senedi başına kar} = \text{Yıllık net kar} / \text{hisse sayısı} = 30.000.000/10.000.000 = 3\text{TL}$$

$$\text{F/K} = \text{Hisse senedi satış fiyatı/hisse başına kar} = 24 / 3 = 8 \text{ kat}$$

olarak bulunmaktadır. Bunun anlamı şirketin bir birimlik (1 TL'lik) karına yatırımcılar 8 kat fiyat vermektedir. Bunun nedeni hisse elde tutulduğu sürece değerinin artacağı beklentisidir. Dolayısıyla bir şirketin F/K oranı ne kadar yüksekse piyasanın atfettiği ya da

beklediği değeri de o kadar yüksek demektir (Sarıaslan ve Erol, 2007:414). O halde F/K oranını kullanarak tahmin edilecek yıllık hisse başına kar miktarından hareketle hisse senetleri piyasada işlem gören bir şirketin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$F/K = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Net Kar}$$

$$\text{Şirket Değeri} = (\text{Sektörün Ort. F/K Oranı veya Şirketin F/K oranı}) * (\text{Şirketin Yıllık Net Karı})$$

F/K oranı yöntemi, etkin sermaye piyasası varsayımı altında, piyasa değerinin firmanın gerçek değerini yansıtması ve değerler değerleme yapan kişilere bağlı olmaksızın daha objektif bir şekilde bulunması sebebiyle tercih edilmektedir. Ayrıca, F/K oranı ile değer tespitinin halka açık olmayan firmalara da uygulanabilmesi<sup>7</sup> bu yöntemin yaygın kullanılmasını sağlayan en önemli nedenlerdendir (Yazıcı, 1997:46).

**2. Defter Değeri ve Yerine Koyma Değeri Çarpanları Yöntemi:** Muhasebe kayıtlarına dayanan defter değeri ve varlıkların yerine koyma maliyetlerini esas alan çarpanların değerlendirilmesinde kullanılması sözkonusu olabilmektedir. Bu bağlamda, bu çarpanlardan en sık kullanılanı **piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranıdır**. PD/DD oranı, hisse senedinin piyasa değerinin hisse senedinin defter değerine bölünmesi ile bulunmaktadır. Bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri olarak, borsa veya organize olmuş diğer piyasalarda işlem görme fiyatı alınmaktadır. Şirketin hisse senedinin defter değeri ise, bilançodaki özkaynaklar toplam tutarının şirketin sermayesini temsil eden pay sayısına bölünmesi ile bulunan değerdir. Bu yöntemde şirket değeri, PD/DD oranı ile şirketin defter değerinin (özsermaye tutarının) çarpılması suretiyle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörün Ortalama PD/DD} * \text{Şirketin Defter Değeri (Özsermaye)}$$

Bu yöntemin zayıf noktası, her şirketin kendine özgü özelliklerinin olması ve her şirketin varlıklarını aynı verimlilikte kullanamamasıdır. Ayrıca, PD/DD oranının o sektörde faaliyette bulunan diğer firmalara kıyasla yüksek olması, fiyat şişkinliğinin bir göstergesi

<sup>7</sup> Aynı sektörde faaliyet gösteren ancak hisse senetleri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin F/K oranı ortalaması ile değerlendirilecek halka kapalı şirketin yıllık net karı çarpılmak suretiyle F/K oranı ile değerlendirilme yöntemi halka kapalı şirketlere de uygulanabilmektedir.

olarak değerlendirilebilir (Yazıcı, 1997). Ayrıca, bu yöntem özkaynaklar toplamı negatif olan şirketler için anlamlı değildir (Sipahi vd., 2011:106). Diğer taraftan, bu yöntemde forward kontratlar, swap anlaşmaları ve futures pozisyonları gibi finansal unsurların gözardı edilmesi ve hedef şirketin karlılık doğuran faaliyetlerinin değerlemeye katılmaması gibi hususlar yöntemin eleştirilen noktalarıdır (İçke, 2007:79).

**3. Gelir Çarpanları Yöntemi:** Kar elde etmeyen şirketler için kazanç çarpanlarının kullanılabilmesi söz konusu değildir. Bu doğrultuda, bir alternatif olarak gelir ya da satış çarpanları, şirketin yarattığı gelirlere bağlı olarak şirketin toplam değerinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Gelir çarpanları finansal sıkıntı içerisinde olan ya da yeni kurulmuş şirketler açısından bile oldukça anlamlı ölçütler olarak kabul edilmektedir. Gelir çarpanları, amortisman, stoklar, araştırma ve geliştirme harcamalarının muhasebeleştirilmesi konusundaki farklılıklardan etkilenmez. Bunun yanında, gelir çarpanları, kazanç çarpanları kadar değişken bir yapı sergilememektedir. Gelir çarpanlarını kullanarak farklı sektörlerde faaliyet gösteren ve farklı muhasebe sistemlerine sahip şirketleri karşılaştırmak, kazanç ya da defter değerine dayalı çarpanlara göre daha kolay olmaktadır. Gelir çarpanı olarak *fiyat/satışlar (F/S)* oranı yaygın olarak kullanılmaktadır. Oran, şirketin cari piyasa fiyatının son 12 aylık dönem hisse başına satış gelirine bölünmesiyle ya da toplam piyasa değerinin yıllık satış tutarına bölünmesiyle bulunur. Sonuçta bu çarpan şirketin gelirleri için piyasanın ne kadar ödeme yapmaya istekli olduğunu gösterir. F/S oranı bir şirketin satışları ile özsermayesinin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır (Sipahi vd., 2011: 109).

### 1.3.1.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı

İndirgenmiş nakit akımlarıyla (İNA) değerlendirme yaklaşımı, bir şirketin değerinin o şirketin gelecekte sahip olacağı nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu varsayımını kabul etmektedir. Bu yaklaşıma göre şirket değeri, yaratılacak nakit akımlarına, bunların elde edilme zamanına ve bu akımların bugünkü değere indirgemedede kullanılacak iskonto oranına bağlı olmaktadır. Bu yaklaşım kapsamındaki değerlendirme yöntemlerinde nakit akımları olarak temettü ödemeleri veya şirketin serbest nakit akımları alınabilmektedir. Nakit akımlarının tahmin dönemi ise genellikle 5 ila 10 yıllık bir zaman aralığını kapsamaktadır. İskonto oranı olarak da genellikle değerlendirilecek şirketin

özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Bu yaklaşıma göre yapılan değerlemeler şirketin gelecekteki nakit yaratma potansiyelini ortaya koyması ve şirketin yatırım ve finansman politikalarının etkilerini içermesi sebebiyle firma değerini en gerçekçi yansıtan yaklaşımlardan biridir. Ne var ki, diğer yaklaşımlara göre daha çok veriye ve varsayıma dayanması ise eleştirilen yönleridir (Damadoran, 2002).

**1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA):** İNA yönteminde şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilmekte ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunmaktadır. İNA yöntemi uygulamada en yaygın kullanılan yöntemdir. Çünkü piyasa açısından bir finansal varlığın değeri, o finansal varlıktan gelecekte beklenen net nakit akımlarının bugüne indirgenmesiyle bulunan değeridir. Bu bakımdan, diğer pekçok değerlendirme modeli yetersiz kabul edilmekte ve İNA yöntemi ile desteklenerek kullanılmaktadır. Bir değerlendirme yöntemi olarak genel kabul gören ve yaygın kullanılan indirgenmiş net nakit akımı yöntemi genel olarak, bir işletmenin gelecekteki satış ve maliyet kalemlerine dayalı olarak tahmin edilen ve net nakit akımlarının işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle indirgenerek net bugünkü değerinin hesaplanması biçiminde aşağıdaki aşamaları izler (Sariaslan ve Erol, 2008):

a) *Nakit girişlerinin tahmin edilmesi:* Nakit girişlerinin hesaplanmasının başlangıç noktası satışların tahmini ile başlamaktadır. Satış tahminlerinde dikkat edilmesi gerekli temel noktalar, firma satışlarının sektördeki satışlardan hızlı büyüyüp büyümediği ve firmanın bu büyüme için gerekli kaynaklarının olup olmadığıdır. Satışlardaki büyüme hükümetlerin ekonomik kalkınma planları çerçevesinde en az 5 yıllık bir projeksiyon dönemi için tahmin edilir.

b) *Nakit çıkışlarının tahmin edilmesi:* Nakit çıkışlarını hesaplamının başlangıç noktasını satılacak mallar maliyetinin bulunması oluşturur. Firmanın amortisman ve faiz giderlerinin hesaplanması diğer önemli iki unsuru oluşturmaktadır. Bu bağlamda nakit çıkışları;

$$\text{Nakit çıkışları} = (\text{Üretim maliyetleri} + \text{Faiz Giderleri} + \text{Amortisman Giderleri})$$

olarak hesaplanmaktadır. Böylece temel nakit giriş ve çıkışları tahmin edildikten sonra işletmenin tabi olduğu kurumlar vergisi oranına (v) göre firmanın yıllık net karı aşağıdaki gibi tahmin dönemindeki tüm yıllar için ayrı ayrı hesaplanmaktadır:

$$\text{Net Kar} = (\text{Satış geliri} - \text{Üretim Maliyetleri} - \text{Faiz Giderleri} - \text{Amortisman Giderleri}) * (1-v)$$

c) *Nakit akımının belirlenmesi*: Yukarıda açıklanan çerçevede değerlendirme konusu firmanın öngörülen dönem için yıllara göre vergi sonrası net karı tahmin edildikten sonra, net nakit akımları yıl bazında aşağıdaki gibi belirlenmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2008):

$$\text{Net Nakit Akımı} = (\text{Net Kar} + \text{Amortismanlar} + / - \text{Net İşletme Sermayesi Değişimi} - \text{Net Yatırımlar}) = A_t$$

d) *Sermaye maliyetinin hesaplanması*: İNA yönteminde, kullanılan iskonto oranının belirlenmesi önemli ve sorunlu bir husustur. İskonto oranı, Menkul Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAMP) yöntemi veya Arbitraj Fiyatlama Modeli (Arbitrage Pricing Model-APM) kullanılarak tespit edilebilir. Bu yöntemlerin kullanılmasında bazı kısıtlamalar olduğundan, iskonto oranının tespiti; ülkedeki genel faiz oranı, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı risk, ortakların veya potansiyel ortakların firmadan bekledikleri en düşük kar oranı, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin marjinal sermaye maliyeti, benzer sektörlerdeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti dikkate alınarak yapılmaktadır. İskonto oranı, kullanılan bütün kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetinden oluşmaktadır (Yazıcı, 1997:48):

$$i = i_d * (1-v) * W_d + i_p * W_p + i_s * W_s$$

Formüldeki;

- i : Ortalama sermaye maliyeti
- $i_d$  : Borçlanma maliyeti oranı (borç faiz oranı),
- v : Vergi oranı,
- $W_d$  : Borçlanmanın sermaye içindeki oranı,
- $i_p$  : İmtiyazlı hisse senedi maliyeti oranı,
- $W_p$  : İmtiyazlı hisse senedinin sermaye içindeki oranı,
- $i_s$  : Adi hisse senedi maliyeti,
- $W_s$  : Adi hisse senedinin sermaye içindeki oranı

ifade etmektedir.



e) *Net nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması*: İskonto oranı da tahmin edildikten sonra, indirgenmiş nakit akımları aşağıdaki gibi bulunmaktadır (Yazıcı, 1997:34);

$$\dot{I}NA = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}$$

Formüldeki;

- $A_t$  : t'inci yıldaki net nakit akımı (hurda değer son yıla gelir olarak eklenir),  
n : Nakit akımları tahmininde kullanılan süre (yıl),  
i : İskonto oranını<sup>8</sup>

ifade etmektedir.

f) *Firma toplam değerinin hesaplanması*: Bilindiği üzere yukarıda hesaplanan net nakit akımlarının bugünkü değeri yalnızca firmanın tahmin dönemi boyunca sağlayacağı net nakit akımlarının bugünkü değeridir. Dolayısıyla firmanın bu dönemden sonra geriye kalan mevcut varlıklarının değerini kapsamamaktadır. O halde firmanın toplam değerini tahmin etmek için firmanın geriye kalan, yani değerlendirme için alınan tahmin döneminden sonra arta kalan *artık değerinin (terminal value)* bugünkü değerinin de hesaplanması gerekmektedir. Artık değeri hesaplamak için iki değişik yöntemden faydalanılabilmektedir.

Bunlardan ilki, tahmin döneminin sonunda da net nakit akışının sürekli olacağını varsayarak, *sürekli getiri (perpetuity)* değerini bulmada kullanılan yöntemi kullanmaktır. Buna göre artık değer (Sariaslan ve Erol, 2008:421);

$$\text{Artık Değer} = (A_{n+1}) / i$$

olacaktır.

---

<sup>8</sup> İskonto oranı, yatırımdan beklenen asgari karlılık oranı olabileceği gibi, proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilmektedir.

İkinci yöntem ise Gordon'un Sabit Büyüme Modeli'dir. Bu modele göre, uzun dönemde ekonomide beklenen büyüme hızına eşit olan "g" oranında sabit bir büyüme kabul edilir. Uygulamada en yaygın kullanılan bu modele göre de artık değer;

$$\text{Artık Değer} = (A_{n+1}) / (i - g)$$

biçiminde hesaplanmaktadır. Buradan firmanın toplam değeri;

$$\text{INA'ya Göre Firmanın Toplam Değeri} = \frac{\text{Net Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri}}{\text{Bugünkü Değeri}} + \frac{\text{Artık Değerin Bugünkü Değeri}}{\text{Bugünkü Değeri}}$$

olarak hesaplanmaktadır.

**2. İskonto Edilmiş Temettü Yöntemi:** Hisse senedi yatırımcıları iki tip getiri elde etmektedirler. Bunlardan ilki elde tutma süresi içinde alınan temettüler, diğeri ise hisse senedinin alış fiyatı ile satış fiyatı arasındaki olumlu fark olan sermaye kazancıdır. Temettü iskonto modelinde hisse senedinin beklenen değeri, senedin sonsuza kadar elde tutulacağı varsayımı altında elde edilecek temettülerin bugünkü değerleri toplamı olarak belirlenmektedir:

$$\text{Hisse Senedinin Beklenen Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{(\text{Div}_t)}{(1+k_e)^t}$$

Formülasyonda;

$\text{Div}_t$  = Beklenen temettü değerini,

$k_e$  = Özsermaye maliyetini

ifade etmektedir.

Model bugünkü değer kuralına dayanmakta olup, hisse senedinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının (temettülerin) hisse senedinin risk durumuna uygun bir faiz oranı (sermaye maliyeti) ile indirgenerek bulunan bugünkü değerleri toplamı hisse senedinin bugünkü değerini vermektedir. Yukarıda yer alan formülasyondan da görüleceği üzere, temettü iskonto modelinde iki değişken bulunmaktadır: "*beklenen temettü değeri*" ve "*özsermaye maliyeti*". *Beklenen temettü değerini* bulabilmek için dönem karının büyüme hızı ve kar dağıtım oranı hakkında çeşitli varsayımlar yapılması gerekmektedir.

*Özsermaye maliyeti ise*, bir diğer ifadeyle hisse senedinin beklenen getiri oranı, hisse senedinin taşıdığı riske bağlı olarak belirlenmektedir. Hisse senedinin riski farklı modellerde farklı şekillerde belirlenmektedir<sup>9</sup> (Damadoran, 2002: 322).

Temettü iskonto modeli zamana göre değişen iskonto oranlarına adapte edilebilecek esnek bir modeldir. Temettü iskonto modelinde temel varsayım yukarıda da belirtildiği üzere sonsuza dek temettü alınmasıdır. Ancak, sonsuza dek alınacak temettülerin tutarına ilişkin olarak tahmin yapmanın mümkün olmaması nedeniyle, firmanın gelecekteki büyüme hızına ilişkin olarak farklı varsayımlar yapılarak temettü iskonto modelinin çeşitli versiyonları geliştirilmiştir: sıfır büyüme modeli, sabit (Gordon) büyüme modeli ve iki aşamalı büyüme modeli (323-330):

*Sıfır büyüme modelinde*, şirketin büyüme oranının hiç değişmeyeceği ve sonsuza dek sabit tutarda kar payı dağıtacağı varsayılmaktadır. Bu yöntemle göre hisse değeri aşağıdaki gibi bulunmaktadır.

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = D_0 / k_e$$

Yukarıdaki ifadede;

$D_0$  : Hisse başına sabit kar payını

$K_e$  : Özsermaye maliyetini

ifade etmektedir.

*Gordon Büyüme Modeli*, sabit hızla büyüyen ve sonsuza dek aynı oranda temettü vereceği varsayılan firmaların hisse senetlerinin değerlendirilmesinde kullanılmaktadır. Bu modele göre hisse senedinin değeri;

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \frac{\text{Div}_1}{k_e - g}$$

---

<sup>9</sup> Örneğin, Varlıkları Fiyatlama Modelinde (Capital Asset Pricing Model=CAPM) piyasa riskini gösteren beta ( $\beta$ ) ile hisse senedinin taşıdığı risk belirlenirken, çoklu faktör ve arbitraj modellerinde ise faktör betaları ile belirlenmektedir

$Div_1$  = Birinci yılın sonunda alınacak temettü

$k_e$  = Hisse senedinin beklenen getiri oranı

$g$  = Büyüme oranı(hızı) ifade etmektedir.

*İki Aşamalı Temettü İskonto Modeli*, iki aşamalı büyümeyi hesaba katmaktadır; sabit büyüme oranının olmadığı başlangıç aşaması (bu aşamaya sıra dışı büyüme dönemi de denilebilmektedir) ve uzun dönemde büyüme oranının sabit kalması beklenen denge aşaması (bu aşamaya büyüme oranının değişmediği sabit dönem de denilebilmektedir). Bu modele göre hisse senedinin değeri;

$$\text{Hisse Senedi Değeri} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Div_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})^n}$$

Burada  $P_n$ 'in açılımı;

$$P_n = \frac{Div_{t+1}}{(k_{e,st} - g_n)}$$

olarak ifade edilmektedir. Formülde,

$Div_t$  = t yıl boyunca alınacak hisse başına temettü

$k_e$  = Özsermaye maliyetin, (hg:yüksek büyüme dönemi, st: sabit büyüme dönemi)

$P_n$  = n yıl sonra hissenin fiyatını

$g$  = İlk n yıldaki sıradışı büyüme oranını

$g_n$  = n'inci yıldan sonra sonsuza dek sürecek sabit büyüme oranını

ifade etmektedir. İndirgenmiş kar payı yöntemi, şirket değerlemesinin özel bir biçimidir. İndirgenmiş kar payı ile şirket değerlemesi yönteminde, yukarıda açıklanan (sıfır büyüme, sabit büyüme ve değişken büyümeye göre) modellere göre bulunan hisse senedi değerlerinin şirketin sermayesini temsil eden pay sayısı ile çarpılması ile şirket değeri bulunmaktadır. Bulunan değer yatırımcıların şirketten gelecekte elde etmeyi düşündükleri tüm temettülerin bugünkü değerini yansıttığı için oldukça gerçekçi bir değer olmaktadır. Ancak, temettü iskonto modeline göre değerlemelerin bazı eleştirilen noktaları

bulunmaktadır. Örneğin, Gordon Sabit Büyüme Modeli hisse senedi değerlemesinde basit ve kullanışlı bir model olmakla birlikte, büyüme oranının belirlenmesine ilişkin unsurlara son derece duyarlıdır. Büyüme oranının yanlış belirlenmesi hatalı sonuçların elde edilmesine neden olmaktadır. İki aşamalı temettü iskonto modelinde ise en önemli sorun sıra dışı büyüme döneminin uzunluğunun belirlenmesidir. Sıra dışı büyüme döneminden sonra büyüme oranının düşmesi beklendiği için sıra dışı büyüme dönemi uzadıkça hisse senedinin değeri artacaktır. Bir başka sorun, başlangıç döneminde büyüme oranının yüksek olması ve başlangıç dönemi sonunda bir anda durgunluk dönemindeki düşük seviyeye düşecek olması varsayımına ilişkindir. Yüksek büyüme oranından düşük olan durgunluk dönemi büyüme oranına geçişin aniden olmasını varsaymak yerine, bu geçişin zaman içinde ve yavaş yavaş gerçekleşmesini beklemek daha gerçekçi görünmektedir. Bu modelde temettülere odaklanmak, yüksek tutarda temettü ödeyebilecekken ödemeyen firmaların değerlerinin tahmin edilmesinde çarpıklıklara yol açabilmektedir. Bu nedenle özellikle, çok az nakit temettü dağıtan ve elde ettiği geliri firma içinde bırakan şirketlerin değeri olması gerektiğinden daha düşük tahmin edilmektedir (Damadoran, 2002:324-345).

**3. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları:** Çoğu şirket, kar payı ödemelerinde tutarlılık sağlanması, gelecek yatırım ihtiyaçları, vergi etkisi ve yönetimin kendi çıkarları gibi nedenlerle ödeyebileceği kar payı tutarından daha az bir tutarı kar payı olarak ödemektedir. Diğer bir deyişle, şirketlerin ödeyebilecekleri kar payları özsermaye sahiplerinin aldıkları kar paylarından çok farklıdır. Bu durumda şirketi indirgenmiş kar payları değerlendirme yöntemi ile değerlemek şirketin düşük değerlendirilmesine yol açabilmektedir. İskonto edilmiş temettü yönteminde sermayedarın şirketin nakdi üzerindeki talep hakkı dikkate alınmadığından, yüksek tutarlarda nakde sahip şirketler gerçek değerlerinin altında değerlendirilmektedir. Bu sebeple, iskonto edilmiş temettü yöntemine alternatif olarak özsermayeye serbest nakit akımlarına (*Free Cash Flow to Equity- FCFE*) göre değerlendirme yöntemi geliştirilmiştir. Özsermayeye serbest nakit akımlarını, şirket ortaklarının şirketin her türlü yükümlülüklerinin karşılanmasından sonra kalan nakit akımlarından aldıkları paylar olarak tanımlamak mümkündür. Özsermayeye serbest nakit akımları aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir (Sipahi vd., 2011:82-83):

$$\begin{aligned} \text{FCFE} &= \text{Net Kar} \\ &+ \text{Amortismanlar} \\ &- \text{Sermaye Harcamaları} \end{aligned}$$

- Nakit Olmayan İşletme Sermayesindeki Değişim
- Anapara Geri Ödemeleri
- + Yeni Borçlar

Bulunan bu serbest nakit akımları, firmanın bilançosunun pasifinde özsermaye penceresinden bakılarak özsermaye sahiplerinin sonsuza kadar elde edeceği nakit akımlarını ifade etmektedir. Bunların bugünkü değere indirgenmesinde de hissedarların beklediği getiri oranı, başka bir ifadeyle özsermaye maliyeti kullanılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:342). Özsermayeye olan serbest nakit akımları yöntemi de iskonto edilmiş temettü modellerinde olduğu gibi farklı büyüme varsayımlarına göre çeşitlendirilerek firma değeri bulunmaktadır.

**4. Firmaya Serbest Nakit Akımları:** Firmaya serbest nakit akımları (Free Cash Flows to Firm-FCFF), şirkete borç verenlere ve özsermaye sahiplerine, bir başka deyişle şirkete sermaye sağlayan tüm taraflara kalan nakit akımlarını temsil etmektedir. FCFF yöntemi ile şirket değerinin tespitinde şirket bir bütün olarak değerlendirilmektedir. Özsermaye sahipleri ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları tahmin edilmekte, bunların bugünkü değerleri ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmakta ve bu değerden şirketin finansal borçlarının bugünkü değeri çıkarılarak özsermayenin ya da şirketin olması gereken değeri bulunmaktadır (Sipahi vd., 2011:87). FCFF yönteminde iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılmasının nedeni, hesaplanan nakit akımlarının tüm kaynak sahiplerine olan nakit akımları olmasıdır. Bu yöntem ile hesaplanan özsermaye değeri, eğer firma halka açıksa toplam hisse senedi sayısına bölünerek elde edilen fiyatla piyasa fiyatı karşılaştırılarak yorumlanmaktadır. Eğer firma halka kapalıysa, bu durumda bu yöntem ile bulunan hisse fiyatı önerilen alış/satış fiyatıyla karşılaştırılarak yorumlanmaktadır. Firmaya serbest nakit akımları hesaplaması özsermayeye serbest nakit akımlarından hareketle aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:348):

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{FCFE} \\ &+ \text{Faiz Giderleri} * (1 - \text{Vergi Oranı}) \\ &+ \text{Anapara Geri Ödemeleri} \\ &- \text{Yeni Borçlar} \\ &+ \text{İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payları.} \end{aligned}$$

Yukarıda yer alan modelde hissedarlar, borç verenler ve imtiyazlı hissedarlar dahil olacak şekilde firmanın tüm yatırımcıları için nakit akımları dikkate alınmaktadır. FCFF yönteminde firma değerine bilançosunun pasifi penceresinden bakılmakta olup, firma değeri şu şekilde hesaplanmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:349):

$$\text{Firma Değeri} = \frac{\text{FCFF}_1}{(\text{WACC} - g_n)}$$

Formülde,

FCFF = Değerleme yapılan yıldan sonraki yıla ait firmaya serbest nakit akım tutarını,

WACC = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,

$g_n$  = sonsuza kadar sabit büyüme oranını,

ifade etmektedir. Eğer firma n. Yıldan sonra sabit büyümeye geçmekte ise firma değeri aşağıdaki gibi bulunmaktadır:

$t=n$	$\text{FCFF}_t$	$\text{FCFF}_{n+1}$	1
Firma Değeri = $\sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}}{(\text{WACC} - g_n)} * \frac{1}{(1 + \text{WACC})^n}$			

#### 1.3.1.4. Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımına göre, piyasadaki yatırımcıların varlık için biçtikleri değer varlığın değerini oluşturur. Bunun için de, işleyen bir piyasanın ve varlıkların mübadelesinin yapılması gereklidir. Değerlemeye tabi tutulacak varlığın benzerlerinin piyasa fiyatı mevcutsa, piyasa yaklaşımı iyi bir gösterge teşkil etmektedir (Yazıcı, 1999). Şirket birleşmeleri dikkate alındığında, piyasa yaklaşımında genellikle hisse senedi fiyatı baz alınarak şirket değeri bulunmaktadır. Bu nedenle, birleşmeye taraf şirketlerin hisse senetlerinin teşkilatlanmış piyasalarda oluşan fiyatlarının mevcut olup olmaması bu yaklaşımda önemli olmaktadır.

**1. Piyasa Kapitalizasyonu Yöntemi:** Hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin piyasa değeri ile hisse adedinin çarpımıyla bulunan değer piyasa kapitalizasyon değeridir. Genellikle borsa fiyatı üzerinden birleşmelerde kullanılmaktadır.

**2. Ekspertiz Değeri:** Ekspert, bilgi ve uzmanlığı nedeniyle görüşüne başvurulmuş kişidir. Ekspertler tarafından varlıkların rayiç değerlerinin tespitiyle bulunan değer ekspertiz değeridir. Başka bir ifade ile ekspertiz değeri, bir şirketin sabit varlıklarının piyasa fiyatları ile elden çıkarılması halinde elde edilecek değerdir. Bu yöntem piyasa durumunu, ürünleri veya yönetimin becerilerini dikkate almaz. Varlık satışı söz konusu olduğunda bu yöntem kullanılmaktadır. Ekspertiz değeri değerlendirme yöntemi olarak sayılmakla birlikte esas itibarıyla, bu değer bir değerlendirme yönteminden ziyade değerlendirme yöntemlerinde kullanılan bir araçtır (Yazıcı, 1999:55).

**3. İşleyen Teşebbüs Değeri:** Bu yöntemde göre bir şirketin fiziki varlıklarının piyasa değerine ek olarak, insan kaynaklarının niteliği, piyasa gücü, müşteri portföyü, tedarikçi ve dağıtıcılar ile geliştirdiği ilişki, bir iş organizasyonu (örgütlemesi) olarak yönetim, işçi-işveren ve çevre ilişkileri konusundasağladığı uyum gibi pek çok sosyo-ekonomik faktörün birlikte oluşturduğu bir gayrimaddi değeri de vardır. Böylece faaliyette bulunan bir firmanın gerçek değeri, maddi (aktifler) ve maddi olmayan varlıklarının bir bütün halinde oluşturduğu *işleyen teşebbüs değeri (going –concern-value)* olmaktadır. Dolayısıyla işleyen teşebbüs değerine göre bir işletmenin bir bütün olarak değeri, işletmenin ayrı ayrı varlıklarının değerlerinin toplamından daha büyüktür. Yani işleyen teşebbüsün ya da işletmenin bir sinerji etkisi oluşmakta ve bu etkiye göre, bütünün değeri parçaların ayrı ayrı değerlerinin toplamından daha fazla olmaktadır. Pekçok sosyo-ekonomik faktörü içeren işleyen teşebbüs değeri hem defter değerinden, hem de düzeltilmiş aktif değerinden fazla olmaktadır. Bu fazlalık, yani işletmenin gayrimaddi varlıklarının değer farkı, uygulamada genellikle peştemaliye( goodwill) olarak adlandırılmaktadır. Bu bağlamda işleyen teşebbüs değeri;

$$\text{İşleyen teşebbüs değeri} = \text{Düzeltilmiş Defter Değeri} + \text{Peştemaliye}$$

olarak ifade edilmektedir (Sariaslan ve Erol, 2008:415-416). Fernandez'e göre (2007) de, peştemaliye değeri esas alınarak şirket değerinin tespitinin diğer değerlemelere göre daha



gerçekçi sonuçlar verdiği öne sürülmektedir. Fernandez hatta goodwill içeren yöntemleri ayrı bir değerlendirme yaklaşımı olarak kabul etmiştir. Ona göre goodwill yaklaşımı karma yaklaşım olarak kabul edilmiş, bir tarafta şirket varlıklarının statik değerlemesi yapılırken diğer tarafta şirketin gelecekte nakit yaratma potansiyelinin ölçüsü olan gayrimaddi varlıklarının değerlendirilmesi yapılarak şirketin toplam değerine ulaşılmaktadır (Fernandez, 2007:10-11).

### **1.3.2. Birleşme Yöntemleri**

Yukarıda açıklanan değerlendirme yöntemlerinin doğru uygulanması, şirket birleşme ve satın almalarının adil değerlerin tespit edilmesi ve birleşmelerin hakkaniyetli bir şekilde gerçekleştirilmesi için hayati öneme sahiptir. Çünkü birleşmelerde, birleşmeye taraf olacak şirketlerin ortaklarının birleşmeden sonra oluşacak şirket sermayesinde hangi payda ortak olacağı veya hedef şirket ortaklarına devredecekleri paylar karşılığında yapılacak ödemenin tutarı bu değerler kullanılarak bulunacak adil değere/birleşme oranına bağlı bulunmaktadır.

Birleşmelerin hakkaniyetli bir şekilde gerçekleştirilmesini teminen farklı ülkelerde farklı birleşme yöntemlerinin uygulandığı görülmektedir. Birleşme yöntemleri açısından Amerika Birleşik Devletleri (**ABD**) **uygulamasına** bakıldığında, 1983 yılından itibaren uzun yıllar hemen hemen bütün eyaletlerde “Deleware Block Method” adıyla bilinen bir yöntemin uygulandığı görülmektedir. Bu yöntemde göre adil değer, ortaklığın piyasa değeri, aktif değeri ve gelirleri dikkate alınarak, bu değerlerin ağırlıklı ortalamasının alınması ve pay sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Adil değerlerin hesaplanmasında ölçü olarak alınan sözkonusu üç değer hangi ağırlıkta kullanılacağı ise somut olayın özellikleri dikkate alınarak belirlenebilmektedir. Daha sonra Delaware Yüksek Mahkemesinin aldığı bir karar ile adil değerlerin bulunmasına ilişkin sözkonusu yöntemin uygulanmasına son verilerek, kabul görmüş tüm finansal tekniklerin kullanılabilmesi öngörülmüştür (Sönmez, 2009:132). Son durum itibarıyla ABD’de halka açık şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşmeler için başta şirket ortakları olmak üzere kamunun aydınlatılmasını teminen ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (Securities and Exchange Commission-SEC)’nin web sayfasında açıklanan birleşme duyuru metinleri (DEFM14C Formu) incelendiğinde, genellikle iskonto edilmiş nakit

akımları, benzer şirket karşılaştırması ve piyasa çarpanları oranları yöntemi kullanılarak şirket değer tespit edildiği görülmektedir. Adil değer, birden fazla yöntemle göre bulunan şirket değerlerinin minimum-maksimum değerleri de dikkate alınarak oranlama, ağırlıklı ortalama alma veya bu birkaç değerlendirme sonucundan en yüksek değeri alma gibi pek çok yöntemin uygulandığı görülmektedir.

*Alman uygulamasına* bakıldığında ise, doktrinde birleşme ve satın almalarda çeşitli değerlendirme yöntemlerinin kullanılabileceği belirtilmekle birlikte, en yaygın olarak kullanılan yöntemin “gelirlerin değerlemesi yöntemi” (Ertragswertverfahren, Ertragswertmethode) olduğu görülmektedir. Bu yöntemde geçmişte (3 ila 5 sene önce) elde edilmiş ve etkileri günümüze aktarılan kazançlara, gelecekte elde edilmesi kuvvetle muhtemel olan kazançlar eklenmekte ve bu tutar bir faiz oranı ile çarpılarak ortaklığın değeri elde edilmektedir. İkinci yöntem ise, “net aktif değeri yöntemi”dir. Burada temel varsayım değerlemenin ortaklığın varlıklarının tümünün değil, yalnızca faaliyetlerini sürdürmek için gerekli olanların değeri dikkate alınarak yapılmasının daha uygun olacağıdır. Bu yöntemde, ortaklığın faaliyetlerini devam ettirmek için gerekli olan aktiflerinin defter değeri değil, yeniden kurma değeri alınmaktadır. Üçüncü yöntem ise, “ortalama değer yöntemi” (Mittelwertverfahren)’dir. Burada, önceki iki yöntemle göre hesaplanan şirket değerinin ortalaması alınmakta olduğundan bu yöntemle “karma yöntem” de denilmektedir. Ortalama alınırken yöntemlerden birine daha fazla ağırlık verilmesi mümkün bulunmaktadır. Alman uygulamasında, borsa fiyatının adil değer üzerindeki etkisi konusunda da mahkeme kararlarının gelişimi ilginç bir seyir izlemiştir. Önceleri hesaplamada, borsa fiyatının dikkate alınmaması gerektiği görüşü hakimken, 1999 yılında Alman Anayasa Mahkemesinin aldığı DAT/Altana kararında diğer yöntemlere göre bulunacak değer ortaklığın borsa değerinden düşük olamayacağı sonucuna varılmıştır. Böylelikle, birleşme ve satın almalarda borsa değeri alt sınır kabul edilmiştir (Sönmez, 2009:133-134).

*İsviçre uygulamasının* Alman uygulamasına benzer özellikler taşıdığı, “gelirlerin değerlendirme yöntemi”, “net aktif değeri yöntemi” ve “karma yöntem” uygulandığı görülmektedir. Ancak, son yıllarda indirgenmiş nakit akımları yönteminin uygulaması da birleşmelerde artan bir oranda kullanılmaya başlamıştır. İsviçre uygulamasında Alman uygulamasında olduğu gibi değerlemede, borsa değerinin bir alt sınır oluşturması yönünde bir görüş birliği ya da içtihat bulunmamaktadır (Sönmez, 2009:135).

**İtalyan hukukunda** ise, uygulamada ikili bir ayırım görülmektedir. 2004'ten önce Borsa dışı şirketlerin birleşmelerinde defter değeri kullanılırken, 2004'ten sonra karma yöntem uygulanmaya başlamıştır. Buna göre adil değer, ortaklığın varlıkları, borçları, kazanç yapısı ile nakit akımları, indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre belirlenmekte, hesaplamada piyasa değeri de dikkate alınmaktadır. Borsa şirketlerinde ise, diğer ülke sistemlerinden farklı olarak, ilgili ortaklığın ayrılma hakkına yol açan kararın alındığı genel kurul toplantısının ilanından önceki altı aylık ortalama değeri esas alınarak adil değer bulunmaktadır (Sönmez, 2009:136).

**Türkiye uygulamasına** bakıldığında ise, halka açık şirketlerin birleşme ve devralmalarının<sup>10</sup> SPK'nın Seri:I, No:31 sayılı "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" ile düzenlendiği görülmektedir. Söz konusu Tebliğ'in 7. maddesinde birleşmede kullanılacak adil değer, özkaynak, rayiç değer, borsa fiyatı veya SPK'nın uygun göreceği başka bir yöntem ile belirlenebileceği hüküm altına alınmıştır. Ülkemizde halka açık şirketlerce gerçekleştirilen birleşmelerde, özkaynak yönteminin uygulanması halinde sadece bu yöntemle göre, özkaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde ise hem özkaynak yöntemi hem de seçilen diğer yöntemle göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesi zorunlu olmaktadır. Ülkemizde uygulanan özkaynak yönteminde esas itibarıyla özkaynakların defter değerleri adil değer olmakta ve bu değerler kullanılarak birleşme oranı ve sermaye artırımı tutarı hesaplanmaktadır. Rayiç değer yönteminde ise, aktiflerin piyasa fiyatından borçların değerinin düşülmesi sonucu özkaynakların piyasa değerleri adil değer olmaktadır. Diğer taraftan borsa fiyatı yönteminde şirketlerin hisse senedi fiyatları kullanılarak bulunan piyasa kapitalizasyonu değerleri adil değer olmaktadır. Ancak, borsa fiyatları esas alınarak bulunan şirket değerlerinin adil değer olarak kullanılabilmesi belli şartlara bağlıdır. SPK'nın Seri:I, No:31 sayılı Tebliği ile borsa fiyatları üzerinden birleşmenin gerçekleştirilebilmesi, birleşmeye taraf ortaklıkların onay için SPK'ya başvuru yaptıkları tarih itibarıyla,

---

<sup>10</sup> Ülkemizde satın alma yoluyla gerçekleştirilen birleşmeler KVK md. 19-20 hükümleri nedeniyle vergiye tabi olduğundan, gerçekleştirilen tüm birleşmeler devralma yoluyla hedef şirketlerin tüm aktif ve pasifiyle kül halinde devralınması şeklinde gerçekleşmektedir.

a) Halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, ortaklığın nominal sermayesine oranının en az %25 olması ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi,

b) Borsa fiyatının tespitinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasının esas alınması,

şartlarına bağlı olmaktadır. Öte yandan, birleşme oranının belirlenmesinde, varlıkların rayiç değer üzerinden değerlemeye tabi tutulması suretiyle hesaplanan özkaynakların esas alınması halinde, değerlemeye konu gayrimenkuller SPK tarafından listeye alınan gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından değerlenmek zorundadır.

Özkaynak, rayiç değer, borsa değeri veya SPK tarafından kabul edilen değerleme yöntemlerinden herhangi birinin kullanılması durumunda, ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemi sonrasında ulaşılacak sermaye artırımının tutarı ve birleşme oranının hesaplanması aşağıdaki yöntemle göre olmaktadır. Gösterim kolaylığı açısından aşağıdaki hesaplamada özkaynak değeri ifade edilmiş olup, diğer değerleme yöntemlerinin kullanılması halinde özkaynak yerine rayiç değer özkaynak, borsa değeri vb. Bir değer formülasyonda kullanılacaktır:

Devralan ortaklığın özkaynağı	: A
Devrolan ortaklığın (birden fazla ise ortaklıkların) özkaynağı	: B
Devralan ortaklığın ödenmiş/çıkartılmış sermayesi	: C
Devrolan ortaklığın ödenmiş/çıkartılmış sermayesi	: Z

$$\text{Birleşme Oranı} = \frac{A}{A+B} = \mathbf{D}$$

$$\text{Birleşme Sonrası Ulaşılacak Sermaye} = \frac{C}{D} = \mathbf{X}$$

$$\text{Sermaye Artırım Tutarı} = D - A = \mathbf{Y}$$

$$\text{Değiştirme Birimi} = \frac{Y}{Z} = q \text{ (Devir sonucunda devrolan ortaklığa ait bir pay karşılığı devralan ortaklığın } q \text{ adet hisse senedi verilecektir.)}$$

Birleşme sonrası artırılabacak sermaye tutarı, devrolan ortaklığın (birden fazla ise ortaklıkların) devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılarak birleşmenin hakkaniyetli bir şekilde gerçekleştirilmesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme sonrasında yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların çıkarılmış/ödenmiş sermayelerinin toplamından oluşmakta olup, yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşmeye taraf ortaklıkların ortaklarına, toplam özsermayedeki payları oranında dağıtılmaktadır.

Ülkemizde halka açık şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşme ve devralmaların görüldüğü 1996 yılından bugüne adil değerin seçimi konusunda belirli aşamalar kaydedilmiştir. İlk uygulamalarda özkaynakların defter değeri tek yöntem olarak kullanılmakta iken, sonraları bu yöntemle belirlenen birleşme oranının ve değiştirme biriminin gerçeği yansıtmadığı durumlar ortaya çıkmıştır. Özellikle o yıllarda ülkemizdeki yüksek enflasyon oranları da dikkate alındığında, kıymetli maddi duran varlıklara sahip şirketlerin birleşmelerinde özkaynağın defter değeri ile yapılan hesaplamalar gerçek durumu yansıtmamıştır. Bu nedenle, özkaynağın rayiç değeri kullanılmaya başlanmıştır. Daha sonra Borsa fiyatı ve indirgenmiş nakit akımlarına dayalı değerlendirme yöntemleri de uygulamada yer bulmuştur. Mevcut durum itibarıyla doktrinde kabul gören tüm değerlendirme yöntemleri ülkemizdeki birleşme ve devralmalarda kullanılmaktadır. Ayrıca, adil olan değerlendirme yönteminin seçimi birleşmeye taraf şirketlerin kararına bırakılmıştır. Diğer taraftan, değerlendirme yöntemlerinden sadece biri adil değer olarak seçilebildiği gibi, ABD ve Almanya uygulamalarına benzer şekilde birkaç yöntemin ağırlıklı ortalaması alınarak da adil değer hesaplanabilmektedir. Ülkemizde özkaynağın defter değerine göre gerçekleştirilen ilk birleşme 1996 yılında devralma yoluyla birleşen Çanakkale Çimento A.Ş. ile Akçimento A.Ş. birleşmesidir. İlk rayiç değere göre gerçekleşen birleşme ise 1999 yılında Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Frumiks A.Ş. ile Sultanköy Gıda Sanayi A.Ş.'yi devralması yoluyla gerçekleştirilen birleşmedir. İlk borsa fiyatları yöntemi esas alınarak gerçekleştirilen birleşme de, Pınar Un A.Ş. ile Pınar Et A.Ş. birleşmesidir.

## **1.4. BİRLEŞME İŞLEMLERİNİN RİSKLERİ**

Birleşme uzun ve karmaşık bir süreci kapsadığı için birleşme amacını taşıyan şirketler birçok riskle karşılaşmaktadırlar. Birleşme ve devalmalarda gösterilen çabaların istenen sonucu vermesini sağlayacak, iyi düşünülmüş bir stratejinin olmaması durumunda aşağıda bahsedilen risklerin ortaya çıkması çok muhtemeldir. Bu riskleri devralan şirketler ve devrolan şirketler açısından ele almak uygun olacaktır.

### **1.4.1. Devralan Şirket Açısından Riskler**

Devralan şirket açısından karşılaşılabilecek belli başlı riskleri, birleşmenin finansmanı, birleşme işleminde değer tespitinde karşılaşılan güçlükler, yasal zorunluluklardan kaynaklanan riskler, birleşme ve devir sürecini yönetmenin karmaşıklığı ve hedef şirketin devralmaya karşı alacağı önlemler olarak sıralamak mümkündür.

#### **1.4.1.1. Birleşmenin Finansmanı**

Birleşme ve satın almaların finansmanı, planlama aşamasında kararlaştırılması gereken bir husus olup birleşme işleminin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğini belirleyen en önemli konudur. Birleşme ve satın alma işlemlerinde çeşitli ödeme yöntemlerinden bahsedilmektedir. Ödeme yönteminin seçilmesinde vergi uygulamaları, devralan/satın alınan şirketin sermaye yapısı, sahip olduğu serbest nakit akışları ve birleşme işleminin maliyetleri etkili olmaktadır.

Birleşme işleminin finansmanı konusunda seçilecek ödeme yöntemleri temelde alıcı şirket açısından nakit çıkışına neden olan ve nakit çıkışına neden olmayan ödeme yöntemleri olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Bu temel iki yöntemden nakit ödeme üç yolla sağlanmaktadır: i. İşletme içi kaynaklarla, ii. Yabancı kaynaklarla (borçla), iii. Sermaye artırımına dayalı özkaynakla. Nakit çıkışına neden olmayan ödeme şekillerinden en yaygın kullanılanları ise; i. Alıcı şirketin hisse senetleri, ii. Borç senetleri ve iii. Alıcı şirketin sahip olduğu üçüncü bir şirketin hisse senetleridir. Bu kapsamda, birleşmenin finansmanında kullanılan ödeme yöntemleri aşağıda şematize edilmiştir:

**Tablo 4: Birleşmelerde Kullanılan Ödeme Yöntemleri**

<b>1. Nakit Çıkışı Gerektiren Yöntemler</b>	<b>2. Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Yöntemler</b>
a) İşletme içi kaynaklar	a) Alıcı şirketin hisse senetleri
b) Yabancı kaynaklar (borç)	b) Borç senetleri
c) Sermaye artırımına dayalı özkaynak	c) Alıcı şirketin sahip olduğu üçüncü bir şirketin hisse senetleri

Tablo 4'te gösterilen her bir ödeme yöntemi alıcı şirket açısından çeşitli riskler içermekte olup, aşağıda bu riskler açıklanacaktır.

### **1. Nakit Çıkışına Neden Olan Ödeme:**

**a) İşletme içi kaynaklarla finansman:** Şirket birleşmelerinde satın alan şirket, ihtiyacı olan finansman kaynağını esas faaliyet alanından elde ettiği kaynakları biriktirerek ve kar payı dağıtımından vazgeçerek sağlayabilir. Bu tür finansmanın yararı, şirketin gelecekte ödemek zorunda kalacağı, alınan kredilerden kaynaklanan anapara ve faiz yükünü önlemesidir. İşletme içi kaynaklarla gerçekleşen şirket satın alımlarında işlemler çok hızlı ve etkili bir şekilde yapılabilmektedir. Hedef şirketin hissedarlarına ne kadar ödeme yapılacağı satış sözleşmesinde belirtildiği için, sözleşmeye itiraz edip etmeyeceklerini hızlı bir biçimde tespit edebilmekte, bu durum satış işlemlerinin akışını kolaylaştırmaktadır. Peşin ödemeye dayalı şirket devralmalarının diğer bir avantajı da, alıcı kurumun, alınması planlanan şirketin paydaşlarının elinde bulunan tüm hisseleri satın almasıyla ortaya çıkabilecek sinerjiden tamamıyla kendisinin yararlanma hakkını elde etmesidir. Ancak bu durumda birleşme sonrası beklenen sinerjinin oluşmama riski tamamıyla alıcıya geçmektedir. Hisse senedi borsada işlem gören şirket devralmalarında yapılan peşin ödemenin fiyatlara nasıl yansıdığı konusunda literatürde çalışmalar yapılmıştır. Yapılan bu çalışmalarda, kesin bir sonuç oluşmamakla birlikte, piyasanın peşin ödeme sonucu oluşan birleşmelere hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleştenden daha olumlu tepki verdiği gözlenmiştir. Peşin ödemeyle gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin avantajlarının yanı sıra dezavantajları da söz konusudur. Nakit ödeme ile finansmanın taşıdığı en büyük risk alıcı firmanın likiditesini tehlikeye atabilmesidir (İçke, 2007).

**b) Yabancı kaynaklarla (borçlanma ile) finansman:** Ödeme konusu olan nakit, satın alan şirket tarafından genellikle, borçlanılarak elde edilir. Birleşme işleminde dış kaynaklı finansmanın, vergi avantajı sağlaması nedeniyle karlılığı ve işletme değerini

artırması beklenmektedir. Buna karşılık, devralma işlemi borçlanarak gerçekleştirildiğinde, finansal kaldıraç etkisinden yararlanılmakta, ancak bu durum devralan şirket üzerindeki finansman giderlerini ve finansal stresi artırmaktadır. Bu durum az kar elde edilen yıllarda devralan şirketin ödeme gücünü zayıflatmaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004).

**c) Sermaye artırımına dayalı özkaynakla finansman:** Gerekli finansman; eski hissedarların daha fazla pay senedi almaları ya da yeni hissedarların ortaklığa katılımları ile sağlanır. Borsaya kote şirketlerde finansman, çıkarmış oldukları yeni hisse senetlerini alıcılara sunması ile gerçekleşir. Bu yöntem borsa şirketleri tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak bu amaçla yapılan sermaye artırımlarının bazı dezavantajları da vardır. Ödenecek kar paylarının vergiden indirilememesi ve eski hissedarların piyasaya sürülecek yeni hisseleri satın almalarını önleyen kararların süreci engellemesi bunların başında gelmektedir. Borsaya kote bir şirketin sermaye artırımına gitmesi, piyasada duyulduktan hemen sonra ilgili hisse senedinin fiyatında düşüş yaşanabilir (İçke, 2007).

## **2. Nakit Çıkışına Neden Olmayan Ödeme:**

**a) Alıcı şirketin hisse senetleri ile finansman:** Birleşme ve devralmalar genellikle oldukça maliyetli işlemler olmaları nedeniyle birleşme yoluyla büyümeyi isteyen her firma için imkan dahilinde olamamaktadır. Şirketler, gerek yeterli kredibiliteye sahip olamamaları ve gerekse ihtiyaç duyulan finansman miktarının yüksekliği nedenleriyle, birleşme ve satın almalar için yeterli kaynağı temin edemiyor olabilirler. Bu gibi durumlarda; hedef şirket hissedarlarına nakit ödeme yerine, satın alan şirketin hisselerinin verilmesi birleşmeleri ulaşılabilir kılmaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004).

Devralan şirket açısından vergilendirilmeyen birleşme, yani hisse senedi karşılığı birleşmenin üstün yönü, ek bir finansman sorunu yaratmamasıdır. Devralan şirket sermaye artırımına giderek, artırılan sermaye karşılığı ihraç ettiği hisse senetlerini devraldığı şirketin ortaklarına payları oranında dağıtmaktadır. Bu yöntemde devralan şirket finansal kaldıraç etkisinden yararlanamamaktadır. Alıcı işletme açısından birleşmenin hisse senedi ile yapılmasının sakıncalı olan bir diğer yönü de varlıkların bilançoda defter değerleriyle gösterilmesidir (Aydın, 2004). Bir başka risk ise, yönetim ya da denetim hakkının korunması açısından ortaya çıkmaktadır. Bu durum daha çok ters birleşmelerde yani hukuken devralınan ortaklığın devralan ortaklıktan daha büyük olması ve daha çok belirli



bir şirketler grubunun kontrolü altında olması halinde ortaya çıkmaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004).

Hisse senedi yoluyla finansmanın, bilgi asimetrisi problemi vardır. Hedef şirket hissedarları, satın alan şirketin hisse senedi fiyatlarını, dolayısı ile verilen teklifin değerini kolaylıkla tespit edemez. Bu arada iki taraflı bir bilgi asimetrisi problemi mevcuttur. Satın alan şirket, hedef şirketin değerini, hedef şirkette bu oluşumdan ne kadar kazanacağını tam olarak bilemez (Gülmez, 2006).

**b) Borç senetleri ile finansman:** Birleşme ve devralma faaliyetlerinde ödeme aracı olarak kullanılan diğer bir araç da alıcı şirketin çıkaracağı borçlanma senetleridir. Borç senetleri peşin ödemelerde kullanılması planlanan kaynakların temini için çıkarılabilirler. Diğer taraftan, bu tür senetler devralınan şirket hissedarlarına direkt olarak, sahip oldukları hisseler karşılık olarak verilebilirler. Bu şekilde hissedarlar geri ödeme garantili senet almış olurlar. Bu senetleri ihraç eden alıcı/devralan şirket ise dış kaynakla finansmanın tüm avantajlarından yararlanmış olur (Schadle ve Pernsteiner, 2004:295). Bu yöntemin riskli bir yönü de bulunmaktadır. Ekonomide yüksek faiz olduğu dönemlerde sabit getirili menkul kıymet ihraç etmek, gelecekte faiz oranlarında bir düşme bekleniyorsa maliyetli bir yöntem olmaktadır. Her ne kadar değişken faizli tahvil ihracı mümkün olsa da, bunu hedef firma ortaklarına kabul ettirmek güç olmaktadır (Gürdamar, 2007).

Ödemede kullanılacak tahvillerin hisse senedine çevrilebilir olması da mümkündür. Bu tür tahviller alıcı ve satıcılar açısından hem hisse senedi hem de borçlanmanın faydalarını elde etmelerini sağlar. Satıcı açısından hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, hisse senedi fiyatlarının düşmesi durumunda yaşanılacak olan zarardan korunmayı sağlar ve sabit bir getiriye de garanti ederken, ileride birleşme sonucu oluşan firmanın başarılı olması durumunda bu firmaya iştirak edebilme imkanını da taşır. Alıcı açısından ise; faiz ödemeleri nedeniyle vergi avantajı taşınması yanı sıra, bunların hisse senedine dönüştürülmesi ile anaparanın ödenmesinden kurtulmuş olmaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004).)

**c) Alıcı şirketin sahip olduğu üçüncü bir şirketin hisse senetleri ile finansman:** Birleşmelerde satın alan durumunda olan bir şirket, başka bir şirketin hisse senetlerini elinde bulunduruyorsa bunu satın almada ödeme aracı olarak kullanabilmektedir. Dünyada

yaygın uygulaması olan bu yöntem ülkemizde pek görülmemektedir. Buna örnek olarak, büyük bir sigorta şirketi olan Alman Allianz şirketinin hisse senetlerinin yine büyük Alman bankalarından sayılan Bayerischen Vereinsbank ve Bayerischen Hypotheken-und Wechsel-Bank arasında gerçekleştirilen birleşmede kullanılması verilebilir (Schadle ve Pernsteiner, 2004).

#### **1.4.1.2. Birleşme İşleminde Değer Tespitinin Zorluğu**

Finansal yönetimin bilgi edinme ve performans değerlendirme amacının dışında, işletmeyi bir bütün olarak satma, başka bir işletme ile birleşme, halka açılma, işletmenin bir bölümünü elden çıkarma, tasfiye, iflas veya miras bölüşümü gibi durumlar için de şirket değerini bilme zorunlu olmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008).

Şirket devirleri mutlak surette devir alan ve devir edilecek şirketlerin yöneticilerinin veya ortaklarının, şirketlerinin pazar değerleri ile ilgili bilgilere sahip olmaları gerekmektedir. Bu bilgilere sahip olma zorunluluğu birleşmeye taraf olacak şirketlerin devir zamanındaki pazar değerlerinin tesbitini gündeme getirmektedir. Aslında şirket birleşmelerinde tarafların dikkate alacakları değer firma değeri olmayıp özvarlık değeri olmaktadır. Çünkü birleşmelerde, birleşmeye taraf olacak şirketlerin ortaklarının birleşmeden sonra oluşacak şirket şirket sermayesinde hangi payda ortak olacağı ve satın almada hedef şirket ortaklarına devir edecekleri paylar karşılığında ne kadar ödeme yapılacağı özvarlık değerine bağlıdır. Bu açıdan birleşmenin hakkaniyetli bir şekilde gerçekleştirilmesi özvarlıkların değerinin doğru tespit edilmesine bağlı bulunmaktadır (Sarıkamış, 2003:127).

Özvarlıkların değerinin doğru belirlenememesi birleşme priminin gerçek değerinin tespitinde de sıkıntı yaratmaktadır. Bilindiği üzere birleşme primi, devralan/satınalan şirketin hedef şirketi almak için ödediği tutar ile hedef şirketin birleşme ilanından önceki cari değeri arasındaki farktır. Birleşme primini aşağıdaki şekilde gibi göstermek mümkündür:

**Şekil 7: Birleşme Primi**

$$\text{Prim} = \text{Hedef İşletmeye Ödenen Birleşme Bedeli} - \text{Birleşme Öncesi Hedef İşletmenin Pazar Fiyatı}$$

*Kaynak: Çelik, O. 1999. Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi. Ankara. Turhan Kitapevi.*

Değerlemede işletme değerine etki eden faktörlerin tümü nicel değildir. Özellikle konu birleşme nedeniyle değerlendirme olduğunda, niceliksel faktörlerin de en az niteliksel olanlar kadar değerlendirme önem taşıdığı gözlenmektedir. İşletme değerine etki eden niteliksel faktörlerin önemi bilinmekle birlikte, rakamsal olarak ifade edilmesinin zorluğundan dolayı özvarlık değerlemesinde dikkate alınması mümkün olamamaktadır. Örneğin, şirketleri birleşmeye iten en önemli güdülerin bazıları yetenekli bir yönetime sahip olma, gerekli teknik ve araştırma kadrosuna sahip olma, rekabet gücünü ve pazar payını artırma, sınai haklardan ve üretim konusundaki deneyimlerden faydalanma ve organizasyonun saygınlığını artırma olarak sayılabilir ki, bu güdüler diğer güdülere göre sayısal olarak ortaya konulması güç hedeflerdir. Bu bağlamda, birleşme ve devralmalarda işletme değerinin tespiti, nicel değişkenlerin (nakit akımları, büyüme oranı, piyasa fiyatı ve/veya defter değeri vb.) yanısıra yukarıda sayılan nitel değişkenlerin değerini de içereceğinden son derece karmaşık bir yapıya bürünmektedir. Bu da birleşme ve devralmalarda hedef şirketin gerçek değerinin belirlenmesinde önemli bir risk oluşturmaktadır (Pernsteiner, 2004:194).

Değer tespitinin taşıdığı bu risk nedeniyle çoğu zaman birleşme primi yanlış tespit edilmekte, bu da hedef şirkete ödenen primin çoğu zaman olması gerekenden fazla olmasına ve devralan şirket ortaklarının bundan zarar görmesine neden olmaktadır. Bu nedenle, özvarlıkların değerinin doğru tespit edilmesi birleşmenin hakkaniyetli bir şekilde gerçekleştirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Nitekim, ülkemizde halka açık anonim ortaklıkların birleşme işlemlerini düzenleyen SPKr.'nin Seri:1, No:31 sayılı Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ile özvarlıkların doğru hesaplanması ve dolayısıyla birleşme işleminin halka açık anonim ortaklığın ortaklarının haklarını zedelemeyecek şekilde gerçekleştirilmesi amacıyla çeşitli zorunluluklar getirilmiştir. Bunlardan biri birleşmeye taraf ortaklıkların birleşmeye esas alınacak finansal tablolarının

özel bağımsız denetimden geçirilmesidir. Birleşmeye esas alınacak finansal tabloların tarihi ile birleşme sözleşmesinin nihai olarak onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki sürenin, 9 ayı geçmemek üzere 6 ayı aşması halinde, birleşmeye taraf ortaklıklarca, İMKB’de işlem gören ortaklıkların duyuru metninin yayımlandığı tarih itibariyle kamuya açıklamak zorunda oldukları en yakın tarihli finansal tabloların hazırlanması ve duyuru metni ekinde birleşmeye esas alınan tablolarla birlikte kamuya açıklanması zorunludur. Birleşme sözleşmesi ile duyuru metnine SPK tarafından onay verildiği tarihe kadar, birleşme oranının hesaplanmasında esas alınan özkaynakları ve finansal tabloları önemli ölçüde etkileyen veya birleşme oranının değişmesi sonucuna yol açan gelişmeler olduğu takdirde, birleşmeye esas finansal tabloları denetleyen bağımsız denetim şirketi tarafından, söz konusu gelişmelerin anılan finansal tablolar üzerindeki etkilerini gösteren bir rapor hazırlanması zorunlu olmaktadır. Ayrıca, birleşmeye taraf ortaklıkların kâr dağıtımına ilişkin genel kurul kararlarının birleşmeye esas alınacak finansal tablo tarihinden sonra alınması halinde, kâr dağıtımının etkilerinin birleşme oranının hesaplanmasında dikkate alınması zorunlu olmaktadır.

SPKr.’nun Seri.1, No:31 sayılı Tebliği ile getirilen bir diğer önlem ise birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi tarafından inceleme<sup>11</sup> yapılıp, söz konusu incelemenin bilirkişi tarafından rapora bağlanmasıdır. Birleşmeye esas alınacak mali tablolara ilişkin özel bağımsız denetim raporunda olumlu görüş bildirilmesine rağmen SPK tarafından yapılacak inceleme sonucunda gerekli görülmesi veya raporda şartlı görüş bildirilmesi durumlarında, söz konusu durumlara neden olan hususlar çerçevesinde düzeltilmiş ve bağımsız denetçi tarafından onaylanmış mali tabloların yeniden bilirkişi incelemesine sunulması ve bu finansal tablolar esas alınarak yeni bir bilirkişi raporu hazırlanması zorunludur. Birleşme işlemine esas alınacak finansal tablolara ilişkin bağımsız denetim raporunda olumsuz görüş bildirilmesi veya görüş bildirilmemesi durumlarında, söz konusu finansal tabloların güvenilirliği konusunda şüphe bulunması nedeniyle birleşme işlemine esas alınmamaktadır.

Seri:1, No:31 sayılı Tebliğ ile getirilen bir diğer zorunluluk ise, birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynaklarının tespiti amacıyla mahkemece atanan bilirkişi incelemesine ek

---

<sup>11</sup> Birleşme işlemlerinde mahkemece atanan bilirkişi tarafından birleşmeye taraf ortaklıkların özvarlıklarının tespiti incelemesi TTK’nın 150/3. fıkrası ile 293.maddesine dayanmakta olup, sözkonusu inceleme halka açık ve halka kapalı tüm şirketler için bir zorunluluktur.

olarak, nitelikleri SPK tarafından belirlenen bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalardan biri tarafından da ayrı bir inceleme yapılması ve bu inceleme sonucunda uzman kuruluş raporu olarak da adlandırılan bir raporun düzenlenmesi zorunludur. Uzman kuruluş raporunda, özkaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanabilecek en az iki yöntem ve bu yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranlarına, bu yöntemler arasından birleşme işlemi için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesine, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına yer verilmesi zorunludur. Halka açık anonim ortaklıklar tarafından gerçekleştirilecek birleşme işlemlerine getirilen tüm bu zorunluluklar, birleşme işlemlerinin özvarlıklarının doğru tespit edilerek birleşmenin hakkaniyetli bir şekilde sonuçlandırılmasını temin etmeye dolayısıyla birleşmeye taraf şirketlerden halka açık olanların ortaklarının maruz kalacağı risklerin bertaraf edilmesine yönelik önlemlerdir.

#### **1.4.1.3. Yasal Zorunluluklardan Kaynaklanan Riskler**

Şirket birleşmeleri ile yasal düzenlemeler arasında oldukça anlamlı ilişkiler bulunmaktadır. Şirket birleşmelerini daha net olarak değerlendirebilmek açısından, öncelikle birleşmeler için ne tür yasal düzenlemeler yapıldığına bakmak gerekir. Birçok ülkede işletme birleşmeleri “*haksız rekabet*” veya “*monopolcü ya da rekabeti azaltıcı bir durum*” olarak algılanmaktadır. Bu algılamaya tepki olarak ilk yasal düzenleme ABD’de yapılmıştır. Bu bağlamda en eski haksız rekabeti önleyici yasalar The Sherman Antitrust Act (1890) ve The Clayton Act (1904) denilen haksız rekabeti önleyici yasalardır. Haksız rekabeti önlemeye yönelik sözkonusu yasalar bu konuda iyileşme sağlamış olsa bile, birleşmelerin doğası gereği büyüme sağlamaları nedeniyle eninde sonunda haksız rekabet yaratmaları tam olarak önlenememiş, özellikle dostça olmayan birleşmelerin önü kesilememiştir (Gaughan, 2002).

Tarihi gelişim içinde işletme birleşmeleri açısından bir diğer önemli yasal düzenleme de 1934 yılında yürürlüğe giren ABD Sermaye Piyasası Kanunu (Securities Exchange Act) olarak bilinen düzenlemedir. Bu yasa daha çok, birleşmelerin dostça

olmayan türleri olan şirket ele geçirmeleri için düzenlenmiştir. Sözkonusu yasa ile birlikte ele geçirmeye ilişkin olarak, teşebbüste bulunan alıcı şirket için kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmiştir. Yasayla birlikte hedef işletmenin ortakları, öneriyi veren alıcı şirket hakkında bilgi edinme ve bu bilgileri analiz etmek için zamana sahip olmaya hak kazanmışlardır. Yine aynı yasa ile işletmenin piyasadaki hisse senetlerinin %5'i satın alınmışsa, bunun kamuoyuna bildirilmesi zorunluluğu getirilmiştir. 1950 ve 1960'lı yıllara kadar yapılan yasal düzenlemeler, dönemleri için yeterli sayılsalar da, 1980 ve 1990'ların modern iş yaşamına yanıt verecek yeni düzenlemelere gerek doğmuştur. Bu amaçla yapılan Hart-Scott-Radino Yasası günümüz koşullarında haksız rekabet yaratan birleşmeleri ele almıştır (Gaughan, 2002).

Birçok ülkede işletme birleşmelerinin yasal boyut kazanması, ilgili kurumun onayının alınmasına bağlı olmaktadır. Haksız rekabetin gerçekleşip gerçekleşmediği konusunda, genel piyasa tanımlarından işletmenin içinde bulunduğu alt sektör özelliklerine kadar en ince ayrıntılar, her ülkenin bu işle görevlendirilmiş yasal kuruluşları tarafından belirlenmektedir. Örneğin, ABD'de işletme birleşmelerine Federal Ticaret Komisyonu (The Federal Trade Commission) onay vermektedir. Bu kurumun yanında Adalet Bakanlığı (The Department of Justice) bünyesindeki Antitröst Bölümü (Antitrust Division) pazardaki rekabet koşullarının korunması ve bu anlamda işletmelerin sürekli kontrolü ile ilgilenmektedir. Bu iki yasal yapı gerektiğinde haksız rekabet koşullarında, büyük işletmeleri küçük işletmelere ayrıştırmaya kadar giden yasal yaptırımları uygulama haklarına sahiptirler (Straub ve Attner, 1992:69).

A.B.D.'deki Federal Ticaret Komisyonu herhangi bir birleşmeyi rekabet açısından uygun görmeyip mahkemeye gitme ve durdurabilme yetkisine sahiptir. Mahkemeden çıkan sonuca göre birleşme gerçekleşebilir ya da iptal edilebilir. Oysa A.B. düzenlemelerinde birleşmeye onay veren kurum olan Avrupa Komisyonu, birleşmeyi mahkemeye götürmeden kendisi karar verebilmektedir (Gaughan, 2002, s.97).

ABD'deki onay mekanizmasına benzer bir uygulama da ülkemizde görülmektedir. Ülkemizde özellikle halka açık şirketlerde yatırımcıların korunmasını teminen Sermaye Piyasası Kurulu, Rekabet Kurulu ve şirketin tabi olduğu özel kanun ile bağlı bulunduğu kurum onay vermektedir. Birleşmeye taraf olan şirketlerden (devralan veya devrolan) birinin halka açık şirket olması SPK iznini zorunlu kılmakta olup, ABD uygulamalarına

paralel şekilde alıcı şirketi kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne tabi tutmaktadır. SPK izni rekabet açısından inceleme yapmamakta, halka açık şirketin küçük ortaklarının haklarının korunması açısından inceleme yaparak birleşme düzenlemelerine uygun yürütülüp yürütülmediğini incelemektedir. SPK tarafından yapılan incelemenin amacı, birleşmeye taraf halka açık ortaklıkların yatırımcılarının zarar görmemesi için birleşmeye taraf ortaklıkların özvarlıklarının değerinin doğru tespit edilmesini dolayısıyla birleşme oranının doğru tespit edilmesini sağlamaktır. Bu bağlamda, SPK'nun Seri:I, No:31 sayılı Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği birleşme işlemlerinde, birleşmeye esas alınacak finansal tabloların özel bağımsız denetimine ilişkin raporun, bilirkişi raporunun ve uzman kuruluş raporunun SPK izni için başvuru aşamasında hazırlanmış olmasını zorunlu tutmuştur. Ayrıca, birleşme işlemlerinde kamunun doğru ve yeterli bilgilendirilmesi için Seri:I, No:31 sayılı Tebliğ uyarınca, birleşmeye taraf ortaklıklarca hazırlanan ve SPK tarafından onaylanan ve içinde birleşmeye ilişkin oldukça detaylı bilgileri içeren duyuru metni ve eki birleşme sözleşmesinin Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda ve ilgili ortaklıkların internet sitelerinde, birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihinden en az 30 gün önceden başlamak üzere birleşme işlemi tamamlanincaya kadar ilan edilmesi zorunludur. Diğer taraftan, ortakların birleşme konusunda yeterli bir şekilde bilgilendirilmelerini teminen Seri:I, No:31 sayılı Tebliğ ile, birleşme sözleşmesinin, işleme taraf ortaklıkların son üç yıllık finansal tablolarının, bağımsız denetim raporları ile faaliyet raporlarının, birleşmeye esas finansal tablolara ilişkin bağımsız denetim raporlarının, bilirkişi raporunun, uzman kuruluş raporunun, birleşmenin hukuki ve iktisadi gerekçelerini ortaya koyan yönetim kurulu raporunun, duyuru metninin, birleşmeye esas finansal tablo tarihi ile birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantı tarihi arasındaki en son 3 aylık ara dönem finansal tabloların, devir veya birleşmeden itibaren 3 yıllık hedeflerin ortaya konulduğu tahmini finansal tablolar ile birleşme sonrası tahmini açılış bilançosunun birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantısından en az 30 gün önce pay sahiplerinin bilgilendirilmesi amacıyla işleme taraf ortaklıkların merkez ve şubelerinde incelemeye açık bulundurulması zorunlu tutulmuştur.

Haksız rekabet konusundaki inceleme Rekabet Kurumu tarafından yapılmakta olup, haksız rekabet yaratan birleşme işlemlerine Rekabet Kurumu tarafından izin verilmemektedir. Bu nedenle, tıpkı A.B.D. uygulamasında olduğu gibi ülkemizde de rekabetin korunması amacıyla, halka açık şirket birleşmelerinde Rekabet Kurumundan izin alınması zorunludur. Bu kapsamda, Rekabet Kurumu 4054 sayılı Rekabetin

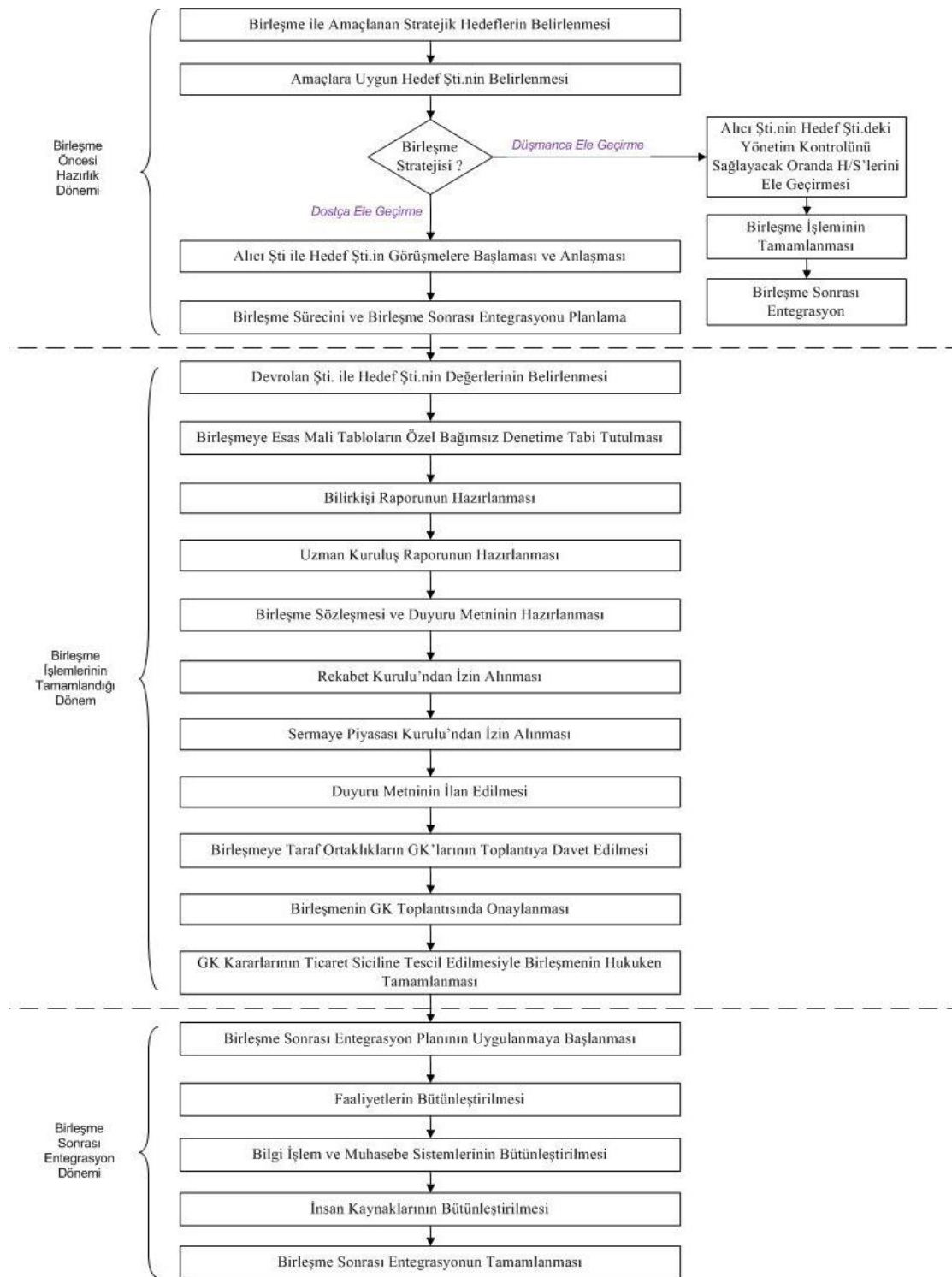
Korunması Hakkında Kanun hükümlerine dayanarak şirket birleşmelerini incelemektedir. 4054 sayılı Kanun'un amacı, mal ve hizmet piyasalarındaki rekabeti engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı anlaşma, karar ve uygulamaları ve piyasaya hâkim olan teşebbüslerin bu hâkimiyetlerini kötüye kullanmalarını önlemek, bunun için gerekli düzenleme ve denetlemeleri yaparak rekabetin korunmasını sağlamak olarak belirlenmiştir. Kapsamı ise, Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde mal ve hizmet piyasalarında faaliyet gösteren ya da bu piyasaları etkileyen her türlü teşebbüsün aralarında yaptığı rekabeti engelleyici, bozucu ve kısıtlayıcı anlaşma, uygulama ve kararlar ile piyasaya hâkim olan teşebbüslerin bu hâkimiyetlerini kötüye kullanmaları ve rekabeti önemli ölçüde azaltacak birleşme ve devralma niteliğindeki her türlü hukukî işlem ve davranışlar, rekabetin korunmasına yönelik tedbir, tespit, düzenleme ve denetlemeye ilişkin işlemler olarak belirlenmiştir. Rekabet Kurumu tarafından izin verilmeyen birleşmelere SPK tarafından da izin verilmemektedir. Dolayısıyla SPK izninin ön şartlarından biri Rekabet Kurumu izninin alınmış olmasıdır. Diğer yandan, birleşmeye taraf şirketlerin tabi oldukları bir özel kanun varsa bu kanun gereği ilgili kurumdan da izin alınması da SPK izni için aranan şartlardan biridir. Örneğin halka açık banka birleşmelerinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nun, enerji şirketlerinin birleşmesinde Enerji Piyasası Kurulu'nun izni gerekmektedir. Sonuç olarak, şirket birleşmelerinde ilgili ülke düzenlemelerinin getirdiği zorunlulukların ve/veya engellerin birleşme işlemlerinin uygulamaya konulmasında önemli riskler olarak ortaya çıktığı görülmektedir.

#### **1.4.1.4. Birleşme Sürecinin Karmaşıklığı**

Birleşme süreci, birleşme kararının alınması, birleşmenin planlanması, birleşilecek şirketlerin araştırılması ve seçilmesi, birleşilecek aday şirketlerin finansal analizi ve belirlenen hedef şirketle görüşme ve birleşmenin sonuçlandırılması gibi pek çok aşamayı içermektedir. Birleşme işlemleri olabildiğince karmaşık ve çok yönlü bir inceleme gerektirmektedir. Birleşme kararının stratejik bir karar olması nedeniyle iyi planlanmadığı takdirde sonuçları işletmeyi uzun yıllar olumsuz etkileyebilmektedir. Halka açık anonim ortaklıklar tarafından gerçekleştirilecek birleşmelerde görülen ve birleşme öncesindeki değerlendirmeler dahil olmak üzere, birleşme stratejisinin oluşturulmasından, birleşme işleminin sonuçlanmasına kadar olan tüm aşamalar aşağıda şematize edilmiştir:



**Şekil 8: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşme Süreci**



**Kaynak:** Tarafımızca oluşturulmuştur.

Şekil 8'den de görüldüğü gibi birleşme süreci pek çok aşamayı içinde barındıran karmaşık ve uzun bir süreci kapsamaktadır. Birleşme sürecinin en önemli adımı birleşme amacının belirlenmesi ve bu amaca uygun hedef şirketin tespit edilmesidir. Birleşme amacının belirlenmesi esas itibarıyla şirketin yatırım, yönetim ve üretim politikalarına

bağlıdır. Bu nedenle birleşme kararı bir şirket için stratejik bir karar olmaktadır. İyi saptanmış amaçlar, yöneticilerin yanlış yollara sapmalarını veya farklı yöneticilerin farklı zamanlarda birbiriyle çelişen kararlar almalarını önlemektedir. Birleşme sürecinde alıcı şirketin amaçları belirlenirken, endüstrinin büyüme oranı, yasal düzenlemeler, endüstriye giriş engelleri gibi endüstriyi ilgilendiren kriterlerin dikkate alınması gereklidir. Uygun hedef şirketin belirlenmesinde ise, hedef şirketin yönetim gücünün, pazar payının, karlılığının, üretim teknolojisinin, ürün çeşitliliğinin, sahip olduğu insan kaynaklarının ve en önemlisi sermaye yapısının dikkate alınması gerekmektedir. Aşağıdaki şekilde başarılı bir birleşme programı için hedef firmanın seçiminde dikkate alınacak kriterler endüstri ve şirket bazında özetlenmiştir:

**Şekil 9: Hedef Firma Seçiminde Dikkate Alınacak Kriterler: Endüstri Analizi**

ENDÜSTRİ ANALİZİ	
<b>Endüstrinin Büyüme Potansiyeline İlişkin Kriterler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Satış trendi</li> <li>➤ Kapasite trendi</li> <li>➤ Dönemsellik</li> <li>➤ Genel ekonomik koşullara duyarlılık</li> </ul>
<b>Endüstri Karakteristikleri</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Ürün karması</li> <li>➤ Ürün değişimi</li> <li>➤ Piyasa ve Talebin Yapısı: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Müşteri tanımı</li> <li>• Yerel ve ulusal</li> <li>• Talebi etkileyen faktörler</li> </ul> </li> </ul>
<b>Teknolojik Kriterler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Gelişimin derecesi</li> <li>➤ Patent vb.</li> <li>➤ Teknolojik değişim oranı</li> <li>➤ Üretim süreci benzerliği</li> <li>➤ Risk</li> </ul>
<b>Ekonomik Kriterler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Çalışan/Sermaye oranı</li> <li>➤ Talep Elastikiyeti</li> <li>➤ Fiyat trendi</li> <li>➤ Faaliyet marjini</li> <li>➤ İthalat</li> <li>➤ Yasal düzenlemeler</li> </ul>
<b>Rekabet</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Firma sayısı</li> <li>➤ Coğrafik dağılım</li> <li>➤ Piyasa dağılımı/payı</li> <li>➤ Giriş engeller</li> <li>➤ Üretim kapasitesi</li> <li>➤ Yabancı rekabet</li> <li>➤ Fiyatsal olmayan rekabet</li> </ul>

**Kaynak:** Serpil Altınparmak Gökbel, "Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık", aktaran: Sumer ve Pernsteiner, 2004:220.

### Şekil 10: Hedef Firma Seçiminde Dikkate Alınacak Kriterler: Hedef Firma Analizi

HEDEF FİRMA ANALİZİ	
<b>Firma Özellikleri</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Ürün kıyaslaması</li><li>➤ Yeni ürünlere girme oranı</li><li>➤ Piyasa ve talep yapısı</li><li>➤ Karlılık oranları</li><li>➤ Faaliyet oranları</li><li>➤ Likidite oranları</li></ul>
<b>Dağıtım</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Kanallar</li><li>➤ Reklam politikası</li><li>➤ Alan satışları</li></ul>
<b>Ekonomik</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Sabit-değişken maliyetler</li><li>➤ Endüstri maliyet kıyaslaması</li><li>➤ Hammadde ve işçi maliyetleri</li><li>➤ Maliyet bilgisiyeterliliği</li></ul>
<b>Yönetim</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Uyum</li><li>➤ Kilit personel yaş ortalaması</li><li>➤ Yeniden yapılanma ihtiyacı</li><li>➤ Az sayıda personelele bağımlılık</li></ul>
<b>Yatırım Getirisi</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Satılma dönemleri</li><li>➤ Kar dağıtım metodu</li><li>➤ Borçlanma pozisyonu</li><li>➤ Çalışma sermayesi ihtiyacı</li><li>➤ Gerekli ek yatırım ihtiyacı</li><li>➤ Kazanç projeksiyonu</li><li>➤ Ulaşılabilir fonlar</li></ul>
<b>Alım</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Diğer endüstri bölümlerine ulaşılabilirlik</li><li>➤ Erişebilirlikten faydalanma</li><li>➤ Başarı anahtarları</li><li>➤ Bu bölümlere giriş için gerekli hareket</li></ul>

**Kaynak:** Serpil Altunparmak Gökbel, "Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık", aktaran: Sumer ve Pernsteiner, 2004:220.

Yukarıdaki şekillerden de görüldüğü üzere, birleşme sürecinde hedef firmanın seçilmesine ilişkin karar adımı hem endüstrinin hem de hedef şirketin kendisinin pek çok açıdan incelenmesini gerektirmektedir. Birleşme süreci bu bağlamda, her bir aşaması içerisinde pek çok kararı içinde barındıran karmaşık bir bütündür. Bu nedenle de bu süreç pek çok riski içinde barındırmaktadır. Birleşme ve devralma işlemlerinin son derece masraflı ve uzun vadede işletmeyi etkileyen stratejik kararlar olduğu dikkate alındığında başarılı bir birleşme için bu risklerin iyi yönetilmesi gereği kaçınılmaz olmaktadır.

#### 1.4.1.5. Hedef Şirketin Devralmaya Karşı Alacağı Önlemler

Şirketler arası birleşmeler her zaman tarafların karşılıklı anlaşmasıyla gerçekleşmeyebilir. Hedef firmanın yönetimi birleşmeye karşı olabilir ve bu nedenle birleşmeyi önleyici taktiklere başvurabilir. Özellikle halka açıklık oranı %50'nin üzerinde olan, yani sermayenin büyük bir kısmı dağınık bir şekilde pek çok küçük ortağın elinde bulunan şirketler düşmanca ele geçirmelerle karşı karşıya kalmaktadır. Halka açılmamış veya %50'nin altında bir oranda hisse senetleri halka arz edilmiş şirketlerde zoraki ele geçirilme imkanının olmadığını belirtmeye gerek yoktur. Başta ABD'de olmak üzere sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde halka açık şirketlerin açıklık oranları yüksek olduğu için zoraki şirket birleşmeleri yaygındır. Bu nedenle, bu gibi ülkelerdeki pek çok halka açık şirket ele geçirilme korkusu yaşamaktadır. Bu korku nedeniyle de bu şirketlerin yöneticileri zoraki birleşmeleri önlemek amacıyla çeşitli taktikler geliştirmişlerdir. Devralacak veya satın alacak şirket açısından bu taktikler birleşme planında hedef şirketin seçilmesinde dikkate alınması gereken önemli risk grubunu oluşturmaktadır. Finans literatüründe *savunma* ya da *köpek balıklarının savuşturma (shark repellent)* stratejileri olarak da adlandırılan bu taktiklerin başlıcaları aşağıda açıklanmaktadır (Sarıaslan ve Erol, 2008:404):

**1) Altın Paraşüt (Golden Parachutes):** Bu savunma taktiğinde firmanın mevcut yöneticileri ile çok yüksek tazminat ile iş sözleşmeleri imzalanmaktadır. Bu sözleşmelerde yüksek tazminat belirlenerek, gelecekte olabilecek bir birleşme ve ele geçirilme durumunda mevcut yönetimin değiştirilmesini çok maliyetli hale getirerek birleşme veya ele geçirmeyi engellemek/zorlaştırmak amaçlanmaktadır. Paraşüt yönteminde düzenlemeler üç farklı seviyeden oluşmaktadır. Bunlardan ilki, tepe yöneticileri için düzenlenen "altın paraşüt", ikincisi orta kademe yöneticiler için oluşturulan "gümüş paraşüt" ve sonuncusu daha alt düzey çalışanlar için olan "teneke paraşüt" olarak uygulanmaktadır (Miller, 2007:191-192).

**2) Beyaz Şovalye (White Knight):** Eğer birleşecek şirket birleşmeye engel olamayacağını anlarsa birleşmek isteyen firma yerine birleşme sonrası daha iyi çalışacağını düşündüğü başka bir şirketi -ki bu şirket genellikle düşmanca ele geçirmeyi planlayan şirketin en önemli rakibi olan şirket olmaktadır- kurtarıcı bir şirket (beyaz şovalye) olarak dostça birleşmeye davet eder. Ancak bu durumda da hedef şirket açısından

bir birleşme söz konusu olacağından bu yöntem en son başvurulacak yöntem olmakta ve hedef firmanın başka şansı kalmadığı zaman denenmektedir (Sarıaslan ve Erol, 2008).

**3) En Değerli Taşı Bloke Etmek (Crown Jewels Lock Up):** Hedef firma düşmanca satın alınma karşısında en değerli varlıklarını daha önce anlaştığı üçüncü bir firmaya satar. Böylece firma öncesine oranla daha az değerli görüneceği için satın almanın gerçekleşmesi engellenir (Gürdamar, 2007:49).

**4) Pac-Man Taktiği:** Adını, yakalanmaya çalışılan objenin, bir süre sonra dönerek kendisini kovalayanı yakalamaya çalıştığı bilgisayar oyunundan alan bu savunma taktiği, daha çok ABD’ de görülmektedir. Hedef şirket bir süre sonra taktik değiştirerek kendisini almak isteyen şirketi almak yönünde saldırıya geçmektedir. Bu durumda birleşmeyi isteyen kurum savunmaya geçecek ve saldırıyı bırakabilecektir (Pazar, 2002:57).

**5) Şirket Ana Sözleşmesinde Değişiklik Yapma:** Düşmanca ele geçirme hareketlerinden korunmada kullanılan yollardan birisi de şirketin ana sözleşmesinde ve yönetimle ilgili düzenlemelerinde değişiklikler yapmaktır. Bu takdikle, yönetim kurulunun görev süresinin uzatılmasına, yönetim kurulunun iki veya üç yıl için seçilmesine veya yönetim kurulu üyelerinin her yıl ancak bir bölümünün yenilenmesine olanak verecek şekilde ana sözleşmeye maddeler eklenmektedir. Böylelikle, ele geçirilme durumunda yönetim kurulunda karşı karar alabilme gücü elde tutulmaya çalışılmaktadır. Bu taktiğin bir başka versiyonu da, şirket ana sözleşmesinde değişiklik yapılarak birleşme gibi kararların alınmasında gerekli olan karar yeter sayısının artırılmasıdır. Diğer bir koruma yöntemi de, şirket ana sözleşmesine konulacak bir madde ile “altın hisse” yaratmaktır. Bu hisseye sahip olan ortağa yönetim imtiyazı verilerek ele geçirilme durumuna korunma sağlanmaktadır (Sarıkamış, 2003:69-70).

**6) Kıyak Çekme(Greenmail):** Bu taktikte hedef şirket, ele geçirme uğraşısı içinde bulunan bir şirketin topladığı kendi hisse senetlerini primli olarak geri satınalmayı teklif etmektedir. Hedef şirketi ele geçirmeyi planlayan şirket piyasadan hedef şirketin hisse senetlerinin yavaş yavaş toplar ve %10’a ulaşıncaya sermaye piyasası otoritelerine bilgi verir. Bundan sonra topladığı her %1’lik payı kamuya açıklar ve böylelikle şirketin ele geçirme niyeti ortaya çıkmış olur. Bu durumda hedef şirketin yönetimi daha ele geçirme gerçekleşmeden işin başında, hisse toplayan şirkete daha yüksek bir fiyattan topladığı

hisseleri geri alma teklifinde bulunarak ele geçirme teşebbüsünü bertaraf etmeye çalışabilir. Literatürde greenmail (kıyak çekmek) olarak da adlandırılan bu uygulama, bir şirketin ihraç ettiği kendi hisse senetlerini geri satın alma imkanı sağlayan yasal düzenlemelerin bulunduğu ülkelerde mümkündür (Sarıaslan ve Erol, 2008). Ülkemizde TTK'nın 329<sup>12</sup>,ncu maddesi bir şirketin kendi hisse senetlerini satın almasını yasakladığı için bu uygulamanın yapılması imkansızdır.

**7) Zehirli Haplar (Poison Pills):** Ele geçirmelere karşı savunma stratejilerinden birisi de ciddi bir ele geçirme adımı atıldığı zaman ya da hedef şirketin önemli bir kısmı ele geçirildiği zaman, zehirli haplar olarak adlandırılan ve şirketin finansal durumunu kötüleştiren yani şirketi zehirleyen araçların uygulamaya konulmasıdır. Örneğin tahvil ihraç eden bir şirket, gelecekte bir ele geçirilme durumunda tüm tahvillerin geri ödeme için çağrılacağını ve bedelinin primli olarak ödeneceğini belirten bir hükmü tahvil sözleşmesine ve/veya izahnameye koyabilir. Bir başka şirket aldığı kararlarla hisse senetlerinin belli bir oranının (örneğin %15'inin) piyasadan bir yatırımcı tarafından satın alınması durumunda, hisse senedine dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri ihraç etme ve mevcut hissedarlarına dağıtma biçiminde cazip imkanlar yaratabilir. Böylece bir ele geçirilme tehdidi durumunda bu tür düzenlemelerin uygulamaya konulacağı, dolayısıyla şirketin finansal durumunun bozulacağı ve ele geçirilme için cazibesini yitireceği düşünülür (Sarıaslan ve Erol, 2008).

#### 1.4.2. Devrolan Şirket Açısından Riskler

Devralınacak şirket, kendisini devralacak olan ve genellikle kendisinden daha büyük olan şirketin bol kaynaklarına sahip olmamaktadır. Bu nedenle birleşme sürecinde, birleşme veya devir işlemleri için çok daha fazla çaba harcamak zorunda kalmaktadır.

<sup>12</sup> 6102 sayılı yeni Ticaret Kanunu'nun 382. maddesinde;

*“Bir şirket kendi paylarını;*

*a) Esas veya çıkarılmış sermayenin azaltılmasına ilişkin 473 ilâ 475 inci madde hükümlerinin uygulanması sebebiyle,*

*b) Külli halefiyet kuralı gereğince,*

*c) Bir kanunî satın alma yükümü dolayısıyla,*

*d) Bedellerinin tümü ödenmiş olmak şartıyla veya cebrî icradan bir şirket alacağını tahsili amacıyla,*

*e) Şirket iştiğal konusu gereği,*

*379 uncu madde hükümleriyle bağlı olmaksızın iktisap edebilir.”*

hükmü yer almakta olup, bir şirketin kendi paylarını belirli koşullar altında iktisab etmesine izin verilmektedir.

Birleşme işlemlerine ilişkin prosedürlerin yerine getirilmesinde kilit çalışanlar şirket için hayati önem taşıyan müşteri ilişkilerinden ve faaliyetler ile ilgili sorumluluklarından uzaklaşmak zorunda kalmaktadırlar. Ayrıca, birleşme görüşmeleri süresince ve birleşme ihtimalinin kamu tarafından öğrenilmesiyle birlikte devralınacak şirket piyasada kimlik kaybına uğrayabilmektedir. Birleşme sürecinde devralan şirket ile yapılan görüşmeler, devralınacak şirketin bazı çalışanlarının kendilerini yeni şirketin bir parçası olarak görmemeleri sonucunu ortaya çıkarabilmektedir. Bu durum, hedef şirkette yoğun personel kaybına neden olabilmektedir. Diğer taraftan, gerçekten de devralacak şirket hedef şirketin tüm çalışanlarını istemeyebilir. Son olarak, çalışanların yeni şirkette bir araya gelmesi uzun yıllar boyunca oluşan sinerjinin ve iletişim ağının bozulmasına yol açarak devralınan şirket çalışanlarının güvensizliğini artırabilmektedir (Erkan, 2003).

#### **1.4.2.1. Yönetim Yapısının Bozulması ve İlginin Başka Alana Kayması**

Birleşme veya devralma görüşmeleri sırasında, devralınan şirketin yöneticileri zaman baskısı altına girmektedirler. Bu yöneticiler şirket yönetimi görevlerinin yanısıra, genellikle mevcut müşteri ilişkilerinde kilit pozisyonda olup, uygulayıcı grubu yönlendirmektedirler. Birleşme ve devralma görüşmeleri sırasında kritik günlük faaliyetler şirketin devamını tehlikeye sokabilecek dercede aksayabilmektedir. Görüşmelerin başarısızlığı halinde, küçük şirketin kilit müşterileri tutma potansiyelinde düşme gözlenebilmekte bu da şirketin karlılığını olumsuz yönde etkileme riskini ortaya çıkarmaktadır (Erkan, 2003).

Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemler gerçekleştirilirken genellikle şirketlerin bir araya getirilmesi sırasında bazı kültürel sorunlar ortaya çıkmaktadır. Birbirine benzer üretim ve yönetim tarzları bulunsa bile, her şirketin kendine özgü bir kültürü bulunmaktadır. Bu durumda farklı kültürlere sahip şirketlerin birleşmesi, öngörülemeyen kültür farklılığına, diğer bir deyişle anlaşmazlıklara ve sorunlara yol açabilmektedir. Bu durumda beklenen sinerji etkisi tam zıt yönde bir sonuç verebilmektedir. Ayrıca hedef durumunda bulunan şirket çalışanları, organizasyonun yönetim yapısının veya kültürünün değişmesi sonucunda işlerini ya da mevcut pozisyonlarını kaybetmeleri de mümkündür. Bu da hedef şirketin çalışanlarının konsantrasyonunu ve verimliliğini azaltmaktadır (Mallikarjunappa ve Nayak, 2007).

#### 1.4.2.2. Kimlik Kayması ve Eski Sinerjilerin Bozulması

Devralan şirket ile görüşmelerin başlamasıyla birlikte, şirketin iç kimliği zarar görebilir. Hedef şirket ile alıcı şirket izlenecek yol konusunda güçlü bir fikir birliğine sahip değilse, pazar payı, organizasyon kültürü, paylaşılan değerler ve görüşler devralan şirketin algılamasına göre şekillenecektir (Erkan, 2003). Hedef şirketin tüm değerleri şüpheli hale gelecek ve belkide birleşmede sinerji yaratması beklenen ve hedef şirketin en önemli üretim ve/veya yönetim kültürü/stratejisi kaybolabilecektir. Bu çerçevede, birleşme veya devralma görüşmeleri öncesinde, izlenecek yol konusunda görüş birliğine varılmış olması, olumsuz sonuçların ortaya çıkması ihtimalini azaltmaktadır.

Devralınacak şirket için ayrıca müşteri portföyünün onarılamaz biçimde yaralanması riski de sözkonusudur. Müşteriler yeni şirketin talepleri daha geç karşılayacağı ve maliyetleri yükselteceği yönünde endişelenmeye başlarlar. Rakipler durumu, şirketin bazı problemleri olduğu ve bunları aşmaya çalıştığı şeklinde yorumlarlar. Önemli müşteriler, atak rakiplerin hedefi haline gelir. Birleşme veya devralma görüşmelerinin başarısızlığı halinde, şirketin problemlerinin aşılamayacağı veya devralmaya değecek kadar iyi olmadığı imajı hakim olur. Bir başka deyişle, başarısız bir devralma işlemi devralınamayan şirket için her anlamda kayıp demektir (Erkan, 2003).

Birleşme veya devralma sürecinde, devralan şirkete yeni çalışanların entegre olması gerekecektir. Yeni çalışanlar entegre oldukça, iş dağılımı, uygulama yöntemleri ve ofis prosedürlerinin eski şekli değişecektir. Bu, bazı çalışanları rahatsız edecek ve güvensizliklerini artıracaktır. Yeni çalışanlar, müşteri yönetimi, iş dağılımı, proje yönetimi ve şirket yönetimi için hesap verilebilirliğin daha belirgin bir yapıda olduğu ve ortaklara daha büyük yük getirdiği büyük şirket ortamında çalışmayı öğreneceklerdir. Yeni ortamın baskısı ve performans standartları, devralınan şirketin ortaklarının bir kısmını yavaş yavaş izole edip sonunda da dışlayabilir (Erkan, 2003).



### 1.4.2.3. Karışıklık

Birleşmek veya devralınmak isteyen şirketler yalnızca yukarıda sayılan riskleri almakla kalmazlar. Bir kez birleşme veya devir konusunda prensip kararına varıldıktan sonra herşeyin yoluna gireceğini ve işlerin eskiden olduğu gibi yürütüleceğini varsayarak problemlerini artırmış olurlar. Oysa böyle olmaz, ilk planda alınan kararların uygulanması gerekmektedir. Birleşmenin en güç yanı, uygulama aşamasıdır. Hazırlık ve görüşme süreci ne kadar iyi geçerse uygulama da o denli etkili olur (Erkan, 2003).

İki şirketin bir araya gelmesi zor bir süreçtir fakat iki şirket birbirini bulmadan önce uygun bir şekilde hazırlanmışlarsa ve biraraya gelme konusunda uyumlu bir yaklaşım içindelerse başarıyla tamamlanabilir. Birleşme veya devralma şirketlerin pek çoğu için uygun değildir, daha çok küçük ve orta ölçekli şirketler için uygun olduğu görüşü yaygındır (Erkan, 2003). Birleşme öncesinde hedef şirketin organizasyon yapısının devralan şirket tarafından iyi analiz edilmemesi durumunda, birleşme sırasında ve sonrasında koordinasyonun sağlanmasını güçleştirecektir. Özellikle devralınan şirket açısından bu süreç tam bir karmaşa ortamı olarak algılanabilecektir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### PERFORMANS KAVRAMI ve PERFORMANSIN ÖLÇÜMÜ

Çağımız işletmeleri yoğun rekabet ortamında yaşamlarını sürdürebilmek için değişime ayak uydurmanın yanı sıra, örgütsel olarak da büyümek ve gelişmek zorundadır. Rekabetin gittikçe yoğunlaştığı küreselleşme ortamında performans yönetimi, ölçümü ve denetiminin önemi gün geçtikçe daha da artmaktadır.

Performans ölçümü, işletme sahipleri, yöneticiler, yatırımcılar ve kredi verenler gibi işletme içinden ve dışından birçok ilginin, işletme ile ilgili verdikleri kararları etkilemektedir. Bu nedenle, ister tam olarak sistematik bir şekilde olsun, isterse geçici bir süre veya belirli bir amaç için olsun, her işletme performans ölçümü yapmaktadır (Coşkun, 2006:120).

Bir sistemin performansı, belirli bir zaman sonucundaki çıktısı ya da çalışma sonucudur (Coşkun, 2006). Bu tanımdan, şirketlerin gerçekleştireceği faaliyetlerin tümünün performans ölçümüne konu olabileceği anlaşılmaktadır. Bu bağlamda birleşme faaliyeti de performans ölçümüne konu olmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde öncelikli olarak işletme performansı ve ölçümü üzerinde durulacak, sonra birleşme performansı ve ölçümü konusu irdelenecektir.

#### 2.1. İŞLETMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ

##### 2.1.1. İşletmelerde Performans Kavramı ve Performans Ölçümünün Gelişimi

Performans, kolaylıkla tanımlanabilen ya da katı çizgiler ile sınırları çizilebilen bir kavram değildir. Bir işletmenin başarısı ve devamlılığı, gösterdiği performansa bağlıdır. Çünkü ne kadar başarılı olduğunu bilmeyen, hedeflerine ne ölçüde erişebildiğini takip etmeyen bir işletmenin başarılı olması beklenemez. Bu bakımdan performans bilgisi, yönetimin gereksinim duyduğu öncelikli bilgiler arasında yer almaktadır.

*Performans* bir işletmenin belirli bir zaman diliminde elde ettiği başarı derecesi olarak tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle performans bir işi yapan bireyin, grubun ya da teşebbüsün o iş ile amaçlanan hedefe yönelik olarak nereye varabildiğinin nicel ve nitel olarak anlatımıdır (Tetik, 2003:222)

*Performans ölçümü* ise, bir kurumun kullandığı kaynakları, ürettiği ürünleri ve hizmetleri, elde ettiği sonuçları takip etmesi için düzenli ve sistematik biçimde veri toplanması, bunların analiz edilmesi ve raporlanması süreci olarak tanımlanır. Performans ölçümü, kurumun önceden belirlenen stratejik amaçları ve hedefleri doğrultusunda ne kadar ilerleme gösterdiğinin, kurumun güçlü ve zayıf yönlerinin ve kurumun gelecekteki önceliklerinin belirlenmesine yardımcı olur (Yenice; 2007).

Performans yönetimi amaç ve hedeflerin belirlenmesini, performansın ölçülmesini, değerlendirilmesini ve raporlanmasını içeren geniş bir kavramdır. Performans yönetimi kuruluşların belirlemiş olduğu stratejik hedeflere ulaşmasına yardımcı olur. Şirketlerin stratejik hedefleri doğrultusunda etkili bir performans yönetimi yapabilmesi için, belirli dönemdeki belirli kriterlere dayanarak performansını ölçebilmesi gerekmektedir (Demiraslan, 2007). İşletme performansı kavramı, yönetsel etkinliğin (performansın) bir alt konusunu oluşturmaktadır.

İşletme performansının en dar kavramı olan ve basit finansal çıktılarından oluşan finansal performans, firmanın ekonomik hedeflerini gerçekleştirmesi olarak kabul edilmektedir. Bu yaklaşımın tipik ölçütleri arasında satış artışı, karlılık, hisse başına kazanç gibi ölçütler yer almaktadır. İşletme performansının daha geniş kavramını oluşturan operasyonel performans kavramı finansal ölçütler yanında finansal olmayan ölçütleri de içermektedir. Pazar payı, yeni ürün, ürün kalitesi, pazarlama etkinliği, teknolojik etkinlik gibi kavramlar operasyonel performansın içinde yer alan diğer ölçütleri oluşturmaktadır (Ramanujam, 2009). Operasyonel performans ve finansal performans birleşerek işletme performansını oluşturmaktadır.

Geleneksel performans ölçümü olarak adlandırılabilen mali performansın sistemli olarak ölçülmesi iki aşamalı bir gelişim göstermiştir. Bunlardan ilki ondokuzuncu yüzyılın sonlarında başlamakta ve 1980'lerde sona ermektedir (Ghalayini ve Noble, 1996). Bu zaman aralığında belirgin olan, maliyetlerin izlenmesi ve kontrol edilmesidir.

Performansın takdirinde tamamıyla muhasebe verileri kullanılmış ve performans tamamen mali nitelikli olarak düşünülmüştür. Bu ilk döneme ait ilk derli toplu örnekler, ABD'deki bazı tekstil ve demiryolu işletmelerinin verimliliği ve maliyetleri kontrol edebilmek üzere kurdukları takip sistemleridir. Literatürde Du Pont, bir yönetim kontrol sisteminin ilk uygulandığı firma olarak adlandırılmakta, geliştirdikleri mali oranlar sistemi bir performans ölçümü çerçevesi olarak kabul edilmektedir (Neely vd., 2000). Adı geçen modelde bilanço ve gelir tablosu kalemleri kullanılarak özkaynak ve yatırım getirileri hesaplanmaktadır. Performans ölçümü ve yönetimine ilişkin yöntemler 1900'lerin başındaki bu gelişmelerden 1980'lere kadar olan dönemde sabit kalmıştır.

Performans ölçümü ve yönetiminin ikinci aşaması 1980'lerin ortalarında başlamıştır. 1980'ler, endüstri çağından bilgi çağına geçişin başladığı yıllar olarak kabul edilmektedir. Bu yıllardan itibaren teknolojik gelişmeler, deregülasyon ve küreselleşme nedeniyle örgütler büyümüşler ve çok sayıda pazarda faaliyet gösterir hale gelmişlerdir. Küreselleşme nedeniyle faaliyetlere şiddetli bir rekabet ortamında devam edilmiştir. Bütün bu gelişmeler ürünlerin, faaliyetlerin ve örgüt yapılarının karmaşıklaşmasına neden olmuştur. Diğer taraftan strateji, kalite, çalışan iş tatmini, müşteri memnuniyeti gibi kavramlar gün geçtikçe önem kazanmış, mali performansa ilave olarak mali nitelikli olmayan bu etkenlerin de işletmelerin sıhhatleri ve rekabet edebilirlikleri üzerinde önemli etkilerinin bulunduğunu ortaya çıkarmıştır. Tüm bu değişiklikler meydana gelirken, mevcut muhasebe temelli yapılarını korumakta olan, gelir, gider ve maliyetlere dair bilgi üretebilen, ancak önem kazanan bu mali olmayan göstergelere ilişkin bilgi üretemeyen yönetim muhasebesi/kontrol sistemleri yetersiz kalmışlardır (Neely, 1999). Literatürde geleneksel performans ölçüm yöntemleri olarak nitelendirilen bu yöntemlere bir çok açıdan eleştiri getirilmiştir. Bu eleştirilerden en önemlisi, mali ölçülerin geçmişe dönük olmaları nedeniyle geleneksel performans ölçümlerinin geçmiş performans hakkında bilgi verdiği, işletmenin gelecekteki performansı hakkında verdiği bilginin sınırlı kalmasıdır (Brignal ve Ballantine, 1996). Geleneksel performans ölçüm yöntemlerindeki bu temel kısıt bir taraftan iş hayatında yeni sistemlerin tasarlanmasına ve hayata geçirilmesine sebep vermiş, diğer taraftan performans ölçümüne hissedilir bir akademik ilgi doğurmuştur. Gerek akademik, gerekse profesyonel alanlardaki bu gelişmeler bir "performans ölçümü devrimi" olarak nitelendirilmiştir (Neely, 1999).

Bu yıllardan itibaren akademisyenlerce örgütlerdeki mevcut uygulamalar incelenmiş, optimal sistemlerin nasıl kurulacağına dair çalışmalar yapılmış ve modeller tasarlanmış, süreçler oluşturulmuş, hangi ölçülerin hangi şartlarda kullanılması gerektiğine ilişkin araştırmalar yapılmıştır. Bu bağlamda performans ölçümü ve yönetimi araştırmalarının iki ana kolda devam ettiği görülmektedir. Bunlardan ilki, geleneksel yöntemlerin yetersizliklerini ortadan kaldıracak şekilde geliştirilen ancak yine geleneksel yöntemlerin kullandığı mali verilere dayanan yine mali nitelikli olan modellerdir. Faaliyet temelli maliyetleme (ABC) ya da ekonomik katma değer (EVA) gibi popüler metodolojiler bu sınıfta yer almaktadır. Diğeri ise performansın çok boyutlu olarak ele alınarak izlenmesini sağlayan, mali ölçülerin yanısıra mali olmayan ölçülere yer veren modellerdir (Gates, 2000).

### **2.1.2. İşletmelerde Performans Ölçme Yöntemleri**

Performans ölçümü, basit anlamıyla hedeflere ulaşma derecesini ölçmek olarak tanımlanmaktadır (Tsang vd., 1999). Şirketlerin performanslarının ölçümünde işleyen sisteme bütün olarak bakmak gerekmektedir. Şirketlere bir sistemin bütünlüğü şeklinde bakılabildiği sürece performans ölçümü gerçek anlamda yapılabilmektedir. Bir işletmenin performansı, işletmenin amaçlarını gerçekleştirebilmek için gösterdiği tüm çabaların değerlendirilmesiyle ölçülebilmektedir. Performans ölçümü organizasyonun başarısı konusunda bir bilgi edinme yoludur. Teknik anlamda, olayların ve sonuçlarının, gözle görülebilen özelliklerini temsil eden değişkenleri bulma sürecidir (Akal, 2005).

Firma performansı ölçümü konusu her ne kadar farklı disiplinler tarafından farklı yaklaşımlarla incelse de tüm disiplinlerde temelde iki sorunun cevabının araştırıldığı görülmektedir. Bunlardan biri organizasyonel performansın belirleyicilerinin ne olduğuna ilişkin, diğeri performansın nasıl ölçülebileceğine ilişkindir. Performans ölçümü; firmanın performans düzeyinin belirlenmesi, yani kurumun faaliyetlerinde ve kaynak kullanımında ekonomiklik, etkenlik, verimlilik vb. ilkelere ne düzeyde ulaşabildiğinin ölçülmesi, sorunların tespiti ve iyileştirme için gerekli önlemlerin alınmasına temel teşkil eden bir yaklaşımdır. Performans ölçümleri, performans geliştirmeye yönelik amaçlara ulaşmak için önceden belirlenen performans belirleyicilerine veya göstergelerine göre,

firmanın kendi içinde gerçekleştirdiği sonuçları ölçmek için kullanılan yöntemlerdir (Elitaş ve Ağca, 2006).

Günümüzde gerek firma yöneticileri gerekse akademisyenler, yaşanan yoğun rekabet koşullarında yönetimin beklenti ve gereksinimlerini tam olarak karşılayabilen bir performans ölçüm sisteminin olmadığını fark etmişlerdir. Gerçekten de pek çok firmanın sadece finansal tabanlı performans ölçüm sistemlerini kullanması, kısa dönemli performans göstergelerine bağlı kalmaları ve firma performansını etkileyen faktörler arasındaki dengeleri kuramamaları bu alandaki temel eleştiri konuları arasında yer almaktadır (Özbirecikli ve Ölçer, 2002: 2).

Geleneksel performans ölçüm sistemlerinin kullanıldığı firmalarda karşılaşılan bu tür sorunların üstesinden gelinmesine yardımcı olmak için literatürde çok boyutlu performans ölçüm sistemlerinin geliştirildiği görülmektedir. Bazı araştırmacılar, firmalardaki performansın çok boyutlu olmasından dolayı, onun çok boyutlu olarak ölçülmesi gerektiğini ileri sürmektedirler. Bu çok boyutlu performans ölçüm yaklaşımlarından başlıcaları; 1990'lı yılların başlarında Kaplan ve Norton tarafından geliştirilen “Dengeli Ölçüm Kartı Tekniği” veya “Dengeli Performans Değerleme Tablosu” ya da yaygın olarak kullanılan adıyla “Performans Karnesi” (Balanced Scorecard) olarak ifade edilen yaklaşım, yine 1990'lı yılların başına Lynch ve Cross tarafından geliştirilen “Performans Piramidi” (Performance Pyramid) yaklaşımı, 1997'de Atkinson tarafından firmadaki paydaşları temel alan “Sorumluluk Temelli Yaklaşım”(Accountability Scorecard) veya (Stakeholder Approach) olarak ifade edilen yaklaşım ve 2001'de Neely vd. tarafından geliştirilen ve firmadaki paydaşların tatmini ve firmaya yapacakları katkıları temel alan “Performans Prizması” (Performance Prism) yaklaşımıdır (Elitaş ve Ağca, 2006) .

Bu çerçevede, performans ölçüm yöntemlerini mali tablo verilerine dayanan “*geleneksel performans ölçüm yöntemleri*” ve mali tablo verilerinin yanı sıra müşteri memnuniyeti, pazar payı, ürün kalitesi gibi bir çok boyutta ele alan “*çok boyutlu performans ölçüm yöntemleri*” olmak üzere iki ana başlıkta incelenmek mümkün bulunmaktadır. Aşağıda performans ölçüm yöntemleri tarihsel gelişim sürecine göre gruplandırılarak şematize edilmiştir:

**Tablo 5: Firma Performans Ölçüm Yöntemlerinin Karşılaştırılması**

Geleneksel Performans Ölçüm Yöntemleri	Geleneksel Olmayan Ölçüm Yöntemleri (Çok Boyutlu Yöntemler)
Finansal Tablo Analizi	Performans Karnesi
Faaliyet Temelli Maliyetleme (ABC Costing)	Performans Piramidi
Ekonomik Katma Değer (EVA)	Paydaş Temelli Performans Ölçüm Yöntemi
	EFQM Mükemmellik Modeli
	Performans Prizması
	Veri Zarflama Analizi

Çalışmanın ilerleyen bölümünde, herbir performans ölçüm yöntemine kısaca değinilecektir.

### 2.1.2.1. Geleneksel Performans Ölçüm Yöntemleri

Geleneksel ölçüm yöntemleri mali tabanlı analiz yapmaktadırlar. Bunlardan ilki oran analizi ile öne çıkan finansal analiz yöntemidir. Daha sonra finansal analizin çeşitli eksiklikleri dikkate alınarak mali tabanlı yeni performans ölçümü yöntemleri geliştirilmiştir. Bu yeni yöntemler de mali performansı ölçtükleri için geleneksel performans ölçüm yöntemleri içinde yer almakla birlikte, finansal analizle kıyaslandığında mali performansı daha gerçekçi ve açıklayıcı göstergeler ile takip ettikleri görülmektedir. Bu modellerin en popülerleri faaliyet temelli maliyetleme (ABC) ile ekonomik katma değerdir (EVA). Aşağıda, geleneksel performans ölçüm yöntemlerinden finansal analiz, faaliyet temelli maliyetleme (ABC) ile ekonomik katma değer yöntemleri açıklanmaktadır.

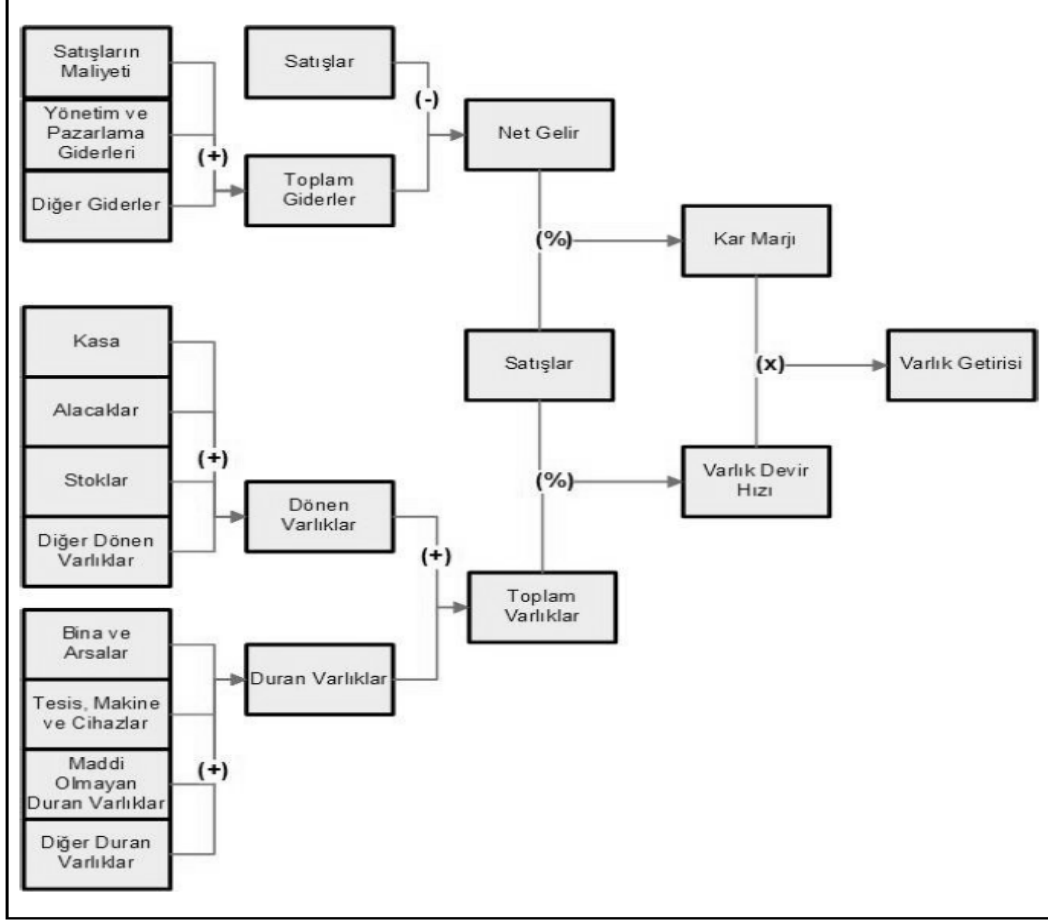
**1. Finansal Tablo Analizi:** Finansal tablo analizi, bir firmanın mali durumunu, faaliyet sonuçlarını ve finansal yönden gelişmesini değerlendirebilmek, gelişme yönlerini saptayabilmek ve o firma ile ilgili geleceğe dönük tahminlerde bulunabilmek için, finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesidir (Akgüç, 2010). Finansal analizlerde temel amaç karar vericilere işletmenin finansal durumu ve gelişimi ile ilgili bilgi aktarımıdır. Finansal analizler, yöneticilerin geleceğe dönük yönetim ve yatırım kararları almalarında, kredi veren kuruluşların söz konusu işletmenin kredi değerliliğini belirlemelerinde, yatırımcıların işletme ile ilgili yatırım tercihlerini değerlendirmelerinde yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla finansal analiz sonuçları sadece işletmeleri değil, ortaklar, çalışanlar, kredi verenler gibi geniş bir kitleyi ilgilendirmektedir (Demiraslan, 2007).

Finansal tablolar, kullanıcılarına işletme faaliyetleri hakkında önemli bilgiler sunmaktadırlar. Gerek işletme faaliyetlerinin doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi, gerekse işletmeye yatırım yapanların servetlerinin ne kadar arttığının belirlenmesi bakımından, bir dönem içinde yaratılan değer in tam ve gerçeğe uygun bir şekilde hesaplanması ve raporlanması önem taşımaktadır (Çelik, 2003; s.68). Finansal tabloların analizinde oran analizi başta olmak üzere, karşılaştırmalı tablolar analizi (yatay analiz), yüzde yöntemi ile analiz (dikey analiz), eğilim yüzdeleri yöntemi ile analiz (trend analizi) teknikleri kullanılmaktadır (Akgüç, 2010).

Bu teknikler içinde oran analizi örgütsel performansın ölçümünde en çok kullanılan yöntemdir. Tek girdi ve tek çıktı ile sınırlı olan oran analizinin yaygın olarak kullanılmasının nedeni, oldukça kolay bir yöntem olması ve çok az bilgi gerektirmesidir. Tek girdinin tek çıktıya oranı olarak tanımlanan oran analizinde (ratio analysis) her bir oran, kendi içinde performansla ilgili boyutlardan sadece bir tanesini hesaplayarak diğer oranları göz ardı etmektedir. Örneğin finansal analizlerde kullanılan oranlar, o faaliyet dönemi içindeki olayların yorumunu, yalnızca ilgili orana konu olan kalemler bazında yapmaktadırlar. Oran analizi ile yapılan performans değerlemesinin diğer bir zayıf yönü de, performans ölçümü yapılan şirketin oranlarının ya daha önceki yıllarla veya benzer büyüklükteki başka bir işletmeyle karşılaştırılması gerekliliğidir. Çünkü, karşılaştırma yapılmadan tek başına oranlar analiz yapanlara doğru bir değerlendirme imkanı sunmamaktadır. Bu nedenle, tekil oranların tek boyutluluğunu dengeleyen “genişletilmiş oran kümeleri” geliştirilmiştir (Yeşilyurt ve Alan, 2003). Genişletilmiş oran kümelerine en iyi örnek aşağıda şematize edilen DuPont oran analizidir:



Şekil 11: DuPont Mali Oranlar Piramidi



Kaynak: Neely vd. 2000. *Performance Measurement System Design: Developing and Testing a Process-Based Approach*. *International Journal of Operations & Production Management*, 20, 10, 2000, s. 1124.

Oran analizi, genel performans ölçümünde bir çok yetersizlikleri olmasına karşın tek girdili ve tek çıktılı analizler için hesaplanabilirliğindeki basitlik ve sadeliği nedeniyle en uygun performans değerlendirme yöntemi olarak görülebilir. Ancak oran analizindeki oran değerleri, en iyiye göre değil, var olan değerlerin birbirlerine bölümüyle elde edilmektedir. Bu ise, oran analizinin performans iyileştirilmesine yönelik bir analiz olmaktan çok, yalnızca bir durum belirlemesi olarak tanımlanmasına yol açmaktadır (Yeşilyurt ve Alan, 2003). Aşağıda, çeşitli çıkar grupları (stakeholders) açısından yapılacak analizlerde kullanılan ölçütlere yer verilmiştir:

**Tablo 6: Çıkar Gruplarına Göre Finansal Analiz Performans Ölçütleri**

<b>YÖNETİM</b>	<b>MAL SAHİPLERİ</b>	<b>YATIRIMCILAR</b>
<i>Faaliyet Analizi</i>	<i>Yatırım Getirisi</i>	<i>Likidite</i>
Brüt Kar Marjı	Toplam Net Değer Getirisi	Cari Oran
Kar Marjı	Özsermaye Getirisi	Asit Test Oranı
EBİT, EBİTDA, NOPAT	Hisse Başına Getiri	Nakit Oranı
Faaliyet Gider Analizi	Hisse Başına Nakit Akışı	
Katkı Analizi	Hisse Değer Artışı	
Faaliyet Kaldırıcı	Toplam Hissedar Getirisi	
<i>Kaynak Yönetimi</i>	<i>Kazanç Düzeni</i>	<i>Finansal Kaldıraç</i>
Aktif Devir Hızı	Kar Payı	Borç/Varlık Oranı
Stok Devir Hızı	Temettü Getirisi	Borç/Sermaye Oranı
Alacak Senetlerinin Yapısı	Temettü Karşılama Oranı	Borç/Özsermaye Oranı
Borç Senetlerinin Yapısı	Temettü /Aktif Oranı	
<i>Karlılık</i>	<i>Pazar Performansı</i>	<i>Borç Servisi</i>
Aktif Karlılığı	Fiyat/Kazanç Oranı	Faiz Karşılama Oranı
Faiz ve Vergi Öncesi Karlılık	Nakit Akış Çarpanı	Gen. Üret. Maliyeti Karşılama Oranı
Yatırım Getirisi Nakit Akışı	Piyasa/Defter Değeri Oranı	Nakit Akım Analizi
Serbest Nakit Akışı	Görelî Fiyat Hareketleri	
	Firma Değeri	

*Kaynak: Demiraslan, A. E. 2007. İşletmeler İçin Performans Ölçümü Bir Finansal Performans Değerlendirme Modeli Önerisi. Celal Bayar Üniv. Sos. Bil. Enst. İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Manisa. s.26.*

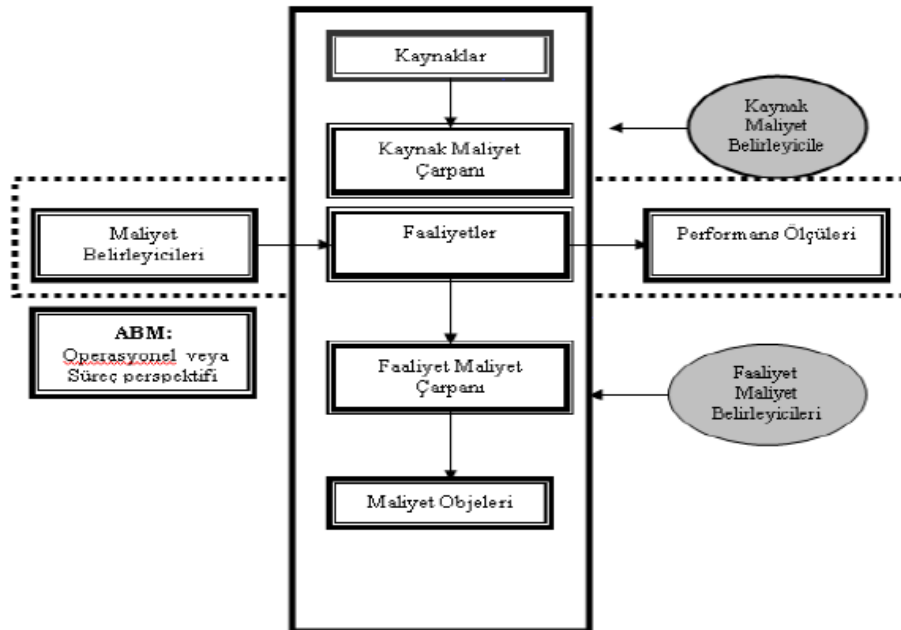
**2. Faaliyet Temelli Maliyetleme (ABC Costing):** Faaliyet tabanlı maliyetleme (Activity Based Costing - ABC), 1980'lerin sonlarında geleneksel maliyet muhasebesinde iyice ortaya çıkan yetersizliklerin önüne geçebilmek amacıyla bir maliyet muhasebesi tekniği olarak geliştirilmiştir. Adı geçen teknik, günümüzde faaliyete dayalı yönetim (Activity Based Management-ABM) olarak adlandırılmakta olan bir performans ölçümü ve yönetimi modeline öncülük etmiştir (Işıl, 2006). Faaliyet bazlı maliyetleme, faaliyetlerin, kaynakların ve bir maliyetin ortaya çıkmasına neden olan faktörlerin maliyet ve performanslarını ölçme yöntemidir (Çam, 2006:98).

Faaliyet Tabanlı Maliyetleme, maliyet unsurlarını ve faaliyetlerle ilişkili sürecin maliyetini ve başarısını, faaliyet ölçütleri ile faaliyetler arasındaki neden sonuç ilişkisine dayandırarak ölçen bir yöntemdir. Maliyetler, kaynakların kullanımına göre faaliyetlere yüklendikten sonra, faaliyetlerin kullanımı esasına göre mamullere veya siparişlere yüklenmektedir. Özetle, faaliyet tabanlı maliyetleme yöntemi, genel üretim maliyetlerinin dağıtımında ürünü oluşturan faaliyetleri dikkate alıp gerçeğe olabildiğince yaklaşma, doğru ve sağlıklı değerlendirmeler yapma olanağı sağlayan yeni ve ileri bir yaklaşımdır. Yöneticileri çarpık bilgidan koruması, doğru fiyatlandırma kararları verme olanağı ve ürettiği faaliyet/maliyet oranının verimlilik ölçütü olarak kullanılabilmesi bu yöntemi

geleneksel yaklaşıma oranla daha üstün kılmaktadır. Tüm bu nitelikler faaliyet tabanlı maliyetleme yönteminin sadece biçimsel bir muhasebe yöntemi değil, aynı zamanda işletme stratejisini uygulamak için önemli bir yöntem olduğunu göstermektedir. Faaliyet tabanlı maliyetleme yöntemi genel üretim maliyetlerinin dağıtımında yeterli olmasına karşın, sermaye maliyetlerinin tam olarak dağıtımında yetersiz kalmaktadır. Bu yetersizliği ortadan kaldırmak için Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi ile birleştirilmesi gerektiği ileri sürülmektedir (Çam, 2006:100-101).

Bu yöntemin *maliyet perspektifini oluşturan* faaliyet tabanlı maliyetleme, Şekil-14'de görüldüğü gibi geleneksel mamul maliyetlemesinden farklı bir perspektif ile ortaya çıkan maliyetlerin bütçe kaynaklarından *kaynak maliyet belirleyicileri* yoluyla faaliyetlere-oradan da *faaliyet maliyet belirleyicileri* yoluyla maliyet objelerine doğru izlenmesi ile ilgili iki aşamalı bir süreçtir (Çam, 2006:98).

**Şekil 12: Faaliyet Tabanlı Maliyetleme Yönteminin Uygulama Aşamaları**



Kaynak: Cooper ve Kaplan,1998, s.116 (aktaran Çam, M., *Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (FTMY) Birlikte Kullanımı*. Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 15, Sayı 2, 2006:98).

Faaliyet temelli maliyetlemede işleyiş şu şekildedir: İlk olarak örgütteki faaliyetler tanımlanmakta, maliyetlerin izlenmesini sağlamak amacıyla işletmenin süreçleri ve bu süreç içerisindeki faaliyetleri ve bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için yapılması gereken görevlerin belirlenmesi gerekmektedir. İkinci aşamada ise faaliyet maliyetleri, bir

faaliyetin sıklığını ve şiddetini ölçen üretim ve satış hacmi, kurulum sayıları gibi faaliyet maliyet belirleyicileri kullanılarak mamul/hizmet, proje ve müşteri gibi maliyet objelerinde izlenmektedir (Çam, 2006). Böylece faaliyetler ile maliyetler ilişkilendirilmekte, bunun akabinde ürün ya da müşteri gibi maliyet nesnelерinin “tükettiği” faaliyetler belirlenerek maliyetler ile çıktılar arasında ilişki kurulmaktadır. Böylelikle ürünlerin, müşterilerin ve süreçlerin maliyetleri ve yarattıkları değerleri daha sağlıklı olarak belirlenmektedir.

**3. Ekonomik Katma Değer (Ekonomik Value Added-EVA):** Ekonomik katma değer (EVA), bir zaman diliminde işletme ya da işletme birimleri ve çalışanlarınca yaratılan “değer”i ölçen ölçüye verilen addır. Bu ölçü, ABD menşeli bir danışmanlık firması olan Stern Stewart & Co tarafından geliştirilmiştir. EVA, sadece bir performans ölçüsü değil, bu ölçüyü temel alan bir performans ölçüm ve yönetim çerçevesidir. EVA’nın 1990’lı yıllarda popülerlik kazanması neticesinde farklı danışmanlık firmalarınca geliştirilmiş türevleri ortaya çıkmıştır (Işıl, 2008:61).

Değer tabanlı performans ölçüleri arasında değeri doğru olarak ölçmek, işletmede değer yaratma anlayışını yerleştirerek farklı bir kültür yaratmak açısından EVA başarılı bir yöntem olarak görülmektedir. EVA, işletmenin vergi sonrası net faaliyet kârının, o kârı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değerdir. EVA şirket hedeflerinin saptanmasından stratejik planlamaya, bütçelemeden fiyatlamaya, teşvik sistemi oluşturulmasından insan kaynaklarına kadar uzanan bir finansal yönetim sistemidir (Hacıüstemoğlu vd., 2002:2). EVA, gerçek ekonomik karın veya gelirlerin, yatırımcıların karşılaştırılabilir risk düzeyindeki başka yatırımlardan elde etmek isteyecekleri minimum getiri oranından ne kadar az veya çok olduğunu göstermektedir (Topal, 2008:251).

Geleneksel performans ölçüleri, performans değerlemede sermaye maliyetlerini dikkate almadıklarından, yaratılan değeri doğru olarak ölçmede yetersiz kalmaktadırlar. EVA gibi değer tabanlı ölçüler ise, kaynakların doğru olarak tahsis edilmesine, işletmenin kendini diğer işletmelerle karşılaştırmasına, sermaye maliyetlerini netleştirerek yatırım kararlarına odaklanmaya olanak tanımaktadır. Ekonomik Katma Değer bir işletmenin yarattığı ya da kaybettiği değerın dönemsel olarak bir yıllık tutarıdır. İşletmenin tümü için hesaplanabileceği gibi her bölüm için ayrı ayrı da hesaplanabilmektedir. Bölüm bazında ya da ürün bazında hesaplandığında her bir bölüm ya da üretim hattı farklı bir işletme olarak düşünülmektedir. Bölüm ya da ürün bazında hesaplanan EVA her bir bölüm ya da ürünün

işletme adına yarattığı ya da kaybettiği değeri göstermektedir. Böylece ürünler ya da bölümler arasında kıyaslama yapma şansı yaratılmaktadır (Hacırustemoğlu vd., 2002).

Ekonomik katma değer, faaliyetlerden bir dönemde elde edilen kardan, karın elde edilmesinde kullanılan sermayenin fırsat maliyetinin düşülmesi ile bulunan parasal bir büyüklük olup aşağıdaki şekilde formüle edilmektedir:

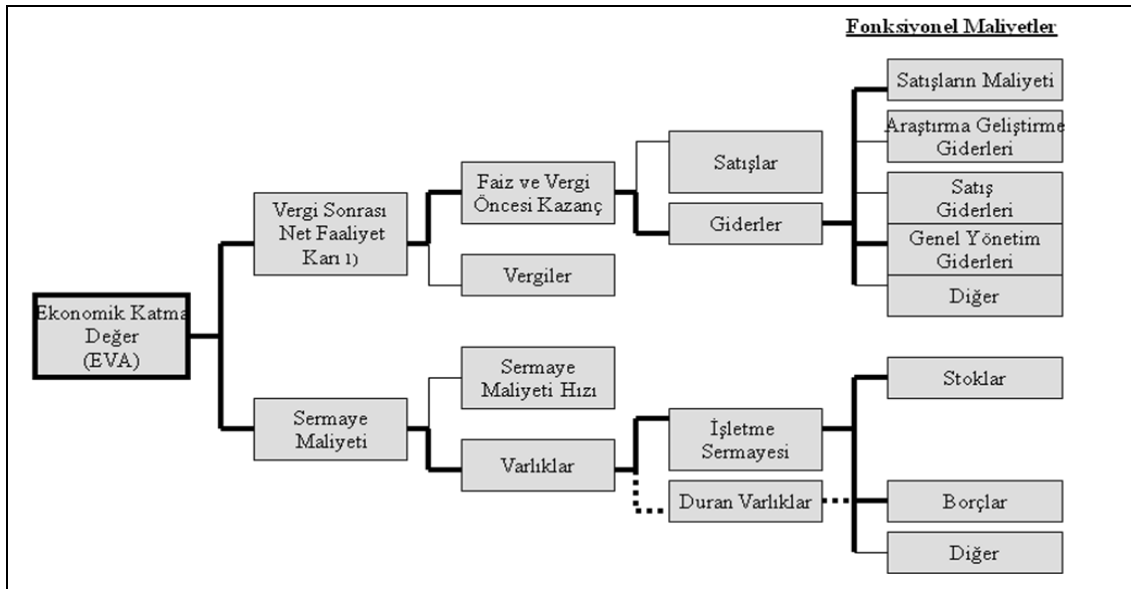
$$EVA = NOPAT - \%C (TC)$$

Formülde,

NOPAT : Vergi Sonrası Faaliyet Karı  
 % C : Yüzde Sermaye Maliyeti  
 TC : Toplam Sermayeyi

ifade etmektedir. EVA yukarıdaki formülden yola çıkılarak aşağıdaki gibi şematize edilmektedir:

**Şekil 13: EVA'ya Şematik Bakış**



**Kaynak:** Hacırustemoğlu vd. 2002. *Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı)*. Mali Çözüm Dergisi. Haziran. Sayı 59. s.10.

Geçmiş döneme ait muhasebesel büyüklükler üzerinden hesap edildiği için EVA da bir muhasebe tabanlı ölçüdür, ancak pay başına getiri ya da yatırım getirisi (ROI) gibi

geleneksel muhasebe ölçülerinin eleştiri konusu olan; (i) sermaye maliyetini dikkate almama, (ii) dış raporlama yükümlülüklerinden fazlasıyla etkilenme konularında yaşanan sıkıntıları ortadan kaldırarak yöneticilerin hatalı karar almalarına neden olan etkenleri en aza indirgediği iddia edilmektedir. EVA'nın bir performans ölçüm modeli olarak kullanılmasındaki temel dayanak, bu ölçünün geleneksel muhasebe ölçülerine göre pay sahibi servetindeki değişimleri daha doğru izleyebildiği iddiasıdır. Bu varsayımına göre, EVA'nın artması pay sahiplerinin servetlerinin de artmasını sağlamaktadır. Pozitif ekonomik değer üretimine yol açan faaliyetlerin aynı zamanda şirket değerini ve pay sahiplerini de olumlu yönde etkileyeceklerine göre, karar alma sürecinde ve faaliyet sonuçlarının ölçüm ve değerlendirilmesinde ekonomik katma değer baz alınması ile örgütün etkinleşmesi sağlanabilmektedir.

EVA ölçüsünü yatırım kararlarında uygulayan bir örgüt, halihazırda yürüttüğü faaliyetlerine daha az sermaye bağlamak ya da aynı sermayeyle elde ettiği geliri arttırmak için efor sarfedecek, yeni sermaye yatırım kararlarını üretilen katma değeri dikkate alarak verecek, katma değer üretmeyen faaliyetlerini ve varlıklarını tasfiye ederek elde edeceği serbest sermayeyi daha verimli alanlarda kullanmaya gayret gösterecektir. Ayrıca, çalışanların yarattıkları katma değer üzerinden ücretlendirilmeleri ile çalışanlar ve pay sahipleri arasında amaç birliği sağlanmaktadır. Böylelikle alınan yönetsel kararların ve yürütülen faaliyetlerin şirketin değerinin artırılması amacıyla hizmet etmesi teminat altına alınmaktadır

EVA yaklaşımının eleştirilen yanları da mevcuttur. Ekonomik katma değer piyasa değerindeki değişiklikleri geleneksel ölçülerden ne kadar daha başarılı olarak açıkladığı konusunda sonuçlar çelişkilidir. EVA'nın pay sahibinin servetini iyi açıkladığı kabul edilse dahi, örgüt içinde yönetsel amaçlarla başarıyla kullanılması anlamına gelmemektedir. EVA'nın hesaplanması için finansal muhasebe rakamlarında kompleks düzeltmeler yapılması gerekmektedir. Bunların ötesinde EVA, mali tabanlı tüm sistemler için vurgulanan kısa vadeye odaklı olması, sebepler konusunda zayıf açıklama yeteneğine sahip olması, bilgilendiriciliğinin yalnızca geçmişe dönük olması gibi aksayan noktaları da barındırmaktadır (Işıl, 2008:63).

### 2.1.2.2. Geleneksel Olmayan (Çok Boyutlu) Performans Ölçüm Yöntemleri

İşletmelerde finansal göstergelere dayalı performans değerlemenin eksik yönlerinin fark edilmesi, örgütsel performansın değerlendirilmesinde çok boyutlu performans değerlendirme modellerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Çok boyutlu performans değerlendirme modelleri, işletmelerin tüm boyutlarıyla değerlendirilmesini sağlayarak yöneticilerin, işletmelerini değerlendirme biçimleri ile zaman ve kaynakların kullanım şekillerini önemli ölçüde etkilemektedir. Çok boyutlu performans değerlendirme modelleri, strateji, müşteriler, kalite, kârlılık, insan kaynakları, yenilik, esneklik gibi öncelikli olarak yönetim değerlerini destekleyen geniş çaplı ve fakat subjektif performans göstergelerini kullanmaktadır. Performansı çok boyutlu olarak değerleyen modellerin başlıcaları performans karnesi (balanced scorecard), performans piramidi (performance pyramid), performans prizması (performance prism), mükemmellik modeli (EFQM), veri zarflama (data envelopment analysis) ve performans ölçüm matrisidir (Ağca ve Tunçer, 2006. 174). Aşağıda her bir model kısaca ele alınacaktır.

**1. Performans Karnesi/Dengeli Skorkart (Balanced Scorecard):** Performans karnesi veya dengeli skorkart (balanced scorecard) modeli yöneticilere, firmanın vizyon ve stratejisinin, bir dizi tutarlı performans göstergesi haline dönüştürüldüğü geniş kapsamlı bir çerçeve sunmaktadır. Burada önemli olan çeşitli ölçüm şekilleriyle şirketin temel amaçları arasında bağlantılar kurmaktır. Ölçüler yoluyla firmadaki tüm çalışanlara bugün ve gelecekte başarı elde etmeyi sağlayacak faktörler hakkında bilgi vermektedir. Organizasyonun elde etmek istediği sonuçlar ve bu sonuçları elde etmeyi sağlayacak faktörlerin belirlenmesiyle, üst düzey yöneticiler, tüm çalışanların enerji, yetenek ve bilgisini uzun dönemli amaçlara ulaşabilmek için yönlendirme imkanına kavuşmaktadırlar. Bu anlamda, model bir kontrol sistemi olmaktan çok iletişim, bilgi ve öğrenme sistemi olarak kullanılmaktadır. Dünya çapında kabul görmüş bir yönetim muhasebesi aracı olan performans karnesi, finansal performans ölçütlerinin yanında finansal olmayan performans ölçütlerinin de kullanılmasını önererek, kurumsal performansın çok boyutlu olarak ölçülmesini ve işletmelerin stratejilerine odaklanmasını sağlamıştır (Ağca ve Tunçer, 2006: 177).

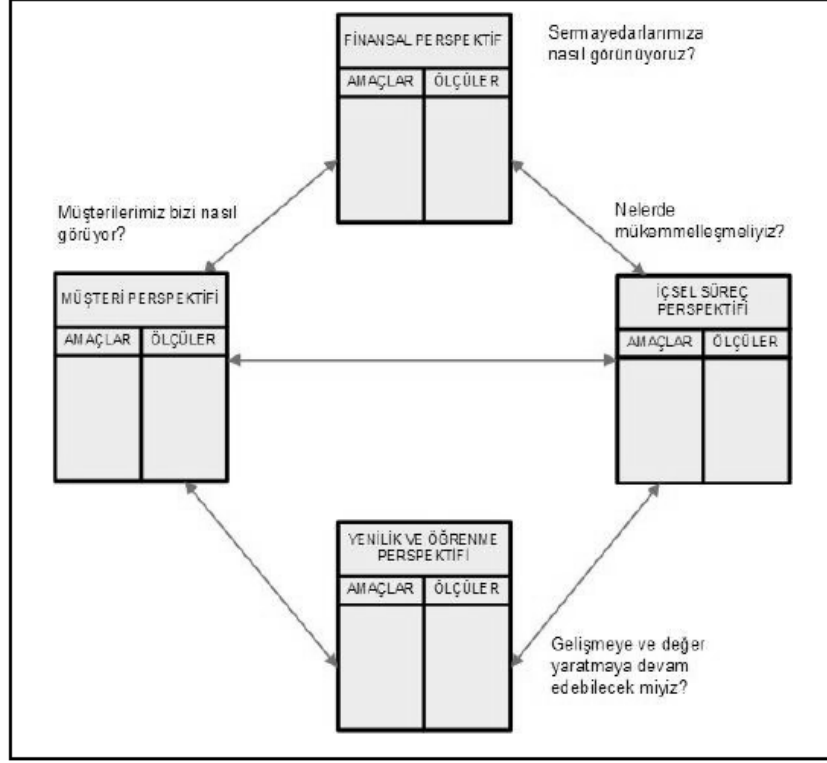
Performans karnesi, işletmelerin misyonunu ve stratejilerini kapsamlı bir performans ölçütleri setine dönüştürerek stratejik performans ölçümü ve yönetimi için bir

çerçeve oluşturan, ölçme esasına dayalı bir stratejik performans yönetim sistemidir. “Ölçülemeyen yönetilemez” ilkesini esas alan performans karnesi, birden fazla performans bileşenin ölçülmesi ve her bir performans ölçüm sonucuna belirli bir ağırlık verilerek özet bir şekilde raporlanmasına dayalı bir performans ölçüm modeli olarak ortaya çıkmıştır (Kaplan ve Norton, 1996).

Performans karnesi kavramının özünde, bir kurumun başarıya ulaşabilmesi için kurumsal performans ölçütlerine “dengeli” bir şekilde bakılması gerektiği önermesi yer almaktadır. Performans karnesi, finansal boyut, müşteri boyutu, süreçler boyutu ve öğrenme ve gelişme boyutu olmak üzere dört boyuttan oluşmaktadır. *Finansal performans göstergeleri*; şirket stratejisinin, uygulamalarının ve yönetiminin karlılık artışı sağlayıp sağlamadığını göstermektedir. En sık rastlanan finansal hedefler karlılık, büyüme ve hisse senetlerinin değeridir. *Müşteri boyutu* ise, şirket tarafından üretilen ürünlerin kalitesinin müşteriler tarafından değerlendirildiğini dikkate almaktadır. Bu bağlamda, hizmetlerin kalitesi, hata oranı, hizmetlerin zamanında yerine getirilme oranı gibi göstergeler kullanılarak müşteri boyutu ölçülmektedir. Müşteri odaklı bir yönetim sisteminde müşterinin beklentilerini karşılamak için şirket içinde ne gibi düzenlemeler yapılması gerektiği *süreç boyutunu* oluşturmaktadır. Bu boyutta, ürünlerin üretilmesi veya hizmetlerin yapılmasında şirketin kullandığı süreçlerin işleyişi ele alınarak, müşterilerin sürekli değişen talepleri karşılanmaya çalışılmakta ve bu taleplerin ne ölçüde giderildiği ölçüm konusu olmaktadır. Son olarak *yenilik yapma, öğrenme ve gelişme boyutu* ise, şirketin yeni ürünler geliştirip geliştirmediği veya mevcut ürünlerinin üretim süresini kısaltıp kısaltmadığı ya da mevcut piyasa payının artıp artmadığı gibi göstergelerle ölçülmektedir. Bu alandaki ölçümler, şirketin uzun vadeli amaçlarının gerçekleşmesi için son derece önemlidir (Yenice, 2007).



**Şekil 14: Performans Karnesi Yöntemi (Balanced Scorecard)**



*Kaynak: Kaplan ve Norton, "The Balanced Scorecard - Measures that Drive Performance", Harvard Business Review, January - February 1992, s. 72 (aktaran Işıl, Ö, 2006:73)*

Yukarıda ifade edilen boyutları bir öğrencinin karnesindeki dersler ve aldığı notlar olarak düşünmek mümkündür. Bu sistemin başlangıç noktası şirketin vizyonunun ve stratejisinin belirlenmesi olmaktadır. Daha sonra Dengeli Puan Tablosu sistemi için belirlenen dört boyut şirket stratejilerine ulaşacak şekilde düzenlenmektedir. Performans karnesinin boyutlarının ağırlıkları her işletme için farklı olmaktadır. Norton (2000:13-14), performans karnesinin dört boyutuna, finansal boyut %22, müşteri boyutu %22, süreçler boyutu %34 ve öğrenme ve gelişme boyutu %22 olmak üzere, dengeli bir şekilde ağırlık verilmesini önermiştir. Ayrıca, performans karnesindeki ölçüt sayısının da dengeli bir şekilde dağıtılarak, finansal boyutta 5, müşteri boyutunda 5, süreçler boyutu 8-10 arası ve öğrenme ve gelişme boyutu 5 olmak üzere, toplam 23-25 arasında olması gerektiği belirtilmiştir.

Performans karnesi kavramında yer alan "dengeli (balanced)" ifadesi, performans karnesinin finansal ve finansal olmayan ölçütleri tek bir rapor içerisinde dengeli bir şekilde içerdiğini anlatmaktadır. Performans karnesi, finansal ve finansal olmayan performans ölçütlerinin birleştirilmesi ile, hem kısa vadedeki hem de uzun vadedeki işletme

performansına yöneticilerin dikkatini çekmektedir. Modelin başarısının önemli bir nedeni, kolay anlaşılır ve esnek olmasıdır. Kolay anlaşılırdır; çünkü söz gelimi bir EVA modelindeki gibi muhasebe düzeltmeleri ve komplike finansal hesaplamalar yoktur. Esnektir; çünkü perspektiflerin ve ölçülerin tercihi tamamen örgütlere bırakılmıştır. Bu sebeplerden dolayı ticari işletmelerden kar amacı gütmeyen işletmelere, üretim işletmelerinden hizmet sektörü işletmelerine kadar hemen her türlü örgütte uygulanmakta olan bir modeldir (Işıl, 2008).

**2. Performans Piramidi (Performance Pyramid):** Çok boyutlu performans değerlendirme modellerinden birisi de Lynch ve Cross tarafından geliştirilen Performans Piramidi'dir. Performans Piramidi Modeli; şirket, işletme, operasyon sistemi ve iş birimi düzeylerindeki genel göstergeleri tanımlamaktadır. Modelde, firmadaki performansın sonuç ve süreçlerini ortaya koyan finansal ve pazar olmak üzere iki temel boyut bulunmaktadır (Ağca ve Tunçer, 2006:179).

Performans piramidi, örgütlerde kurumsal strateji, stratejik iş birimleri ve operasyonlar arasında bağlantı kurmayı amaçlayan bir modeldir. Performans piramidi çerçevesinde örgüt hiyerarşisinin farklı kademelerindeki performans ölçüleri arasında nedensellik bağları olduğu varsayılmaktadır. Adı geçen çerçevede üst yönetimin belirlediği strateji, hedeflerin yukarıdan aşağıya iletilmesi ve performansın aşağıdan yukarıya doğru ölçülmesi ile örgüt geneline nüfus ettirilmektedir (Işıl, 2008).

Hiyerarşik bir yapıya sahip olan model Şekil-17'de şematize edilmektedir. Piramid dört seviyeden oluşmaktadır. Performans piramidinde sürecin işleyişi şu şekilde olmaktadır: Piramidin en üst seviyesinde tepe yönetimince işletmenin vizyonu ve buna uygun stratejisi tayin edilmektedir. İkinci seviyede, tanımlanmış strateji, iş birimleri için uzun ve kısa vadeli hedeflere dönüştürülmektedir. Bu seviyede kısa vadeli karlılık ve nakit akışı ölçüleri ("mali") ile uzun vadeli büyüme ve pazar pozisyonu ("pazar") ölçüleri tanımlanmaktadır. Üçüncü seviye, operasyon yönetimi seviyesidir. Bu seviyedeki performans ölçüleri; faaliyetler, müşteri memnuniyeti, esneklik ve verimlilik kıstaslarına göre değerlendirmektedir. Bu seviye operasyon süreçlerine odaklıdır ve örgütteki fonksiyonel sınırların üstündedir. En alt katmanda departmanların günlük faaliyetlerine ilişkin ölçüler bulunmaktadır. Bu kademedeki ölçüler kalite, dağıtım, proses süresi ve maliyetlere ilişkindir. Yine şekilde yer aldığı üzere her kademe için piramidin sol tarafı etkililiği, yani

dışarıya karşı performansı, sağ tarafı ise etkinliği, yani içsel performansı işaret etmektedir (Işıl, 2008:67).

**Şekil 15: Performans Piramidi**



**Kaynak:** Barutçugil, İ., 2002, *Performans Yönetimi, Kariyer Yayıncılık, İstanbul* (Aktaran Ağca ve Tunçer, 2006:180)

Performans piramidi nispeten dengeli bir modeldir; mali performansın yanısıra örgüt paydaşlarının memnuniyeti ve operasyonların etkinliği gibi mali olmayan performans boyutları da dikkate alınmaktadır. Modelde ayrıca performans ölçülerinin mükemmeli yansıtmadığı ve zaman içinde iyileştirilmesi gerektiği belirtilerek, sürekli iyileştirme ve dinamizmin önemi de açıkça vurgulanmaktadır. Ayrıca, hiyerarşik bir yapıyı, yatay ve süreç odaklı bir yapıyla birleştirmektedir. İçsel tarafların ilgilendiği, verimlilik, üretim hızı gibi ölçüler ile dışsal tarafların ilgilendiği müşteri memnuniyeti, kalite ya da dağıtım süresi gibi ölçüler arasında ayırım yapması da olumlu karşılanmaktadır (Işıl, 2008:67).

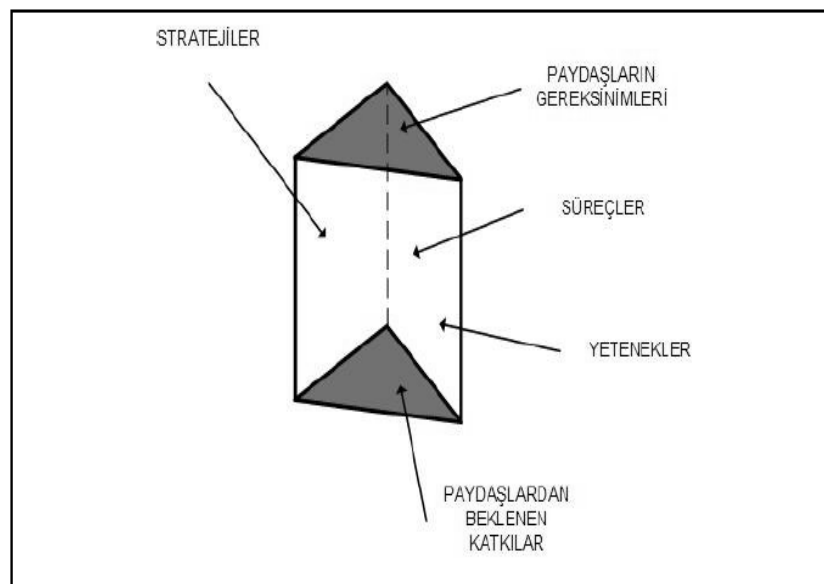
**3. Performans Prizması (Performance Prism):** Performans Prizması modeli Neely ve Adams tarafından 2001 yılında geliştirilmiştir. Performans ölçüm modelleri içinde en yenisi olan bu modelin en önemli özelliği paydaşlar konusundadır. Paydaş, kuruluşun ürün ve hizmetleri ile ilgisi olan, kuruluştan doğrudan/dolaylı, olumlu/olumsuz yönde etkilenen veya kuruluşu etkileyen kişi, grup yada kurumlardır. Bu bağlamda performans prizmasının tüm paydaşları kapsayan bir çatısı vardır. Paydaşlar iç paydaş ve dış paydaş olarak ikiye ayrılmaktadır. İç paydaşlara çalışanları, dış paydaşlara ise

hükümeti örnek göstermek mümkündür. Neely ve Adams, performans karnesi (Dengeli Skor Kartı) olmak üzere çeşitli işletme performansı ölçme modellerini inceledikten sonra modellerin eksikliklerini giderecek şekilde performans prizması olarak adlandırılan bu yenilikçi performans ölçme modelini geliştirmişlerdir.

Performans prizması, organizasyonun tüm anahtar paydaşları ile ilişkileri, organizasyonun stratejileri, süreçleri ve kabiliyetleri ile bağlantıları üzerinde durmaktadır (Demir ve Taşkın, 2008:1696-1697). Neely'nin diğer modellerde ve özellikle dengeli skorkartta eleştirdiği iki temel husus mevcuttur. Bunlardan birisi, dengeli skorkart, pay sahibi ve paydaş yaklaşımlarına karşı nötr bir duruşta, performans prizması paydaş kuramını merkezine almıştır. Neely, buna ilaveten dengeli skorkartın yalnızca müşteriler ve sermayedarlara açıkça odaklandığını, halbu ki performans prizmasının bunların yanısıra tedarikçiler, çalışanlar, kamu, baskı grupları gibi çok önemli diğer paydaşları da açıkça dikkate aldığını belirtmektedir. İkinci husus ise, dengeli skorkart örgüt stratejisini en üst öncelik olarak belirlemişken, performans prizması temel önceliği paydaşların ihtiyaçlarının karşılanması olarak kabul etmektedir (Işıl, Ö, 2008:75)

Performans prizması, her biri bir performans perspektifi olarak düşünülebilecek, birbiriyle ilişkili beş yüzeye sahip bir prizma olarak görselleştirilmektedir. Aşağıda model şematize edilmiştir:

**Şekil 16: Performans Prizması Modeli**



**Kaynak:** Neely vd. 2001. "The Performance Prism in Practice", *Measuring Business Excellence*, 5, 2, 2001, s. 12 (aktaran Işıl, Ö, 2008:75)

Şekilde her yüzey performans ölçüm sistemlerinde ele alınması gereken beş boyuttan oluşmaktadır (Demir ve Taşkın, 2008):

- *Paydaşların Memnuniyeti*: Organizasyonun anahtar paydaşları kimlerdir ve onların ihtiyaçları ve beklentileri nelerdir?
- *Paydaşların Katkısı*: Organizasyonun paydaşlardan ihtiyaç ve beklentileri nelerdir?
- *Stratejiler*: Bu ihtiyaçlar ve beklentiler setini sağlama noktasında organizasyonun ihtiyaç duyduğu stratejiler nelerdir?
- *Süreçler*: Bu stratejileri gerçekleştirebilmek için organizasyonun ihtiyaç duyduğu süreçler nelerdir?
- *Kabiliyetler/Yetenekler*: Bu süreçleri işletmek ve geliştirmek için organizasyonun ne tür kabiliyetlere ihtiyaç duyması ve sahip olması gerekir?

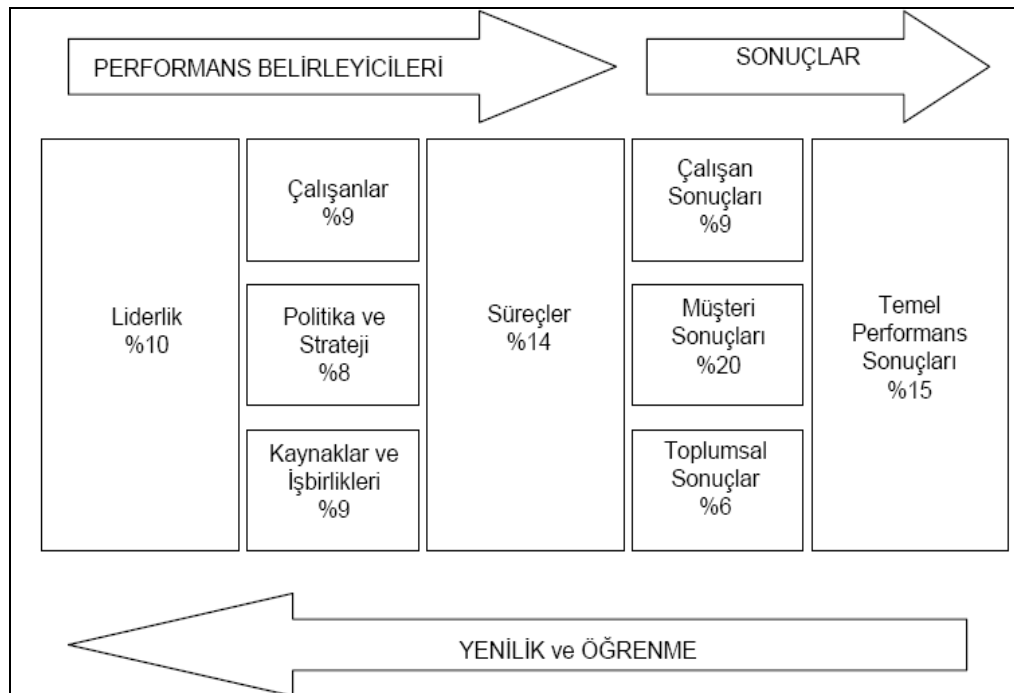
Yukarıda sıralanan sorular, ardışık adımlarını oluşturdukları bir performans ölçüm sistemi tasarım sürecini tanımlamaktadırlar: Öncelikle örgüt paydaşlarının kimler olduğu ve ihtiyaçlarının neler olduğu belirlenmekte, sonra bu ihtiyaçları karşılamak üzere stratejiler geliştirilmekte, geliştirilen stratejilerin uygulanması için ihtiyaç duyulan süreçler tanımlanmakta, bu süreçlerin hayata geçirilmesi için gerekli olan insan kaynağı, teknoloji ve diğer unsurlar saptanmakta, son olarak bu unsurların sağlanmasında paydaşlardan nasıl bir katkı sağlanacağı belirlenmektedir (Demir ve Taşkın, 2008). Bu bağlamda, performans prizması, örgüt paydaşlarına ilişkin en bütüncül yaklaşıma sahip model olarak göze çarpmaktadır.

**4. EFQM Mükemmellik Modeli:** İş mükemmeliği modeli, özellikle Avrupa'da yaygın olarak kullanılmakta olan, toplam kalite yönetimi odaklı ve Avrupa Kalite Yönetimi Vakfı (EFQM) tarafından geliştirilmiş bir modeldir. Model, örgütsel özdeğerlendirmede, örgüt performansının diğer örgütlerle karşılaştırılmasında, örgütteki iyileştirilecek alanların belirlenmesinde, örgüt genelinde ortak bir sözcük haznesinin ve düşünce tarzının oluşturulmasında ve örgüt yönetiminde bir araç olarak kullanılmaktadır. Model, örgütün paydaşlarını dikkate alan, çok boyutlu bir performans anlayışı olan ve tanımladığı performans boyutları arasında sebep sonuç ilişkileri olduğunu varsayan bir çerçeve olarak göze çarpmaktadır. Modelin temel işlevi, öne sürdüğü ilkeler ve tanımladığı performans kriterleri aracılığı ile örgütün kendisini değerlendirerek durumunu tespit

etmesine ve bu bilgiyi kullanarak sürekli iyileştirme çabalarını ifa etmesine yardımcı olmaktadır (Işıl, 2008).

Mükemmellik modelinde örgütsel performansa ilişkin 9 ana kriter tanımlanmaktadır. Bu kriterler; liderlik, çalışanların yönetimi, politikalar ve strateji, kaynaklar, süreçler, çalışanların tatmini, müşteri tatmini, toplum üzerindeki etki ve faaliyet sonuçlarıdır. Söz konusu kriterler performansın belirleyicileri (liderlik, çalışanlar, politika ve strateji, kaynaklar ve süreçler) ve performans sonuçları olmak üzere kendi aralarında sınıflandırılmaktadır. Her bir kriterin toplam performans üzerindeki etkisi göz önüne alınarak yüzde ağırlığı belirlenmekte ve toplam 1000 puan üzerinden yapılan değerlendirmede 750 puan (%75) ve üzeri faaliyet mükemmelliği olarak kabul edilmektedir. Aşağıda model şematize edilmiştir (Kocaman, 2006):

**Şekil 17: Mükemmellik Modeli**



**Kaynak:** Kocaman, N.G. 2006. *Performans Ölçümüne Geleneksel Olmayan Bir Yaklaşım: Kurumsal Karne Yöntemi*. s.96

Temelini toplam kalite yaklaşımından alan ve sürekli geliştirmeye odaklanan modelin en güçlü yönü; organizasyonlarda süreçlerin nasıl tanımlandığı, kaynakların nasıl dağıtıldığı, liderlik ve politikalara ilişkin detaylı bir gösterge seti kullanmasıdır. Örgütsel performansın belirleyicilerini kapsamlı olarak tanımlaması bakımından da model güçlüdür.

Mükemmellik modelinin zayıf noktası ise faaliyetleri stratejiyle açıkça ilişkilendirmemesidir (Kocaman, 2006).

**5. Veri Zarflama Yöntemi (Data Envelopment Model):** Veri zarflama yöntemi 1978 yılında Charnes, Cooper ve Rhodes tarafından geliştirilmiş bir performans ölçme modelidir. Uygulama alanları olarak hastaneler, eğitim kurumları, üretim, fast food restoranları, toptancı mağazaları, bankacılık, silahlı kuvvetler, uzay araştırmaları sayılabilir. Veri zarflama analizi, benzer işleri yapan çoklu girdi ve çıktıya sahip organizasyonel birimlerin göreceli etkinliklerini ölçmede kullanılan matematiksel programlama tabanlı bir yöntemdir. Veri zarflama analizinde temel varsayım, tüm işletmelerin benzer stratejik hedeflere sahip olması ve aynı tür girdi kullanıp aynı tür çıktı üretmesidir (Bayrak vd. 2004:163).

Veri zarflama yönteminin başarısı, görev odaklı olması ve özellikle aynı görevi yapan karşılaştırılabilir karar birimleri arasında, göreceli (teknik) etkinliğin ölçümünde kullanılabilmesinden doğmaktadır. Veri zarflama analizinin amacı, değerlendirilecek işletmeleri karakterize ederek ve gerçek verilere dayanarak etkinlik sınırının (efficient frontier) üzerinde olup olmadıklarını belirlemektir. Eğer işletme bu etkinlik sınırının üzerinde ise işletme etkin kabul edilmekte, değil ise işletmenin etkin olmadığı sonucuna varılmaktadır. Cooper vd.'ne göre, veri zarflama analizinin geniş kullanım alanı görmesinin bir nedeni de koşula bağlı gelişmelerin test edilmesinde kullanılabilmesidir. Karar vericiler, girdi ve çıktılar arasında yapılacak değişikliklerle, potansiyel gelişmelerin yönüne ilişkin senaryolar oluşturup, bunların çözümü için veri elde edebilme imkanına sahiptirler. Yöntem, belirtilen bu özelliği nedeniyle hipotetik çalışmalarda rahatlıkla kullanılmaktadır. Veri zarflama analizi, işletmelerin etkinlik değerlerini girdi ya da çıktı odaklı belirlemektedir. Girdi odaklı modelde, girdilerin minimize edilmesi amaçlanmaktadır. Çıktı odaklı model ise, eldeki girdileri değiştirmeden çıktıları maksimize etmeye çalışmaktadır (Kargın, 2007:107).

Veri zarflama analizinin etkinlik ölçümlerinde kullanılması gittikçe artmaktadır. Özellikle finans sektöründe bankaların karşılıklı etkinlik değerlendirmelerinde başvurulan araç konumuna gelmiştir. Yöntemin bankacılıkta hipotetik olarak kullanımı Cooper vd. (1999) tarafından gerçekleştirilmiştir. Japonya'da 1990 yılında gözlemlenen ekonomideki kötüye gidiş, birçok sektöre göre daha karlı ve istikrarlı olması beklenen, fakat öteden beri

zayıf ve verimsiz olan Japon finans sektörünü krize sürüklemiştir. Araştırmacılara göre, gayrimenkul fiyatlarındaki aşırı düşüşler sonucu inşaat sektörünün, bankalara olan borçlarını ödemede güçlük yaşamaması, bankaların iflas riskini arttırmıştır Japon bankacılık sektörünün yok olmaktan kurtulması için, Japon hükümeti genel bütçeden bankalara fon transfer etmiştir. Bununla birlikte bankaları finansal açıdan daha güçlü kılmak amacıyla, yeniden yapılandırmanın bir türü olan işletme birleşmeleri tavsiye edilmiştir (Cooper vd., 1999, s.140: aktaran Kargın, 2007).

Cooper vd. (1999), Japon hükümetinin önemseydiği birleşmeleri toplam 20 banka arasında, finansal yapıyı temsil eden, gerçekleşmiş üç yılın ortalama verileriyle, hipotetik olarak birleştirip, finansal etkinliklerinin nasıl iyileştirilebileceğini test etmişlerdir. Bu çalışmada hipotetik birleşmelerde kullandıkları yöntem veri zarflama analizi olmuştur. Yöntemde yararlanılan girdiler, banka şubesi, çalışanlar ve toplam aktifler iken, çıktı olarak net faaliyet karı kullanılmıştır. Girdi odaklı olarak yapılan analizler sonucunda, 20 bankanın etkinlikleri 0 ile 1 arasında bir değerle ifade edilmiştir. Etkinlikleri 1'den küçük olan bankalar birleşecek bankalar olarak kabul edilip, hipotetik olarak birleştirilmişlerdir. Burada birleşme etkisinin bir tür simülasyonu yapılmıştır. Örnek alınan veri zarflama analizi, 8 işlemde oluşan bir süreç halinde uygulanmıştır. İlk olarak bankaların ilk üç yıllık ortalama girdileri (X1, çalışanlar X2, varlıklar X3 gibi) ile çıktıları (net faaliyet karı Y1, vb.) derlenmiştir. Daha sonra toplanan girdi ve çıktı verilerine göre 0 – 1 arasında olacak şekilde etkinlik hesapları yapılmış, en düşük etkinlik değerine sahip iki banka hipotetik olarak birleşecek bankalar olarak seçilmiştir. Etkin olmayan bankaların nasıl etkin olacaklarını belirlemek üzere, her iki bankaya benzer ölçekte olan fakat etkinlik değeri daha yüksek bulunan bankaların girdi ve çıktı değerleri referans alınarak birleşecek bankaların ulaşmaları gereken “hedef girdi” (X1', X2' ve X3') ve “hedef çıktıların” (Y1') tutarları belirlenmiştir (projected values). Hedef girdi (X1', X2' ve X3') ve “hedef çıktıların” (Y1') tutarları kullanılarak etkin olmayan bankaların yeni veri seti oluşturulmuş ve yeniden yapılandırılmış bankalar elde edilmiştir. Yeni girdi ve çıktı değerleriyle etkinlik hesapları yeniden yapılmıştır. Beklendiği gibi bankaların yeni etkinlik değerleri eskiye göre yükselmiştir. Daha sonra, bankalar yeniden yapılandırılmış değerlerine göre birleştirilmiş ve bütünleşik bankanın etkinlik testi yapılmıştır. Birleşme sonucu oluşan yeni banka (hipotetik banka) ile yapılandırılmış bankaların, ayrı ayrı olarak etkinlik değerlerine bakılmıştır. Etkinliğin, birleşik banka yerine yapılandırılan bankalar lehine çıkması, birleştirme tercihinin uygun görülmemesi sonucunu yaratmıştır (Kargın, 2007).



**6. Performans Ölçüm Matrisi (Performance Matrix):** Performans ölçüm matrisi, performansın birden çok boyutunu dikkate alan dengeli bir ölçüm modeli olarak tanımlanmaktadır. Esnek ve basit bir model olması nedeniyle akademik çevrelerce itibar görmüş bir model olarak değerlendirilmekteyse de bazı boyutları ve boyutlar arası ilişkileri dengeli skorkart modelinde olduğu gibi somut olarak ortaya koyamadığı için eleştirilere maruz kalmaktadır (Neely vd, 2000).

Model Keegan vd. tarafından 1990'lı yılların başında geliştirilmiştir. Model temel olarak işletme performansını bir taraftan mali ve mali olmayan, diğer taraftan içsel ve dışsal verilere dayandırarak ölçmektedir. Modelin bu özelliği işletmelere, stratejik hedeflerini belirleyerek bunları hiyerarşik bir şekilde performans ölçülerine dönüştürmekte yardımcı olmaktadır. Aşağıda model şematize edilmiştir:

**Şekil 18: Performans Ölçüm Matrisi**

	MALİ OLMAYAN	MALİ
DİŞSAL bbbbbb	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪Piyasa Payı</li> <li>▪Sürekli Müşteri Sayısı</li> <li>▪Müşteri Şikayet Sayısı</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪Rakiplere Göre Maliyet Yapısı</li> <li>▪Görelî AR-GE Maliyetleri</li> </ul>
İÇSEL bbb	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪Tasarım Süresi</li> <li>▪Zamanında Dağıtım Oranı</li> <li>▪Yeni Ürün Sayısı</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪Tasarım Maliyetleri</li> <li>▪Üretim Maliyetleri</li> <li>▪Pazarlama ve Yönetim Maliyetleri</li> </ul>

**Kaynak:** Neely, A., Bourne, M. ve Kennerley, M. 2000. *Performance Measurement System Design: Developing and Testing a Process-Based Approach*. *International Journal of Operations & Production Management*, 20, 10, 2000, s. 1122.

Yukarıdaki şekilden de görüleceği gibi, model ikiye iki [2,2] olan bir matristen oluşmaktadır. Bu matrisin sütunları mali ve mali olmayan, satırları içsel ve dışsal olarak belirlenmiştir. Matrisin hücreleri bu dört perspektife göre sınıflandırılan çeşitli performans ölçüleri ile doldurulmakta ve böylelikle farklı performans boyutları arasında bir denge kurulmaktadır. Bu modelde de tıpkı performans karnesinde olduğu gibi şirketin vizyonu ve stratejisi çerçevesinde içsel-dışsal ve mali-mali olmayan olmak üzere dört boyutta

puanlandırılarak performansın ölçülmesini amaçlamaktadır. Ancak performans matrisinin en çok eleştiri alan yönü performans boyutları arasındaki ilişkiyi performans karnesi kadar net bir şekilde ortaya koyamamış olmasıdır (Neely, vd., 2000:1122).

### **2.1.3. İşletmelerde Performans Analizlerinde Kullanılan Ölçütler**

Bir işletmenin herhangi bir alanda göstermiş olduğu başarı bir ölçüt aracılığıyla ölçülmektedir. Neely ve diğerlerine göre performans ölçüsü, bir eylemin etkinliğini ya da etkililiğini sayısallaştırmakta kullanılan ölçüdür (Neely vd., 1995). Benzer şekilde Lohman performans göstergesini bir sürecin tamamının ya da bir kısmının etkinliğini ya da etkililiğini nicel olarak verilmiş bir hedef ya da norma göre ifade eden değişken olarak tanımlamıştır (Lohman vd., 2004). Bir performans ölçüsü, bu ölçünün fiili değerinin tesis edilmiş bir standart ya da hedef ile karşılaştırılmasıyla ya da bir zaman dilimi içinde bu ölçütün aldığı diğer değerler ile kıyaslanmasıyla kullanılmaktadır (Tangen, 2005).

Ölçüt olmaksızın performans ölçümünden söz edilmesi imkansızdır. Diğer taraftan doğru ölçütlerin seçimi performans ölçümünün başarısını tayin etmektedir. Ölçütlerin başarısı, bunların kolaylıkla hesaplanabilir, anlaşılır, nesnel, çok sayıda ve tamamlayıcı, sahil, bilgilendirici, maliyetinden fazla yarar sağlayan, nedensellik bağıyla birbirlerine bağı, stratejinin iletilmesini sağlayan ve daha iyi karar almaya olanak veren olmalarına bağıdır (Neely, 1995).

Performans ölçütleri seçilirken organizasyonun stratejileri ile uyum içinde olması gerekmektedir. Ölçütler, herkes tarafından kolayca anlaşılabilir şekilde açık, güvenilir ve sağlıklı olmalıdır. Performans ölçütleri, finansal olanlar ve olmayanlar olarak ikiye ayrılabilir. İşletmelerde performans ölçütleri, uygulanan performans ölçüm modeline ve ölçülmek istenilen faaliyete göre değişiklik göstermektedir. Tablo 6 çeşitli açılardan performans ölçütlerini göstermektedir:

**Tablo 7: İşletme Performansı Ölçütleri**

Geleneksel Ölçüm Yöntemleri	Ölçütler	Geleneksel Olmayan Ölçüm Yöntemleri	Ölçütler
<b>Finansal Analiz</b>	Likidite Oranları Karlılık Oranları Finansal Yapı Oranları Faaliyet Oranları Büyüme Oranları	<b>Performans Karnesi</b>	Finansal Perspektif Müşteri Perspektifi İçsel Süreç Perspektifi Yenilik ve Öğrenme Perspektifi
		<b>Performans Piramidi</b>	Pazar Payı Finansal (Karlılık, nakit akışları, vb.) Müşteri Tatmini Esneklik Verimlilik Kalite Teslimat Zamanı İş Döngü Zamanı İsraf Oranları
		<b>Performans Prizması</b>	Paydaşların Gereksinimleri Paydaşlardan Beklenen Katkılar İşletme Stratejileri İşletme Süreçleri Yetenekler
<b>Faaliyet Tabanlı Maliyetleme</b>	Kaynakların Maliyet Belirleyicileri Faaliyetlerin Maliyet Belirleyicileri	<b>Mükemmellik Modeli</b>	Liderlik Çalışan Verimliliği Politika ve Stratejilere Uyum Derecesi Kaynakları Kullanım Etkinliği Süreçlerdeki Öğrenme ve Başarı
		<b>Veri Zarflama Yöntemi</b>	Ölçülen işletmenin sektörüne göre değişen girdi ve çıktıları bulunmaktadır. Çok esnekler.
<b>EVA</b>	EVA = NOPAT - %C (TC)  NOPAT: Vergi Sonrası Faaliyet Karı % C: Yüzde Sermaye Maliyeti TC: Toplam Sermaye	<b>Performans Ölçüm Matrisi</b>	<i>Mali Olmayan-Dışsal:</i> ➤ Piyasa Payı ➤ Sürekli Müşteri Sayısı ➤ Müşteri Şikayet Sayısı <i>Mali Olmayan İçsel:</i> ➤ Tasarım Süresi ➤ Zamanında Dağıtım Oranı ➤ Yeni Ürün Sayısı <i>Mali-Dışsal:</i> ➤ Rakiplere Göre Maliyet Yapısı ➤ Göreli AR-GE Maliyetleri <i>Mali-İçsel:</i> ➤ Tasarım Maliyetleri ➤ Üretim Maliyetleri ➤ Pazarlama ve Yönetim Maliyetleri

Geleneksel performans yöntemlerini geleneksel olmayan çok boyutlu yöntemlerden ayıran en önemli fark kullandıkları ölçütlerde yatmaktadır. Geleneksel yöntemler sayısal olarak ifade edilebilen objektif mali tablo verileriyle ölçüm yaparken,

çok boyutlu yöntemler sayısal verilerle birlikte müşteri memnuniyeti, müşteri sadakati, pazar payı, ürün kalitesi, şöhret (imaj) gibi daha subjektif verilere dayanmaktadır. Bir diğer önemli farklılık da verilerin elde edilmesi ve güvenilirliğiyle ilişkilidir. Çok boyutlu yöntemlere konu veriler ya gözleme dayalı ya da (genellikle) anketler yoluyla elde edilen, şirket yöneticileri veya çalışanlarından veyahut uzman kişilerin görüşlerinden elde edilmektedir. Bu da bu verilerin doğruluğu ve güvenilirliğini olumsuz etkileyebilmektedir.

## **2.2. BİRLEŞMELERDE PERFORMANS ÖLÇÜMÜ**

Literatürde şirket birleşmeleri üzerine çok sayıda akademik çalışma yapılmıştır. Şirket birleşmeleri finans, muhasebe, organizasyon teorisi, stratejik yönetim gibi pek çok disiplini ilgilendiren karmaşık bir işlemler bütününden oluşması nedeniyle hemen hemen her dönem akademisyenlerin ilgisini çekmiştir. Yapılan çalışmalarda, birleşme işlemleri birleşme nedenlerinden yarattığı sonuçlara kadar farklı açılardan ele alınmıştır. Tüm bu çalışmalar içerisinde üzerinde en çok durulan husus, söz konusu işlemlerin başarılı olup olmadığıdır. Birleşme işlemlerinde “başarı”nın tanımlanması üzerine çeşitli görüşler bulunmakta olup, başarının ölçülebilir olması önem kazanmaktadır. Bu noktada performans değerlemesi/ölçümü gündeme gelmektedir. Performans ölçümünü, kullanım amaçlarına göre değişik şekillerde tanımlamak mümkündür. Tanımların bu denli çok olması, performans değerlendirme sürecinin karmaşıklığı kadar, geniş boyutlu bir kullanım amacına hizmet etmesinden de kaynaklanmaktadır.

Genel anlamda bir işletmenin faaliyet performansı çevresel, organizasyonel ve kişisel faktörlerden etkilenirken, birleşme performansının ölçümünde durum biraz farklılaşmaktadır. Birleşme performansının ölçümünde, daha önceden belirlenen stratejik hedeflere birleşme sonrasında ulaşılması beklenmektedir. Örneğin, birleşme ile pazar payının artırılması, ölçek ekonomilerinden yararlanma, çeşitlendirmeye gitme, büyüme, vergi avantajından yararlanma, know-how elde etme vb. amaçlara ulaşmak hedeflenmektedir. Bir işletmenin genel olarak faaliyet performansının ölçümü, süregelen işlemlerin her dönem itibarıyla birbiriyle kıyaslanmasını içerirken, birleşme performansının ölçümünde işletme faaliyetinin birleşme olayından ne şekilde etkilendiğine ve birleşme öncesi hedeflerin ne oranda gerçekleştiğine bakılmaktadır. Bu bağlamda, işletmenin faaliyet performansı çevresel, organizasyonel ve kişisel faktörlerden

etkilenirken, birleşme performansı hedef şirketin büyüklüğü, hedef şirketin birleşecek şirketle aynı sektörde olup olmaması, birleşmenin şekli (devralma/satınalma) ve ödeme şekli (nakit/hisse senedi) gibi faktörlerden etkilenmektedir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde birleşme performansının ölçülmesi konusu detaylı olarak ele alınacak olup, bu konuda yapılan çalışmalara yer verilecektir.

### **2.2.1. Birleşmelerde Performans Kavramı ve Performans Ölçümünün Gelişimi**

Son yıllarda şirket birleşmelerinin performansı üzerine yapılan çalışmaların stratejik yönetim, finans ve organizasyon teorisi açısından ele alındığı görülmektedir. Bu konu üzerine yabancı literatürde oldukça fazla çalışma olmasına rağmen, birleşme performansının ölçümü konusunda yukarıda anılan üç disiplin arasında gerek ölçüm yöntemleri ve gerekse kullanılan ölçütler bakımından çok az ortak nokta bulunmaktadır. Birleşme işlemi çok aşamalı bir süreci kapsadığı için her disiplin bu süreçte ilgili olduğu alanı ölçmektedir (Zollo ve Meier, 2008).

Organizasyon teorisi alanında yapılan çalışmalarda birleşme performansının başarısı temelde sinerji yaratılıp yaratılmadığı açısından incelenirken, stratejik yönetim açısından rekabet gücü yaratılıp yaratılmadığı, birleşen şirketlerin stratejik uyum sağlayıp sağlayamadıkları ele alınmaktadır. Finans alanında yapılan araştırmalarda ise birleşen şirket ortakları açısından değer yaratılıp yaratılmadığına bakılmaktadır (Lubatkin, 1983).

Birleşme sürecinin yukarıda anılan her üç disiplini ilgilendiren bu karakteristiği, birleşmenin başarılı olup olmadığı konusundaki ölçümleri yoğunlaştırmış ve kullanılan metodolojileri ve ölçütleri son derece çeşitli hale getirmiştir. Dünya literatüründe geniş yer bulan birleşme performansının ölçümü konusu çalışmamızda finans alanı ile sınırlandırılacak olup, bu alanda yapılan ölçümlere, metodolojilere ve ölçütlere yer verilecektir.

Finansal açıdan birleşme performansının ölçümünde, ölçümün kimin için yapılacağı, ölçüm yöntemleri, kısa veya uzun dönem için yapılıp yapılmayacağı ve birleşme işleminin karakteristiği konuları önem arz etmektedir.

Öncelikle, performans ölçümünün kimin için yapılacağı konusunun belirlenmesi gerekmektedir. Çünkü birleşme işlemi sadece devralan ve devrolan şirket ortaklarını etkilemekle kalmayıp, kreditorler, potansiyel yatırımcılar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar, çalışanlar, devlet ve sosyal kuruluşlar gibi daha geniş bir kitleyi etkilemektedir. Ancak literatürde yapılan çalışmalar genel olarak devralan şirket ortakları veya devrolan/satılınan şirket ortakları açısından değer yaratılıp yaratılmadığı konusunda yoğunlaşmıştır. Bu açıdan birleşme işlemi sonucunda değer yaratımı taraf şirketlerin hissedarları için ayrı ayrı ve toplam olarak ölçülmektedir. Birleşme işlemlerinde değer yaratımına ilişkin en yaygın değerlendirme, birleşmeye taraf şirketlerin hisse senedi fiyatlarına etkisi açısından yapılmaktadır.

Bu bağlamda, değer korunması (value conserved), değer yaratımı (value creation) ve değer tahribatı (value destruction) olmak üzere üç farklı durumdan sözedilmektedir (Bruner 2002). Bruner'e göre bu üç durum, hissedarların istedikleri getiri oranının (required rate of return)<sup>13</sup> esas alınıp, birleşme işleminin getirisiyle karşılaştırılması suretiyle yapılabilmektedir. Eğer yapılan yatırımdan elde edilen getiri, beklenen getiriden büyükse değer yaratımı, tersi durumda ise değer tahribi söz konusu olmaktadır. Beklenen getirinin elde edilen getiriye eşit olması durumunda ise hissedarlar "normal getiri" elde etmektedirler. Bu durum, yatırımın net bugünkü değerinin sıfır olması bir başka ifade ile beklenen getirinin elde edilen getiriye eşit olması durumunu ifade etmekte olup, yatırımcıların ancak istedikleri oranda kazanmış oldukları anlamına gelmektedir. Ancak bahsi geçen bu üç tip sonuç, finansal piyasaların etkinlik derecesine bağlı olarak, her zaman olması gerektiği şekilde gerçekleşmeyebilmektedir (Bruner, 2002:3-4).

İkinci önemli konu ise birleşme performansının ölçüm yöntemidir. Genel olarak (stratejik yönetim, finans ve organizasyon teorisi açısından) literatürde uygulama alanı bulan dört tip birleşme performansı ölçüm yöntemi bulunmaktadır. Birleşme performansının ölçümüne ilişkin bu yöntemler;

---

<sup>13</sup> Birleşme performansının hisse senedi getirisi açısından yapılan çalışmalarda *beklenen getiri* genellikle Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kullanılarak bulunmakla birlikte, Piyasa Modeli (MM), Düzeltilmiş Piyasa Modeli (AMM), Endeks Modeli (IM), Fama-French Modeli (FFM) veya faktör modelleri kullanılarak bulunmaktadır.

- a) Olay Çalışmaları (event studies),
- b) Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar (accounting based studies),
- c) Yönetici Anketleri (surveys of executives),
- d) Klinik Çalışmaları (clinical studies)

olarak gruplandırılmaktadır (Bruner, 2002: 5).

Bruner'in yaptığı bu tasniflemeye ek olarak son yıllarda geliştirilen birleşmelerin gelecekte yaratacakları sonuçları öngörmeye çalışan hipotetik çalışmaların da beşinci grup olarak ele alınması mümkün bulunmaktadır. Özellikle hipotetik çalışmalar grubuna giren veri zarflama analizi yönteminin birleşme performansının ölçümünde kullanılmakta olduğu görülmektedir (Kargın, 2007:102). Ancak sözkonusu yöntemlerden olay çalışmaları ve muhasebe verilerine dayalı çalışmaların finans literatüründe yoğunluk kazanmaktadır. Bunun en temel nedeni, bu iki yöntemle yapılan ölçümlerde kullanılan ölçütlerin finans alanının konusunu oluşturmasıdır. Olay çalışmalarında, hisse senetlerinin anormal getirileri ve dolayısıyla birleşmeye taraf şirket ortakları açısından değer yaratılıp yaratılmadığının ölçülüyor olması, diğer taraftan muhasebe verilerine dayalı çalışmalarda da, finansal oranlar yolu ile birleşen/devralan şirketin birleşme nedeniyle faaliyetinin çeşitli açılardan *-likidite, kredibilite, büyüme, karlılık, nakit yaratma vb.-* başarısının ölçülüyor olması finans disiplini açısından ilgi çekmektedir. Bu sebeple, olay penceresi yöntemini kullanan çalışmaların genellikle birleşmenin hisse senedi fiyat getirisi veya anomalisi üzerine etkileri başlıklarıyla, muhasebe verilerine dayalı çalışmaların ise birleşmenin faaliyet performansı üzerine etkisi /uzun dönem performansı başlıklarıyla finans literatüründe yer aldığı görülmektedir.

Birleşme performansının ölçümü konusunda önemli olan bir diğer konu ise ölçüm yapılan zaman aralığıdır. Finans literatüründe kullanılan iki ölçüm yönteminden olay çalışmalarında hem kısa hem de uzun dönem için performans ölçümü yapılabilirken, muhasebe verilerine dayalı ölçüm yönteminde sadece uzun dönem esas alınmaktadır (*genellikle birleşme öncesi ve sonrası olarak -7/+7 yıl arasında bir zaman aralığı seçildiği görülmektedir*<sup>14</sup>: Meeks, 1977 0/+7 yıl; Healy vd., 1992 0 /+5 yıl ve 1997 -5 /+5 yıl; Gosh,

---

<sup>14</sup> Dickerson ve diğerleri tarafından (1997) İngiliz şirketleri üzerinde yapılan analizde, 1948-1977 yılları arasında gerçekleşen 2941 birleşme, birleşme sonrası onsekiz yıllık (+0, +18 yıl) bir dönem için karlılık açısından ölçülmüştür. Bu çalışma birleşme sonrası 18 yıllık bir dönemi incelemesi nedeniyle en uzun birleşme sonrası dönem incelemesi olarak dikkat çekmektedir.

2001 -3 /+3 yıl; Müslimov, 2002 -1/+3 yıl). Bu kapsamda *kısa dönemli fiyat hareketleri* esas alınarak yapılan çalışmaların büyük kısmında, devrolan şirket ortakları açısından büyük oranda pozitif anormal getirilerin sağlandığı tespit edilmekte iken, devralan şirket ortakları açısından ise değer tahribatı ya da sıfır anormal getiri söz konusu olduğu görülmektedir. Birleşme işlemine bütün olarak bakıldığında ise, önemli seviyede olmamakla birlikte değer yaratımı olduğu görülmektedir. Bu bağlamda, kısa dönemli fiyat hareketleri açısından şirket birleşmelerinin değer yaratıcı işlemler olduğu söylenebilmektedir. *Uzun dönemli fiyat hareketleri* baz alınarak yapılan çalışmalarda ise, devralan şirket ortaklarının kısa dönemli çalışmalarda olduğu gibi değer tahribatına uğradıkları görülmektedir. Şöyle ki, devralan şirketler işlem sonrasına ait 3 ila 5 yıl arası dönemde, birleşme/devralma gerçekleştirilmeyen benzer şirketlere göre düşük performans sergilemektedir. *Muhasebe verilerine dayalı* çalışmalardaki sonuçlara bakıldığında oldukça farklı sonuçlar elde edilmiş olduğu görülmektedir. Bu yöntemle yapılan bazı çalışmalarda devralan/satın alan şirketlerin benzer şirketlerden daha iyi performans gösterdiği bulgusuna ulaşılrken, bazı çalışmalarda tam tersi sonuçlar elde edildiği görülmektedir (Bruner, 2002). Bu yöntemde farklı sonuçlara ulaşılması uygulanan ölçüm metodolojilerinin birbirinden farklılık göstermiş olmasından kaynaklanmaktadır.

Son olarak birleşme performansının ölçümü konusunda önemli olan bir diğer konu da birleşme işleminin karakteristiğidir. Genel olarak birleşme işleminin karakteristiğinden;

- a) Birleşmenin şekli (devralma, satınalma, vd.),
- b) Ödeme şekli (nakit/hisse senedi),
- c) Hedef şirket ile devralan/satınalan şirketin görelî büyüklüğü,
- d) Hedef şirketin faaliyet gösterdiği sektör,
- e) Satınalma niyetinde olan şirket sayısı,
- f) Hedef şirketin halka açık veya kamu/özel teşebbüsü olması,

anlaşılmaktadır.

Performans analizinde devralan/devrolan şirketlerin aktif büyüklükleri yapılan analizin sonuçlarını etkilemektedir. Bu nedenle, analizlerde örneklemin devralan ve devrolan şirketlerin birbirlerine göre görelî büyüklüklerinin yüzdesel olarak yakınlık göstermesi (örneğin örneklemin hedef şirketin devralan şirketin aktif büyüklüğüne oranının %10 ve üzeri olan birleşmelerden seçilerek test uygulanması) analiz sonuçlarının



daha tutarlı olmasını sağlamaktadır. Bir başka konu ise birleşme şekilleri (devralma, satınalma vd.) veya birleşmedeki tüm ödeme şekillerinin (nakit, borçlanma, hisse senedi vd.) de performans sonuçlarını etkilemesidir (Martynova, Oosting ve Renneboog, 2006). Birleşme işleminin niteliği dikkate alınarak yapılan araştırmalarda, aleni satın alma teklifiyle gerçekleştirilen işlemlerin satın alan taraf açısından değer yaratıcı olduğu, dostça birleşmelerin ise değer tahribatına yol açtığı tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra, çeşitlendirmeye yol açan işlemlerin değer azaltıcı, yatay ve dikey nitelikteki birleşmelerin ise değer artırıcı olduğu görülmektedir. Ödeme şekli bakımından ise, satın alma bedelinin nakit olarak yapılması, hisse senediyle yapılan ödemeye göre daha olumlu sonuçlar verdiği ortaya çıkmaktadır (Bouwman, Fuller ve Nain, 2003).

Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde birleşmelerde performans ölçüm yöntemleri, kullanılan ölçütler birleşme karakteristiğinin performans üzerine etkileri daha detaylı olarak ele alınacak olup, yapılan çalışmalara yer verilecektir.

### **2.2.2. Birleşmelerde Performans Ölçüm Yöntemleri**

Birleşme performansı konusunda üzerinde görüş birliğine varılamayan konu ölçüm yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Ramakrishnan (2008), Mantravadi ve Reddy (2007, 2008 a ve b), Healy, Palepu ve Rubak (1992), Langhe ve Ooghe (2001) ve diğer pek çok araştırmacı tarafından birleşme başarısını ölçmede genelde iki yöntemin yaygın olarak kullanıldığı ileri sürülmekte iken, Bruner (2002) biraz daha geniş bir bakış açısıyla birleşme performansının ölçümünde dört farklı yöntemin genel olarak tüm disiplinler tarafından kullanıldığını öne sürmüştür:

- a) Olay Çalışmaları (event studies),
- b) Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar (accounting based studies),
- c) Yönetici Anketleri (surveys of executives),
- d) Klinik Çalışmaları (clinical studies).

Yukarıda sayılan dört yöntem hakkında bilgi verilerek her bir yöntemin kendine özgü avantajlı ve dezavantajlı yönleri ifade edilecektir. Çalışmada finans alanı içinde en

yaygın kullanımı olan olay çalışmaları yöntemi ile muhasebe verilerine dayalı çalışmalar daha detaylı olarak irdelenecektir.

### **2.2.2.1. Olay alışmaları**

Olay alışmaları yöntemi (event studies) 1970’li yıllardan itibaren yoğun olarak kullanılmakta olup, ilk kez Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) tarafından yapılan bir çalışmada ortaya konmuştur. Dolayısıyla bu yöntem, “Fama Yöntemi” (Fama Approach) olarak da bilinmektedir. Yöntem daha sonraları hisse senetlerinin bir olay ya da duyuru karşısındaki fiyat değişikliği etkisini incelemek amacıyla kullanılan standart bir yöntem halini almıştır.

Bu yöntemde bir olay ya da olaylar serisinin, varlıkların değerine etkisi incelenmektedir. Örneğin, sermaye artırımları nedeniyle hisse bölünmeleri, ağrı yoluyla hisse senedi toplama veya birleşme ve satın alma duyuruları, kar payı dağıtım duyuruları gibi doğrudan hisse ile ilgili bilgilerin yanında, hisse fiyatını dolaylı olarak etkileyebilecek ilgili şirketin tabi olduğu sektöre ilişkin yasal düzenlemelerdeki değişiklikler veya şirketin faaliyetlerine ilişkin önemli değişikliklerin hisse senedi fiyatlarında anormal getiri yaratıp yaratmadığını test etmek için bu yöntem kullanılmaktadır (Campell ve Mackinlay, 1997).

Esas itibariyle şirket birleşmeleri ile maliyetlerin azaltılması, daha etkin bir yönetimin iş başına gelmesi, gelir artışı sağlanması, sermaye maliyetinin azaltılması, borçlanma kapasitesinin artırılması gibi kazançlar elde edilmesi hedeflenmektedir. Birleşme işlemine ilişkin bu tür ekonomik esaslı beklentilerin fiyatlara yansıdağı varsayılır. şirketlerin birleşme performansı söz konusu olduğunda, bu yöntemle birleşmenin kamuya açıklandığı tarihin öncesi ve sonrasına ilişkin belli dönemler esas alınarak, işleme taraf şirket hissedarlarının anormal getiri sağlayıp sağlamadığı test edilmektedir. Anormal getiri, gerçekleşen getiri ile yatırımcılar tarafından beklenen getiri arasındaki farka eşittir.

Olay alışmaları kısa ve uzun dönem olmak üzere iki Şekilde yapılmaktadır. Kısa vadeli olay çalışmalarında olay penceresi olarak genellikle, birleşme işleminin kamuya açıklandığı günden birkaç gün (genellikle +/- 3 ila +/- 40 gün arası) ncesi ve sonrası dönem alınmaktadır (Ramakrishnan, 2008). Uzun dönemli olay çalışmalarında ise, olay

tarihinden itibaren +/- 30 gün ila +/- 5 yıla kadar uzanan bir dönem incelemeye konu edilmektedir.

Olay penceresi tespit edildikten sonra belirlenen periyoda ait her bir gün için şirket bazında fiili ya da gerçekleşen getiriler hesaplanır. Bir hisse senedinin t gününe ait fiili getirisi şu formül ile bulunur:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,(t-1)}}{P_{i,(t-1)}}$$

Formüldeki  $P_{i,t}$ , i hissesinin t günündeki kapanış fiyatını,  $P_{i,(t-1)}$  ise i hissesinin t-1 günündeki kapanış fiyatını göstermektedir. Tahmini getiri (predicted return) ya da normal getiri (normal return) olarak da tanımlanabilen beklenen getiri, birleşme işleminin gündeme gelmemiş olması durumunda söz konusu olacak getiridir. Tahmini ya da beklenen getirilerin belirlenmesinde üç yöntemden yararlanılır. Bu üç yöntemin her birine göre yapılan hesaplamayla benzer sonuçlara ulaşılması beklenmektedir. Bu yöntemler:

**1. Ortalama Düzeltilmiş Getiri Yöntemi (The Mean Adjusted Return Method):** Yöntemde, birleşmenin etkisinin olmadığı düşünülen bir tahmin dönemi (estimation window) belirlenir. Bu dönem, olay penceresinin kapsadığı dönemden önce, sonra veya hem önce hem sonra olabilir, ancak hiçbir zaman olay penceresiyle çakıştırılmaz. Ortalama düzeltilmiş getiri yönteminde, bir şirketin olay penceresi içerisindeki her bir güne ait beklenen getirisi, tahmin penceresindeki gerçekleşen günlük getirilerinin ortalamasıdır. Örneğin, (-240, -41) şeklinde belirlenen bir tahmin penceresinde, olay penceresi kapsamında her bir gün için kullanılacak beklenen getiri aşağıdaki formülle hesaplanır (Öztunalı, 2008:181).

$$\text{Beklenen Getiri} = R_{i,t} = \frac{\sum_{t=-240}^{-41}}{200}$$

**2. Piyasa Modeli Yöntemi (The Market Model Method):** Bu yöntemde öncelikle bir tahmin penceresi belirlenir. Regresyon vasıtasıyla  $\alpha_i$  ve  $\beta_i$  değerleri bulunur. Sonra olay penceresindeki her gün için getiriler hesaplanır. Piyasa modeli tahmin aşağıdaki şekilde yapılır (Öztunalı, 2008:182):

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Formülde yer alan;

$R_{mt}$  = t günündeki piyasa endeksinin getirisini,

$\beta_i$  = i şirketinin piyasaya göre hassasiyetini,

$\alpha_i$  = piyasa tarafından açıklanamayan ortalama getiriyi,

$\varepsilon_{it}$  = istatistiksel hata terimini

**3. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi (The Market Adjusted Return Method):** Yöntemde, olay penceresi içerisindeki bir güne ilişkin beklenen getiri, o güne ait piyasa endeksi getirisi olarak alınır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminin piyasa modelinin bir versiyonu olduğu düşünülebilir ( $\alpha = 0$ ,  $\beta = 1$ );

$$R_{i,t} = R_{mt}$$

$\alpha$  değerinin genellikle çok düşük olması, şirketlerin tümüne ait ortalama  $\beta$  değerinin ise 1 olması, piyasaya göre düzeltilmiş getiri modeliyle kabul edilebilir sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır. Olay penceresi içindeki her bir gün için gerçekleşen ve beklenen getiriler hesaplandıktan sonra, şirket ve gün bazında anormal getiriler hesaplanır (Öztunalı, 2008:183).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it})$$

Formüldeki  $\alpha = 0$  ve  $\beta = 1$ 'dir. Olay penceresi içerisinde her bir hissenin anormal getirisi hesaplandıktan sonra, ortalama anormal getiriler hesaplanır. Ortalama anormal getiriler aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$AAR_t = 1/N \left[ \sum_{i=1}^N AR_{it} \right]$$

Kümülatif anormal getirilerin (CAR) hesaplanması için ortalama anormal getiriler kullanılır. Küümülatif anormal getirilerin hesaplanmasında ise şu formülden yararlanılır:

$$CAR = 1/n \left[ \sum_{t=T1}^{T2} \sum_{i=1}^n AR_{it} \right]$$

Finansal piyasaların etkin olduğu kabul edildiğinde, bir birleşme ve satın alma beklentilerinin tümü, işlemin ilanının hemen sonrasındaki borsa tepkisi ile ölçülmektedir. Eğer borsa birçok bilgi kaynağı ile birlikte birleşmenin değer yaratacağı yönünde beklenti taşıyorsa, birleşen işletmelerin hisselerinin fiyatları yükselecektir. Bazen birleşme işlemine ilişkin borsada oluşan tepki birleşmeye taraf şirketler için farklı oranda ve farklı yönde gerçekleşmektedir. Amprik çalışmalar, kısa dönemde, devralınan şirket hissedarları açısından önemli ölçüde pozitif anormal getiri sağlandığı sonucunu vermekte iken, devralan/satın alan şirket ortakları açısından çok küçük oranda pozitif getiri veya negatif getiri sağlandığını göstermektedir (Jakobsen ve Voetman, 2003, Tambi, 2005:5). Kısa dönemde bütünleşik firmanın ise görece olarak (az da olsa) değer yaratabildiği görülmektedir. Uzun dönemli hisse performanslarının ölçüldüğü çalışmalarda ise, alıcı şirket pay sahiplerinin ise yine kaybettikleri görülmektedir (Agrawal vd., 1992, Tambi, 2005:5). Jensen ve Ruback, devralan/satın alınan şirketlerin hisse senetlerinin uzun dönemde performanslarını ölçmeye yönelik yaptıkları çalışmada (birleşme sonrası 12 aylık dönem için) devralan/satın alınan şirket hisselerinin ortalamada % 5 değer kaybına uğradıkları sonucuna ulaşmışlardır (Jensen ve Rubak, 1983).

Ayrıca, Franks, Harris ve Titman tarafından 1975 ve 1984 yılları arasında ABD’de gerçekleşen 399 birleşme üzerinde, uzun dönemli hisse fiyat performansını ölçmeye yönelik olarak 1991 yılında yapılan çalışmada, birleşme ilanı ile ortaya çıkan olumlu tepkilerin birleşmenin gerçekleşmesinden sonra ortadan kalktığı ve olumlu etkilerin daha çok hedef işletme üzerinde gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır. Healy, Palepu ve Ruback’ın 1992 yılında yapmış oldukları çalışmada da, ABD’de 1979-84 yılları arasında gerçekleştirilen en büyük 50 birleşmede, birleşme ilanından sonra devralan ve hedef

şirketlerin hisse senetleri getirileri arasında önemli farklar bulunmuştur. İncelenen 50 birleşmede işleme taraf şirketlerden devralanların yaklaşık % 50'si negatif getiri sağlarken hedef şirketlerin ise yalnızca % 8'i negatif diğerleri pozitif getiri sağlamıştır (Healy, Palepu ve Ruback, 1992). Ek'te kısa ve uzun dönemli olay çalışmalarına yer verilmiştir:

Olay çalışmaları çeşitli yönleriyle eleştirilere konu olmaktadır. Bu eleştirilerin başında hisse fiyatlarındaki hareketlerin ne ölçüde birleşme duyurusu nedeniyle olup olmadığı konusudur. Bir başka ifade ile olay çalışmalarının en zayıf yönü hisse senedi piyasalarının etkin olduğu varsayımına dayanmasıdır. Bilindiği üzere, piyasa etkinliği üç seviyede tanımlanmaktadır. Zayıf tipte etkinlik, piyasa fiyatlarının geçmiş fiyatların tarihçesinde kapsanan tüm bilgileri yansıtması durumunu; yarı güçlü tipte etkinlik, piyasa fiyatlarının kamuya açıklanmış tüm bilgiyi yansıtması durumunu; güçlü tipte etkinlik ise fiyatların, ilke olarak gerçek değeri belirlemede kullanılabilir tüm bilgiyi hızla yansıtması durumunu ifade etmektedir (Brealey, ve Myers, 2003). Çeşitli nedenlerle, yatırımcıların birleşme duyurularına sistematik biçimde aşırı tepki vermesi ve bu nedenle hisse fiyatlarının olması gereken seviyelerden geçici süreyle de olsa uzaklaşması mümkündür.

Diğer taraftan etkin piyasalar varsayımı kabul edilse bile, özellikle kısa vadeli fiyat hareketlerinin yine de bazı sorunları bulunmaktadır. Bunların başında, hedef firmalar için yüksek satın alma primi (acquisition premium) ödemeleri gelmektedir. Özellikle yöneticilerin rasyonel olmayan davranışlarına bağlı olarak gerçekleştirilen ve çok sayıda alıcı adayının bulunduğu birleşmelerde, piyasa değerinin oldukça üstünde gerçekleşen hedef şirket satın alma bedelleri, hedef şirket hissedarları için değer yaratımını garantilemektedir. Bu nedenle ampirik çalışmaların büyük kısmında hedef şirket ortakları açısından değer yaratıldığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu yöntemin bir diğer zayıf yönü de sadece hisseleri borsalarda işlem gören şirketlerin birleşme performansının ölçümünde kullanılmasıdır. Halka kapalı şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu birleşmeler için bu yöntem uygulanamamaktadır. Yöntemin üstün yönü ise yatırımcının getirisini dolaysız olarak ölçmesidir.

### 2.2.2.2. Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar

Birleşme performansının ölçümünde kullanılan bir diğer yöntem de muhasebe verilerine dayalı yapılan (accounting studies) ölçümlerdir. Bu yöntem kısaca geleneksel yöntem (traditional approach) ya da faaliyet performansı yöntemi (operating performance approach) olarak adlandırılmaktadır. Bu yöntemde genel olarak nakit akımları, satışlar veya karlılık oranları vb<sup>15</sup>. göstergeler birleşme öncesi ve sonrasındaki belli bir dönem için karşılaştırılarak birleşmenin ekonomik etkisi ölçülmeye çalışılmaktadır.

Finansal tablolardan elde edilen temel göstergelerdeki pozitif gelişmeler, birleşme işlemiyle sağlanması beklenen faydalar hakkında bilgi vermektedir. Bu çerçevede, birleşme öncesine ve sonrasına ait karlılık oranları (öz kaynak karlılığı, aktif karlılığı gibi), verimlilik oranları (çalışan başına üretim miktarı, çalışan başına satış) gibi göstergeler birleşme işlemi gerçekleştirilmeyen, benzer özelliklere (aktif büyüklüğü, faaliyet alanı benzerliği bakımlarından) sahip şirketlerin değerleriyle (kontrol grubu) karşılaştırılarak birleşme işleminin başarı derecesi ölçülmektedir. Genel bir ifadeyle, birleşme işlemiyle ölçülebilir biçimde nakit akışı ve faaliyetlerde verimlilik artışı sağlanması durumunda işlem başarılı sayılmaktadır. Olay çalışmalarında değerlendirilen hisse fiyatları, bazı durumlarda temel göstergelerden bağımsız hareket edebilmektedir. Dolayısıyla temel verilerden yola çıkılarak yapılan değerlendirmeler, şirket birleşmelerinin başarı düzeyi konusunda daha açıklayıcı olabilmektedir (Öztunalı, 2008:162).

Hisse senedi fiyat hareketine dayalı olay çalışmaları yönteminde performans ölçümü devralan ve devrolan şirket ortakları açısından ele alınabiliyorken, muhasebe verilerine dayalı faaliyet performansı ölçüm yöntemi temelde sadece devralan/satın alan şirketin birleşme öncesi ve sonrası faaliyet oranlarını esas almaktadır. Bunun nedeni devralma sonrası dönemde sadece birleşmiş şirketin finansal verilerinin bulunmasıdır.

Olay çalışmaları ile kıyaslandığında bu yöntemin sadece uzun vadede ölçüm yaptığı görülmektedir. İnceleme dönemi genellikle birleşme öncesi için birleşme yılından - 1 ila -3 yıl arasını kapsarken birleşme sonrası dönem 2 ila 5 yılı kapsamaktadır. Birleşme

---

<sup>15</sup> Birleşme performansının analizinde kullanılan ölçütler çalışmanın ilerleyen bölümünde daha detaylı olarak ele alınacaktır.

yılıının incelenen tüm amprik çalışmalarda 0 olarak kabul edilmiş olduğu tespit edilmiştir. Healy, Palepu ve Rubak (1992) bunun iki nedeni olduğunu ileri sürmüşlerdir:

a) Devralan veya satın alan şirketler genellikle, birleşmenin gerçekleştiği yıl sadece muhasebesel açıdan birleşik bir finansal tablo oluşturmaktadırlar, yani birleşme yılındaki ilk bütünleşik finansal tablolar gerçek anlamda ortak/birleşik bir faaliyet sonucu oluşmuş bir finansal tablo olmamaktadır. Dolayısıyla bu finansal tablolar ne şirketler arası ne de endüstri karşılaştırmasına uygun olmamaktadır.

b) Birleşmenin gerçekleştiği ilk yıl çıkarılan finansal tablolarda bir kereliğe mahsus olmak üzere gerçekleşen birleşme işlemine özel maliyetler bulunmaktadır ki, bu da 0 yılındaki mali tabloların diğer yıllar ile karşılaştırılmasını engellemektedir (Healy, Palepu ve Rubak, 1992:9).

Amprik çalışmalar, birleşme öncesi ve sonrası değerlerin karşılaştırılmasının iki şekilde yapılabildiğini göstermektedir:

**1. Mutlak Karşılaştırma (absolute comparison):** Mutlak karşılaştırmada, birleşme döneminde geriye doğru birkaç yıllık finansal oranlar ile birleşmeden sonraki bir kaç yıllık oranlar hesaplanmaktadır. Bu iki grup veri setinin ya medyan değerleri veya ortalama değerleri bulunmakta ve t-istatistiği kullanılarak karşılaştırma yapılmaktadır. Bu metodda sadece birleşme öncesi ve sonrası veriler birbirleriyle karşılaştırıldığı için mutlak karşılaştırma adını almaktadır (Ikeda ve Doi, 1983:260-261). Ikeda ve Doi tarafından 1983 yılında yapılan çalışmada bu yöntemle birleşme performansının ölçüldüğü görülmektedir.

**2. Göreli karşılaştırma (relative comparison):** Göreli karşılaştırmada ise, mutlak karşılaştırmada olduğu gibi ortalama veya medyan değerleri bulunmaktadır. Ancak bu değerler öncelikle aynı sektördeki kontrol grubu olarak kullanılan şirketlerin değerleri ile karşılaştırılmakta, sonra öncesi ve sonrası analizi yapılmaktadır (Ikeda ve Doi, 1983:260-261). Muhasebe verilerine dayalı performans ölçme yönteminde göreli karşılaştırma kullanıldığında test edilecek verilerin hesaplanması aşağıdaki şekilde şematize edilmiştir:

Göreli karşılaştırmada kontrol grubu kullanılması önem taşımaktadır. Kontrol grubu olarak tanımlanan ve aynı iş kolundaki birleşmeyen işletmeler, referans(kontrol)



grubunu oluşturmaktadır. Amprik çalışmaların çoğunda birleşmelerin etkileri, işletmelerin birleşme sonrası performansı ile kontrol/referans grubunun performansı karşılaştırılarak incelenmektedir. Çünkü her firma belirli bir endüstride faaliyet göstermektedir. Ayrıca, her endüstrinin kendine özgü gelişme ve genişleme potansiyeli olması ve farklı düzenlemelere tabi olması, ekonomik dalgalanmalardan farklı şekilde etkilenmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle performans analizinde her bir firma için ekonomik ve endüstriye özel etkilerin berteraf edilmesi için birleşme öncesi ve sonrası değerlerin birleşen şirketlerle aynı endüstride faaliyet gösteren şirketlerle kıyaslanması daha doğru sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır. Örneğin analiz sonucu olumlu çıktığında bunun birleşmeden mi yoksa genel ekonomik canlanma veya sektörel genişlemelerden mi kaynaklandığını anlamak kontrol grubu kullanılmadan çok da mümkün olmamaktadır. Ya da tam tersi bir durumda, endüstrilerde yaşanan şokların etkisinin giderilerek gerçekten birleşmenin başarısız olup olmadığının anlaşılmasında kontrol grubu kullanılması fayda sağlamaktadır (Cornet ve Tehranian, 1992; Ghosh, 2001; Healy, Palepu ve Rubak, 1992; Rahman ve Limmack, 2004; Ramakrishnan, 2008).

Amprik çalışmalar incelendiğinde kontrol grubu seçiminde farklı uygulamalar olduğu görülmektedir. Healy, Palepu ve Rubak (1992) 50 şirket üzerinden yaptıkları çalışmada kontrol grubu olarak birleşen şirketlerin ait oldukları endüstrinin (*industry adjustment*) medyanı kullanmışken, Gosh (2001) tarafından 315 birleşme üzerinden yapılan çalışmada, devralan/satın alan şirketlerle aynı endüstride faaliyet gösteren ve şirket büyüklüğü bu şirketlerle benzer olan şirketler (*industry&size matched adjustment*) kontrol grubu olarak kullanılmıştır.

Muhasebe verilerine dayalı olarak birleşmelerin faaliyet performansını ölçen çalışmalar incelendiğinde, bazı çalışmaların performans artışı ile (Healy, Palepu ve Rubak,1992; Cornet ve Tehranian, 1992; Manson, Stark ve Thomas, 1995; Ramaswamy ve Slatka, 1996), bazılarının performans düşüşü ile (Hogarty, 1978; Philippatos, Choi ve Dowling, 1985; Ravenscraft ve Scherer, 1987) bazılarının ise ölçümü yapılan belli göstergeler için artış, belli göstergeler için ise azalış olmak üzere karma bir yapıda sonuçlandığı (Neely ve Rochester, 1987; Herman ve Lowenstein, 1988) görülmektedir (Sharma ve Ho, 2002:156). Aşağıdaki tabloda muhasebe verilerine dayalı amprik çalışmalar özetlenmiştir:

**Tablo 8: Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar**

Yazar ve Araştırma Yılı	İnceleme Dönemi	Örneklem	Ülke	İncelenen Dönem	Kullanılan İstatistiksel Yöntem	Temel Bulgular
Meeks (1977)	1964-1972	233 birleşme	UK	0/ +7 yıl	Univariate	ROA devralan şirketler için birleşme sonrasındaki yıldan itibaren yedi yıl sonrasına kadar karlılık -%5,3'ten -%7.3'e düşüş göstermiştir. 233 İngiliz şirketi üzerinde yapılan çalışmada, birleşmeden sonraki 7 yıllık dönem için karlılık açısından performans ölçümü yapılmıştır. Çalışmada birleşme sonrası ilk iki yıl için karlılıkta artış görüldüğü fakat takip eden beş yıl için ard arda düşüş olduğu saptanmıştır. İngiliz şirketleri üzerine yapılan ilk çalışma olması nedeniyle önem taşımaktadır.
Herman ve Lowenstein (1988)	1975-1983	56 düşmanca ele geçirme	US	-3 /+3 yıl	Univariate	ROE birleşme yılında %14.8 iken ortalamada, bir yıl sonrasında %15.3 olmuştur 1975-1978 döneminde. Fakat, 1981-1983 döneminde ROE %4.3 iken bir yıl sonrasında %9.3'e yükseldiği görülmüştür ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir.
Healy vd. (1992)	1979-1984	50 büyük birleşme	US	-5 /+5 yıl	Univariate Regression	İncelenen 50 büyük birleşimde inceleme döneminde varlık devir hızında (varlıkların etkinliğinde) önemli bir yükselme olduğu tespit edilmiştir. Fakat faaliyet nakit akışlarında önemli artış görülmemiştir.
Dickerson vd. (1997)	1948-1977	2.941 birleşme	UK	0 /+18 yıl		Birleşme sonrası dönemde devralan şirketlerin ROA değerleri birleşmeyen kontrol grubu şirketlere göre %2.4 daha düşük seyeretmiştir. (Analiz sonucu istatistiksel olarak anlamlıdır.)
Gosh (2001)	1981-1995	315 nakit, his ve her ikisi birlikte finanse edilmiş birleşme	US	-3 /+3 yıl	Univariate Regression	Devralan şirketlerin ROA değerleri ile kontrol grubundaki şirketlerin ROA değerleri arasında önemli bir farklılık çıkmamıştır. Fakat nakit akışları nakit ödeme ile yapılan birleşmelerde artış gösterirken hisse senedi ile yapılan birleşmelerde düşüş gözlenmiştir.
Linn ve Switzer (2001)	1967-1987	413 birleşme	US	-5 /+5 yıl	Univariate Regression	Endüstriye göre düzeltilmiş ortalama faaliyetlerden sağlanan nakit akışı oranı inceleme döneminde %1.81 çıkmıştır. Birleşik şirketin faaliyetlerden sağlanan nakit akışı oranı ortalamaya göre düzeltilmiş (mean adjusted) oran dikkate alındığında %2.89, endüstriye göre düzeltilmiş (industry adjusted) oran dikkate alındığında %2.2 artış olduğu tespit edilmiştir. Sonuçların tümü istatistiksel olarak anlamlıdır.
Rahman ve Limmack (2004)	1988-1992	94 halka açık, 113 halka kapalı birleşme	Malezya	-4 /+5 yıl	Univariate Regression	-1/-4 yıllık dönem için faaliyet nakit akışı oranının performansı -%1.51 ile +%4.4 aralığında değişmiştir. +1/+5 yıllık dönem için %2.75 ile %11.23 aralığında bulunmuştur.
Ravenscraft ve Scherer (1987)	1950-1977	251 birleşme öncesi 2.732 birleşme sonrası	US		Univariate Regression	Aktif Karlılık Oranı, Faaliyet Karı / Satışlar, Nakit Akımı/Satışlar oranları açısından ölçüm yapılmıştır. Birleşme öncesi dönem için sözkonusu oranlarda

						devralınan şirketler kontrol grup şirketlere göre pozitif getiriler elde etmiştir. Ancak birleşme sonrası dönemde sözkonusu oranlarda pozitif bir artış yaşanmamıştır. Çalışmada ayrıca birleşme türüne (karma ve karma olmayan birleşmeler) ve birleşmenin finansman yöntemine (nakit/hisse senedi) hedef göre gruplandırılması yapılmış ve karlılıkta herhangi bir değişim olup olmadığı da ölçülmüştür
Cornett ve Tehranian (1992)	1982-1987	30 birleşme	US		Univariate Regression	İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar ve faaliyet nakit akışı açısından birleşme performansı ölçülmüştür. Ölçüm konusu banka birleşmeleridir. Birleşen bankaların endüstriye göre daha iyi performans sergiledikleri bulunmuştur.
Ramaswamy ve Waagelein (2003)	1975-1990	162 birleşme	US		Univariate Regression	Birleşen şirketlerin faaliyet performansı kontrol grubuna göre daha iyi çıkmıştır. Karma birleşmeler ve görece olarak daha büyük hedef şirket devralmalarıyla gerçekleşen birleşmelerin birleşme sonrası performans üzerinde olumlu etkisi bulunduğu saptanmıştır.
Manson vd. (2000)	1985-1987	44	UK		Regression	Faaliyet Nakit Akışı/ Toplam Piyasa Değeri açısından birleşme performansı incelenmiştir. Bu oran Healy vd. 'nin (1992) çalışmasında kullanılan orandır. Birleşen şirketlerin birleşme sonrası performanslarında artış gözlenmiştir.
Sharma ve Ho (2002)	1986-1991	36	Avustralya	-3/+3 yıl	Univariate Regression	Hisse Başına Kazanç, Brüt Kar Marjı, Aktif Karlılık Oranı, Özsermaye Getiri Oranı, İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar, faaliyet nakit akışı oranları açısından performans ölçümü yapılmıştır. Birleşme öncesi üç yıllık değerler birleşme sonrası değerlerle kıyaslandığında devralan şirketlerin ROE, ROA EPS ve kar marjında düşüş yaşandığı gözlenmiştir. Ayrıca regresyon analizi ile performans üzerine etki eden faktörler araştırılmıştır.
Tsung-Ming ve Hoshino (2000)	1987-1992	20	Tayvan	-1/+3 yıl	Univariate Regression	Hem mali oranlar hem de hisse senedi fiyat hareketine göre performans ölçümü yapılmıştır. Faaliyet performansında kullanılan mali oranlar büyüme, karlılık ve finansal yapı oranlarıdır. Olay çalışması açısından birleşme sonrası pozitif getiri hesaplanırken, faaliyet performansında düşüş gözlenmiştir.
Pawaskar (2001)	1992-1995	36	India	-3/+3 yıl	Univariate Regression	Birleşme performansı, karlılık, büyüme, finansal kaldıraç ve likidite açısından ölçülmüştür. Analiz sonucunda, birleşme sonrasında karlılıkta artış gözlenmemiştir.
Ramakrishnan (2008)	1993-2005	87	India	-3/+3 yıl	Univariate Regression	Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı/Net Satışlar, Satışlar/Faaliyette Kullanılan Varlıklar ve Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı / Faaliyette Kullanılan Varlıklar oranları açısından ölçüm yapılmıştır. Analiz sonucunda birleşme sonrası performansda artış gözlenmiştir.
Ikeda ve Doi (1983)	1964-1975	49 birleşme	Japonya	-5/+5 yıl	Univariate	Karlılık, etkinlik, büyüme ve AR-GE açısından birleşme performansı ölçülmüştür. İncelenen dönemde büyüme hariç, diğer açılardan birleşme sonrası performansda artış gözlenmiştir.
Langhe, Ooghe (2001)	1992-1994	143 birleşme	Belçika	-3/+5 yıl	Univariate Regression	Birleşme performansı karlılık, mali yapı, likidite ve etkinlik oranları açısından ölçülmüştür. Analiz diğer çalışmalardan farklı olarak borsada işlem görmeyen

						küçük şirket birleşmeleri üzerine yapılmıştır. Analiz sonucunda ölçüm yapılan dört açıdan da birleşme sonrası performans üzerinde artış gözlenmemiştir.
Pazarkis vd. (2006)	1998-2002	50 birleşme	Yunanistan	-3/+3 yıl	Univariate	Bu analizi diğer ülkelerde yapılan analizlerden ayıran en önemli farklılık performans ölçümünde hem finansal ve finansal olmayan verilerin kullanılmış olmasıdır. Finansal veriler mali tablolardan elde edilmiş olup birleşmenin karlılık, mali yapı ve likidite üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Finansal olmayan veriler ise birleşme geçiren şirket yöneticilerine uygulanan anketler yoluyla elde edilmiştir. Analiz sonucunda birleşme sonrası karlılıkta düşüş, likiditede ve mali yapıda ise önemsiz oranda azalma görülmüştür

**Kaynak:** Tuch, C. ve O'sullivan, N. (2007). *The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. International Journal of Management Reviews. Vol. 9. Issue 2. s.150-151.*, Ramakrishnan, K. 2008. **Long-term Post-merger Performance of Firms in India.** *Vikalpa. Vol. 33. No. 2. s.54* ve Sharma, S.D ve Ho, J. 2002. *The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. Journal of Business Finance&Accounting. No:29(1)&(2). January-March. s.158-159* kaynaklarından derlenmiştir.

Muhasebe verilerine dayalı bu çalışmaların güçlü tarafı, denetimden geçmiş finansal tablolara dayanması nedeni ile güvenilir olmasıdır. Muhasebe verilerine dayalı bu yöntem, olay çalışmalarının aksine bir takım beklentiler/tahminler veya varsayımlar yerine finansal tablolarda yer alan gerçekleşmiş mali verileri, dolayısıyla gerçek faaliyet performansı sonuçlarını değerlendirdiğinden daha güvenilir sayılmaktadır. Ne var ki, gerçek performansın her zaman ekonomik anlamda doğru sonuçlar vermesi garanti edilememektedir (Ramakrishnan, 2008: 53). Ancak bu verilerin tarihi veriler olması ve geçmiş dönemleri yansıtması ölçümün güvenilirliğini azaltmaktadır. Ayrıca farklı yıllarda kullanılan kayıt yöntemleri ve şirketlerin uyguladıkları muhasebe politikalarındaki farklılıklar bu çalışmalarda kullanılacak oranların her şirket için aynı olmasını engellemektedir (Bruner, 2002). Muhasebe tabanlı çalışmalarla ilgili sorunları Chatterjee ve Meeks (1996) üç grupta toplamışlardır:

- a) Farklı çalışmalar farklı muhasebesel ölçütleri kullandığı için araştırmaların sonuçlarını birbirleriyle kıyaslamak mümkün değildir.
- b) Uygun kontrol grubu ve ölçüm yöntemini seçmek bu çalışmalarda başlı başına bir sorundur.
- c) Genellikle uygun veri bulmak güçtür, bu nedenle çoğunlukla halka açık şirketlerin gerçekleştirdiği birleşmeler muhasebe tabanlı çalışmaların konusu olmaktadır.

### **2.2.2.3. Yönetici Anketleri**

Şirket birleşmelerinin başarısını değerlendirmeye yönelik bir başka yöntem de birleşmeye taraf şirket yöneticilerine uygulanan anket çalışmalarıdır. Daha önce bahsedilen diğer iki yöntem ile birleşmelerin nicel olarak ifade edilebilen (*birinde hissedarların elde ettiği anormal getiriler, diğerinde ise finansal tablolardan elde edilen çeşitli faaliyet oranları*) sonuçların ölçülmesi amaçlanmakta iken, bu yöntem ile birleşmelere ilişkin nitel (*çalışan memnuniyeti, müşteri memnuniyeti, organizasyon yapısında iyileşme sağlanıp sağlanamaması, vb.*) sonuçların ölçülmesi amaçlanmaktadır. Özellikle sayısal olmayan verilerin toplanması amacıyla hazırlanan standart ve kapsamlı sorulardan oluşan anketler belli ölçüde sağlıklı sonuçlar verebilmektedir (Pazarkis vd., 2006). Bunun iki temel nedeni bulunmaktadır.

İlki, anket uygulanan yöneticilerin işleme taraf olması, sonuçların güvenilirliğini azaltmaktadır. İkinci neden ise ankete katılımın düşük olması veya anketlerin yöneticiler ve/veya temsilcileri tarafından geliş güzel doldurulmasından kaynaklanan doğru ve tam bilgiye ulaşamamadır. Buna karşılık bu yöntemin üstün yönleri de bulunmaktadır. Bunlardan biri, değer yaratımına ilişkin olarak borsalardan ve/veya finansal tablolardan edinilemeyecek bilgileri ortaya çıkarmasıdır. Bir başka üstün yönü ise, birleşmenin başarısına ilişkin gerçek, kalitatif bilgilere ulaşabilmesidir (Bruner, 2002). Bu yöntem genellikle organizasyon teorisi ve stratejik yönetim disiplinlerini ilgilendiren çalışmalarda kullanılmaktadır.

#### **2.2.2.4. Klinik Çalışmaları**

Klinik çalışmalarında (clinical studies) sadece bir tek birleşme işlemi ya da az sayıdaki örnek derinlemesine incelenmektedir. Birleşmeye taraf şirket yöneticileri ve birleşme ile ilgili olan üçüncü kişilerle mülakatlar yapılarak birleşme işlemi belirli bir veya birkaç yönü ile derinlemesine incelenmektedir. Objektif ve derinlemesine bilgi edinilmesi bu yöntemin üstün yönlerinden biridir. Bir diğeri ise, herhangi bir kalıpla sınırlandırılmadan bilgi toplandığı için yeni model ve yöntemlerin ortaya çıkarılmasına elverişlidir. Bu yöntemde az sayıda gözlem üzerinde çalışıldığı için, araştırmacının genelleme yapması zorlaşmakta ve hipotez testi yapılamamaktadır. Bu da yöntemin en zayıf yönüdür (Bruner, 2002).

#### **2.2.2.5. Hipotetik Çalışmalar**

Birleşmelerin işleme taraf şirket ortaklarına yarar sağlamanın önemli olması nedeniyle, bu işlemlerin yaratacakları etkilerin önceden hesaplanması gündeme gelmiştir. Ayrıca, birleşen şirket hissedarları ve yöneticilerinin yanı sıra, şirketin diğeri paydaşları olan çalışanlar, potansiyel yatırımcılar, borç verenler, birleşmede görev alan yasal temsilciler, kamu görevlileri ve akademisyenler açısından da bu bilgi büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle de birleşen işletmelerin yapıları ve özellikleri araştırmacıların her zaman ilgisini çekmiştir. Adelaja vd.'ne göre, Simkowitz ve Monroe (1971), Stevens (1973), Dietrich ve Sorensen (1984), birleşen işletmelerin finansal karakterlerini saptamaya çalışmışlardır. Hatta bunlardan bazıları, işletmelerin geçmişe dönük finansal performanslarına bakıp öngörümleyici modeller (predictive models) geliştirmişlerdir.

Birleşmeler gerçekleşmeden farazi olarak yaratacakları sonuçları öngörmeye çalışan yöntemlerdir. Birleşmelerin tahmin edilmesinin avantajları üzerinde duran bu çalışmalar, karar vericilere geri dönülmesi zor ve önemli kararlarda yol gösterici olabilmektedirler (Adelaja vd., 1999:4).

Birleşmelerde özellikle önemli olan finansal ön çalışma (due diligence) mali tablolar analizinin yanında, işletmelerin hipotetik olarak finansal birleşmesini tasarlayarak, karar vericilere bilgi vermektedir. Bunun için hipotetik çalışma yönteminden yararlanılması söz konusudur. Hipotetik çalışmaların çeşitli üstünlükleri bulunmaktadır. Geçmişe dönük çalışmalarda araştırmacının seçtiği verilerin, geçmişte olanı yeniden yapılandırma veya değiştirme şansı yoktur. Hipotetik çalışmalarda ise, sonuçlara göre olayların yönü değiştirilebilmektedir. Örneğin, geçmişe yönelik çalışmalarda sinerji etkisi tespit edilemeyen bir birleşmenin engellenmesi mümkün değil iken, hipotetik bir çalışmada sinerji etkisi yaratması şüpheli olan bir birleşmenin, bütün yönleriyle tekrar analiz edilmesi ve kararın yeniden gözden geçirilmesi mümkün olabilmektedir. Bu olanağın yaratılması kaynakların kısıtlı olduğu durumlarda, optimal dağılımın gerçekleşmesine katkıda bulunmaktadır.

Hipotetik çalışmanın dezavantajları da daima hatırlanmalıdır. Hipotetik analizde gerçekleşmeyen bir olayın önceden bilinmesi ve sonuçlarının tam olarak hesaplanması mümkün değildir. Ancak bir olayın bütün öğeleri doğru ve tam saptanırsa, gelecekle ilgili bir yargıya varılabilir. Şirket birleşmelerinde de hipotetik çalışma yöntemlerinden biri olan Veri zarflama analizi yöntemi son yıllarda kullanımı yaygınlaşmaya başlayan bir yöntem olarak literatürde yer almaktadır. Bunlara örnek olarak Cooper vd. (1999), Bogetoft vd.(2003) ve Bogetoft ve Wang (2005)'in çalışmaları verilebilir (Kargın, 2007).

### **2.2.3. Birleşme Performansı Analizinde Kullanılan Ölçütler**

Birleşmeler farklı amaç ve güdülerle gerçekleştirilmektedirler. İşletmeleri birleşmelere yönlendiren bu amaç ve güdülerin birleşme sonrasında gerçekleştirilip gerçekleştirilmemesi birleşme performansının ölçüsü olarak değerlendirilmektedir. Şirket birleşme ve devralmalarının performans ölçümü gibi pek çok disiplinin ilgi alanına giren bir konuda doğru performans ölçütü belirlemek araştırmacıların en çok zorlandıkları konu

olmaktadır (Schoenberg, 2006). Finans ve buna bağlı disiplinler hisse senedi fiyat hareketi veya muhasebe verileri gibi objektif ölçütler kullanırlarken, Organizasyon teorisi, stratejik yönetim gibi disiplinler ise genellikle yöneticilerin raporları veya yorumları gibi subjektif verilere dayanmaktadır. Bazı durumlarda objektif veri elde etmenin güçlüğü nedeniyle subjektif verilerle çalışma yapmak zorunlu hale gelebilmektedir (Schoenberg, 2006).

### **2.2.3.1. Çeşitli Disiplinler Açısından Kullanılan Ölçütler**

Organizasyon teorisi alanında yapılan çalışmalarda birleşme performansının başarısı temelde sinerji yaratılıp yaratılmadığı açısından ölçülürken, stratejik yönetim açısından rekabet gücü yaratılıp yaratılmadığı, birleşen şirketlerin stratejik uyum sağlayıp sağlayamadıkları ölçülmektedir. Finans alanında yapılan araştırmalarda ise birleşmeye taraf şirketlerin ortakları açısından değer yaratılıp yaratılmadığı ve/veya birleşen/devralan şirketin faaliyetinin çeşitli açılardan iyileşip iyileşmediği ölçüm konusu olmaktadır (Lubatkin, 1983). Bu bağlamda, birleşme performansında kullanılan ölçütler;

a) Sinerji oluşumu veya bütünleşme sürecinin etkinlik derecesinin ölçümü gibi subjektif ölçütlerden, finansal ve muhasebesel verilere dayalı daha objektif ölçütlere veya,

b) Birleşme duyurusunun yapılmasından bir kaç gün öncesi ve sonrasındaki hisse senedi fiyatı değişimlerine yoğunlaşan kısa dönemli ölçüm metodolojilerinden birleşme sonrası beş/on yıla varan finansal tablo verilerine dayalı daha uzun vadeli ölçümlere ya da,

c) Personel yapısı, satış politikası, bilgi işlem gibi sadece bir işlemin performans ölçümünden bir bütün olarak organizasyonun genel performansının değerlendirilmesine,

kadar değişiklik göstermektedir (Zollo ve Meier, 2008).

Yukarıda yer alan açıklamalar ışığında birleşme performansı ölçümlerinin genel olarak iki temel boyutu olduğu gözlenmektedir: ölçüm konusu ve ölçüm zamanı. Aşağıdaki tabloda bu iki boyuta ve ölçümlerde kullanılan kıstaslara yer verilmiştir:



**Tablo 9: Birleşme Performans Ölçümünün Boyutları ve Kullanılan Kıstaslar**

Zaman Boyutu			
Analiz Seviyesi	Kısa Dönem		Uzun Dönem
	İşlem	1. Bütünleşme performansı 2. Bilgi transferi 3. Sistem dönüşümü	5. Müşteriyi elde tutma 6. Çalışanı elde tutma
	Birleşme Süreci	4. Kısa dönem finansal performans (event study)	7. Genel birleşme performansı <sup>16</sup> 8. Birleşme sonrası hayatta kalma <sup>17</sup>
	Firma		9. Muhasebesel performans 10. Uzun dönem finansal performans 11. Yenilik yaratma performansı 12. Pazar payı performansı

**Kaynak:** Zollo, M. ve Meier, D. 2008. *What Is M&A Performance?*. *The Academy of Management*. Vol. 22. No:3/2008. s.59.

**1. Ölçüm konusu:** Ölçüm konusu temelde analiz seviyesine göre değişim göstermektedir. Analiz seviyesi tek bir işlem olabileceği gibi, birleşme sürecinin tamamı veya devralan/satılan şirketin bütün olarak performans ölçümü olabilmektedir.

Analiz *işlem* bazında yapıldığında, birleşme sürecinde yer alan bütünleşmenin başarısını ölçen işlemlerin birleşme sonrasında istenilen seviyede olup olmadığı ölçülmektedir. Bir başka ifade ile, iki farklı organizasyonun tek bir çatı altında bir araya gelmesi sonucunda oluşan yeni yapıda maliyet kontrol sistemlerinin, bilgi işlem sistemlerinin, satınalma veya satış yöntemlerinin ne derecede başarılı bir bütünleşme gösterdiği ölçülmektedir (Zollo ve Meier, 2008).

Analiz *süreç* bazında yapıldığında, birleşmeye taraf şirketlerin esas faaliyet (mal/hizmet üretimi) sürecinin bütün aşamaları ele alınmakta ve birleşme sonrası “değer yaratımı” oluşturulup oluşturulmadığı ölçülmektedir. Bu kapsamda süreç performansından kasıt, birleşme sonrasında maliyeti düşürme veya gelirleri artırma ile artı değer yaratılıp yaratılmadığı ölçülmektedir (Zollo ve Meier, 2008).

Analiz, **firma** bazında yapıldığında ise, esas faaliyet sürecinin de yanısıra, birleşme sonrası oluşan işletmenin genel olarak muhasebesel, finansal, pazar payı ve yenilik yaratma açısından faaliyet performansının ölçülmesi amaçlanmaktadır. Doğal olarak her

<sup>16</sup> Genel birleşme performansından kasıt, maliyeti düşürme veya gelirleri artırma olarak açıklanmaktadır.

<sup>17</sup> Birleşme sonrası hayatta kalmadan kasıt, uzun vadede değer yaratma olarak açıklanmaktadır.

üç analiz seviyesinden en geniş kapsamlı olanı firma bazındaki ölçüm olmaktadır (Zollo ve Meier, 2008).

**2. Ölçüm zamanı:** Performans ölçümünün zamansal boyutu kısa veya uzun vadeli olarak ikiye ayrılmaktadır. Kısa dönemli ölçümlerde genellikle birleşmenin ilk aşamasında veya bütünleşme sürecinin son aşamasında oluşan sonuçlarla ilgilenilmektedir. Bu bağlamda, kısa dönemli ölçümlerde birleşme duyurusunun yapıldığı günden bir kaç gün öncesi ve sonrası, uzun dönemli ölçümlerde ise, genellikle devralan/satınalan şirketin birleşmeden önceki birkaç yıl öncesi ve sonrasına ait dönem birleşmeye taraf şirket hissedarlarının anormal getiri elde edip etmedikleri veya muhasebesel, finansal veya etkinliklerini artırma açısından faaliyet performansı ölçülmektedir (Zollo ve Meier, 2008).

Zollo ve Meier'in (2008) yaptıkları çalışmada, 1970-2006 yılları arasında birleşme performansının ölçümüne ilişkin olarak organizasyon teorisi, stratejik yönetim ve finans alanında yayımlanmış 88 adet araştırmada kullanılan ölçütler incelenmiştir. Bu inceleme sonucunda kullanılan ölçütlerin genel olarak 12 grupta toplandığı, bu ölçütlerin finans alanını ilgilendirenlerin objektif diğer iki alanı ilgilendiren ölçütlerin ise subjektif olduğu görülmüştür (Zollo ve Meier, 2008). Aşağıdaki tablo sözkonusu çalışmadan yararlanılarak oluşturulmuştur:

**Tablo 10: Kullanılan Ölçüte Göre Birleşme Performansını Ölçen Çalışmaların Sınıflandırılması**

Amirik Çalışmanın Yazarı	Yılı	Kullanılan Ölçüt Alanı	Ölçütlerin Niteliği (Subjektif/Objektif)
Agrawal ve diğerleri	1992	Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif
Ahuja ve Katila	2001	Yenilik yaratma gücü	Subjektif
Amit ve Livnat	1988	Muhasebe performansı	Objektif
Anand ve Singh	1997	Muhasebe performansı	Objektif
Barber and Lyon	1997	Kısa dönem hs anormal getirisi Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Beckman and Haunschild	2002	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Berger and Ofek	1995	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Bergh	2001	Birleşme sonrası hayatta kalma Bilgi transferi	Subjektif Subjektif
Bresman et al.	1999	Entegrasyon performansı Bilgi transferi	Subjektif Subjektif
Brush	1996	Muhasebe performansı Pazar payı	Objektif Objektif
Bruton et al.	1994	Genel birleşme performansı	Subjektif
Buono et al.	1985	Entegrasyon performansı Genel birleşme performansı	Subjektif Subjektif
Cannella and Hambrick	1993	Genel birleşme performansı Muhasebe performansı	Subjektif Objektif
Capon et al.	1988	Muhasebe performansı	Objektif
Capron	1999	Entegrasyon performansı	Subjektif

		Genel birleşme performansı	Subjektif
Capron and Pistre	2002	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Carow et al.	2004	Kısa dönem hs anormal getirisi Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Chang	1996	Muhasebe performansı	Objektif
Chatterjee	1986	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Chatterjee	1991	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Chatterjee	1992	Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif
Chatterjee et al.	1992	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Clark and Ofek	1994	Muhasebe performansı Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Covin et al.	1997	Çalışan kazanımı	Subjektif
Datta	1991	Entegrasyon performansı Genel birleşme performansı	Subjektif Subjektif
Datta and Grant	1990	Genel birleşme performansı	Subjektif
DeLong and DeYoung	2007	Muhasebe performansı Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Eckbo	1983	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Feea and Thomas	2004	Muhasebe performansı Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Fowler and Schmidt	1989	Muhasebe performansı Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Franks et al.	1991	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Haleblian and Finkelstein	1999	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Hambrick and Cannella	1993	Çalışan kazanımı	Subjektif
Harris and Ravenscraft	1991	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Harrison et al.	1991	Muhasebe performansı	Objektif
Harrison et al.	2005	Kısa dönem hs anormal getirisi Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Hayward	2002	Genel birleşme performansı Kısa dönem hs anormal getirisi	Subjektif Objektif
Hayward and Hambrick	1997	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Heron and Lie	2002	Muhasebe performansı	Objektif
Hitt et al.	1991	Yenilik yaratma gücü	Objektif
Hitt et al.	1996	Yenilik yaratma gücü	Objektif
Hitt et al.	1998	Yenilik yaratma gücü	Objektif
Holl and Kyriazis	1997	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Homburg and Bucerius	2006	Genel birleşme performansı	Subjektif
Hoskisson et al.	1993	Muhasebe performansı Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Subjektif
Hunt	1990	Entegrasyon performansı Genel birleşme performansı	Subjektif Subjektif
Jensen and Ruback	1983	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Kapoor and Lim	2005	Yenilik yaratma gücü	Objektif
Krishnan et al.	1997	Muhasebe performansı	Objektif
Kroll et al.	1997	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Krug and Hegarty	2001	Çalışan kazanımı	Subjektif
Kusewitt	1985	Muhasebe performansı Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Lahey and Conn	1990	Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif
Larsson and Finkelstein	1999	Entegrasyon performansı Genel birleşme performansı	Subjektif Subjektif
Loughran and Vijn	1997	Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif
Lubatkin	1987	Kısa dönem hs anormal getirisi Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Lubatkin et al.	1997	Kısa dönem hs anormal getirisi Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif
Markides and Ittner	1994	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Moeller et al.	2004	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Montgomery and Wilson	1986	Birleşme sonrası hayatta kalma	Objektif
Morck et al.	1988	Muhasebe performansı	Objektif
Morosini et al.	1998	Muhasebe performansı	Objektif
Palich et al.	2000	Muhasebe performansı Kısa dönem hs anormal getirisi Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif Objektif Objektif

Pangarkar	2004	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Pennings et al.	1994	Birleşme sonrası hayatta kalma	Objektif
Puranam et al.	2006	Genel birleşme performansı	Subjektif
Ramaswamy	1997	Muhasebe performansı	Objektif
Ravenscraft and Scherer	1987	Muhasebe performansı	Objektif
Schweiger and Denisi	1991	Çalışan kazanımı	Subjektif
Seth	1990	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Seth et al.	2002	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Shanley and Correa	1992	Entegrasyon performansı Genel birleşme performansı	Subjektif Subjektif
Shelton	1988	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Shahrur	2005	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Singh and Montgomery	1987	Uzun dönem hs anormal getirisi	Objektif
Slusky and Caves	1991	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Thakor	1999	Sistem dönüşümü	Subjektif
Travlos and Waegelien	1992	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Vermeulen and Barkema	1996	Birleşme sonrası hayatta kalma	Objektif
Walker	2000	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Wansley et al.	1983	Kısa dönem hs anormal getirisi	Objektif
Walsh	1988	Çalışan kazanımı	Subjektif
Walsh	1989	Çalışan kazanımı	Subjektif
Weber	1996	Entegrasyon performansı Muhasebe performansı	Subjektif Objektif
Zollo and Singh	2004	Muhasebe performansı	Objektif

**Kaynak:** Zollo, M. ve Meier, D. 2008. *What Is M&A Performance? The Academy of Management*. Vol. 22. No:3/2008. s.57-58.

Birleşme performansının analizinde kullanılan ölçütler konusunda bir başka bölümler de Schoenberg (2006) tarafından yapılmıştır. Schoenberg, şirket birleşmelerinin disiplinler arası bir konu olması nedeniyle birleşme performansının analizinde kullanılan ölçütleri de bu şekilde kabul edip, ölçütleri disiplinlere göre gruplamıştır.

**Tablo 11: Birleşme Performansı Analizinde Kullanılan Ölçüt Gruplarının Niteliksel Karşılaştırması**

Ölçüt	Ölçütün Dayandığı Varsayım	Ölçütün Güçlü Yönü	Ölçütün Zayıf Yönü	Ölçütü Kullanan Örnek Çalışmalar
<b>Anormal HS Getirileri</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Piyasaların etkin olduğu varsayımına dayanır.</li> <li>➤ Finans ve stratejik yönetim literatüründe kullanılmaktadır.</li> <li>➤ Kısa ve uzun dönemli incelemede kullanılmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Objektif değerlendirme yapılmaktadır.</li> <li>➤ Muhasebesel uygulama farklılıkları ve yöneticilerin subjektif değerlendirmelerinden etkilenme yoktur.</li> <li>➤ HS fiyat hareketleri hissedar değerinin doğrudan ölçütüdür.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Sadece borsa şirketlerinin gerçekleştirdiği birleşmelere uygulanabilir.</li> <li>➤ Faaliyet performansı hakkında bilgi vermez.</li> <li>➤ HS fiyat hareketlerini birleşme işleminden başka etkileyen dışsal etkenler olabilir bunu dışlayamaz.</li> <li>➤ Bu analizden elde edilen sonuçlar hesaplama yöntemine son derece bağımlıdır (örneğin olay penceresine gün/ay olmasına, benchmark olarak kullanılan kritere market index /benzer portföy vb)</li> </ul>	<p>Capron ve Pistre, 2002 Crow vd., 2004 Datta ve Puia, 1995 Gregory, 1997 Hayward, 2002 Markides ve Ittner, 1994</p>
<b>Finansal Oranlar<sup>18</sup></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Finansal oranların faaliyet performansını yansıttığı varsayımına dayanır.</li> <li>➤ Finans ve stratejik yönetim literatüründe kullanılmaktadır.</li> <li>➤ Uzun dönemli incelemede kullanılmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Objektif değerlendirme yapılmaktadır.</li> <li>➤ Faaliyet performansını birleşme işleminden başka etkileyen dışsal etkenler olabilir (endüstriyel şoklar, genel ekonomik şartlardaki değişiklikler gibi) bu etkileri kullanılan industry matched veya industry&amp;size matched kontrol grubu şirketler kullanarak dışlayabilir.</li> <li>➤ Mali tablo verileri bağımsız denetimden geçtiği için güvenilirdir.</li> <li>➤ Şirket performansının değerlendirilmesinde ekonomik değer yaratımının dolaylı ölçütüdür.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Muhasebesel uygulama farklılıklarından etkilenebilir.</li> <li>➤ Farklı oranlar kullanıldığından yapılan araştırmaların sonuçlarının birbiriyle karşılaştırılabilirliği güçtür.</li> <li>➤ Elde edilen sonuçlar uygulanan ölçüm metodolojisine son derece bağımlıdır.</li> <li>➤ Finansal verilerin elde edilmesi birleşen şirketlerin kamuya açıklanmış bilgisinin olmasına bağlıdır.</li> <li>➤ Geçmiş verileri kullandığından geçmiş odaklıdır(ex-post study).</li> <li>➤ Tarihi maliyetle kayıt yapıldığından enflasyon ve deflasyona duyarlıdır.</li> </ul>	<p>Healy vd. (1992) Dickerson vd. (1997) Gosh (2001) Rahman, Limmack (2004) Sharma ve Ho (2002) Ikeda ve Doi (1983) Müslümov (2002)</p>
<b>Yöneticilerin Değerlendirmeleri (Yönetici Anketleri)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Yönetici değerlendirmelerinin birleşme performansını çok boyutlu olarak yansıttığı varsayımına dayanır.</li> <li>➤ Stratejik yönetim literatüründe kullanılmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Performansı çok boyutlu olarak ölçebilmeyi mümkün kılar.</li> <li>➤ Birleşme öncesi hedeflenen amaçlar ile sonrasında bunlara ulaşıp ulaşılmadığının bütüncül bir değerlendirmesini sağlar.</li> <li>➤ Objektif verilerin sağlanamadığı durumlarda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Yöneticilerin subjektif değerlendirmelerinden etkilenebilir.</li> <li>➤ Birleşmenin üzerinden zaman geçmiş olacağından (ex-post study), analiz sonuçları yöneticilerin geçmişi hatırlama gücüne duyarlıdır.</li> <li>➤ Aynı zamanda hem de hissedar olabilen yöneticilerin ekonomik değere dayalı olmayabilen bakış açıları analiz sonuçlarını</li> </ul>	<p>Brock, 2005 Brouthers vd.,1998 Capron, 1999 Datta, 1991 Datta ve grant, 1990 Schoenberg, 2004</p>

<sup>18</sup> Schoenberg, R. (2006) tarafından finansal oranlara finans literatüründe kullanılan ölçütler arasında değinilmiş ancak makalede yer alan tabloda ayrıca yer verilmemiştir. Finansal oranlar tabloya tarafımızca eklenmiştir.

	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Uzun dönemli incelemede (birleşmeden sonra 3-5 yıl) kullanılmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ kullanılabilir.</li> <li>➤ Tüm birleşme türlerine uygulanabilir.</li> <li>➤ Değer yaratımına ilişkin borsalardan edinilemeyecek bilgileri ortaya çıkarır.</li> <li>➤ Birleşmenin başarısına ilişkin gerçek, kalitatif bilgilere ulaşmayı sağlar.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ olumsuz etkileyebilmektedir.</li> <li>➤ Anketlere katılım oranının düşüklüğü veya anketlere yeterince zaman ayrılmaması sonuçları olumsuz etkilemektedir.</li> </ul>	Very vd., 1997
<b>Uzman Kişilerin Değerlendirmeleri</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Uzman değerlendirmelerinin birleşme performansını objektif olarak yansıttığı (<i>tıpkı his analistleri veya finansal raporlardan sağlanan bilgiler gibi</i>) varsayımına dayanır.</li> <li>➤ Stratejik yönetim literatüründe kullanılmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Performansı yönetici veya hissedar olmayan tarafsız bir gözün değerlendirmesini mümkün kılar.</li> <li>➤ Objektif verilerin veya yönetici değerlendirmelerinin sağlanmadığı durumlarda kullanılabilir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Uzman kişilerin subjektif değerlendirmelerinden etkilenebilir.</li> <li>➤ Analiz sonuçları uzmanların performansı algılama biçimlerine son derece bağlıdır.</li> </ul>	Cannella, Hambrick, 1993 Datta, 1991 Datta ve Garant, 1990 Hayward, 2002
<b>Tasfiye Değeri</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Başarılı bir işletmenin çok istisnai durumlar haricinde, tasfiye veya işi sonlandırma sürecine girmeyeceği varsayımına dayanır.</li> <li>➤ Bu ölçüt, bir işletmenin tasfiye değeri birleşme için ödenilen değerle kıyaslanarak birleşme performansını göstermek amacıyla kullanılmaktadır.</li> <li>➤ Organizasyon teorisi literatüründe kullanılmaktadır.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Diğer ölçütlere göre oldukça basit bir karşılaştırma sağlar.</li> <li>➤ Detaylı finansal verilere ihtiyaç duyulmaz.</li> <li>➤ Basit bir yöntemdir.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Tasfiyenin genellikle yönetsel bir başarısızlık sonucu olduğu, bu nedenle de bu değer birleşme değeri ile kıyaslanmasının doğru olmadığı çoğu araştırmacı tarafından ileri sürülmektedir.</li> </ul>	Berg, 1997 Montgomery, 1986 Porter, 1987 Wilson,

**Kaynak:** Schoenberg, R. 2006. *Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics*. *British Journal of Management*, Vol. 17, 361-370 (2006).

### **2.2.3.2. Finans Disiplini Açısından Kullanılan Ölçütler**

Yukarıdaki tablolarda farklı disiplinlerde kullanılan ölçütler çeşitli açılardan irdelenmiş, her bir ölçüt grubu hakkında genel bilgiler özetlenmiştir. Özel olarak finans disiplini açısından birleşme performansı analizlerinde kullanılan ölçütlere derinlemesine bakıldığında, kullanılan ölçüm yöntemine göre ölçütlerin değiştiği görülmektedir.

#### **1. Olay Çalışmalarında Kullanılan Ölçütler:**

Hisse senedi fiyatlarına dayalı olan kısa ve uzun dönemli olay çalışmaları incelendiğinde, kullanılan ölçütler konusunda tam bir fikirbirliği olmadığı görülmektedir (Tuch ve O'Sullivan, 2007:143). Tuch ve O'Sullivan (2007), bu türdeki amprik çalışmalarda genel olarak kullanılan ölçüm modeline göre anormal getirinin hesaplandığı ölçütün değiştiğinden bahsetmiş ve genel olarak dört farklı ölçütün kullanıldığını ileri sürmüştür. Piyasa modeli (market model) anormal getirinin tahmininde piyasa getirisini temel alırken, piyasaya göre düzeltilmiş (market adjusted model) model birleşmeye taraf firmaların hisse fiyatındaki getiriyi piyasa getirisine göre düzenleyerek anormal getiriyi hesaplamaktadır. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) bu hesaplamada şirket riskini gözönünde bulundururken, portföyler dikkate alınarak yapılan getiri hesaplamalarında referans portföylerin getirisi anormal getiri hesabında kullanılmaktadır (Tuch ve O'Sullivan, 2007:166).

#### **2. Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalarda Kullanılan Ölçütler:**

Muhasebe verilerine dayalı ölçüm yönteminde ise faaliyete ilişkin çeşitli oranların ölçüt olarak kullanıldığı görülmektedir. Birleşme ve devralamaların amacı, sahip olunan tüm kaynaklardan optimum bir şekilde faydalanmak, kullanılmayan veya kapasitesinin altında kullanılan kaynaklardan daha verimli bir şekilde yararlanmak (bunlara maddi kaynakların yanında beşeri kaynaklar da eklenmektedir), rekabeti sınırlamak, sinerji yaratmak, daha güçlü bir personel ve yönetim yapısı oluşturmak, daha iyi bir AR-GE faaliyeti yürütmek, organizasyon yapısındaki işlemeyen veya yavaş işleyen bozuklukları yoketmek, yönetim maliyetini düşürmek, vergisel avantaj sağlamak ve tüm bunların sonucu olarak karlılığı artırmak olarak açıklanabilir. Bu bağlamda, birleşmelerin en temelde hedeflediği amaç karlılık artışı sağlamaktır. Diğer bütün hedefleri bu esas amaca ulaşmayı sağlayan iyileştirmeler olarak görmek mümkündür. Bu nedenledir ki,

birleşmelerin faaliyet performansı ölçülerinde genellikle karlılık ölçütlerinin yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir (Mallikarjunappa ve Nayak, 2007:3).

Birleşmelerde, faaliyet performansının ölçümünde yaygın olarak bilinen oranların yanısıra, uygulamacılar tarafından etkinliği veya verimliliği ölçmek amacıyla standart oranların dışında oluşturulmuş (yakınsama veya çıkarımda bulunmak amaçlı) oranlar da kullanılmaktadır. Yaygın olarak bilinen oranlar likidite, nakit yaratma, mali yapı, karlılık, faaliyet oranları ve büyüme oranları olarak gruplanmaktadır (Akgüç, 2010). Çıkarımda bulunmak üzere bu gruptakilerden farklı olarak oluşturulmuş oranlara, etkinlik konusunda Satışlar / Personel Sayısı, AR-GE Giderleri / Satışlar (Ikeda ve Doi, 1983:260); verimlilik konusunda Personel Giderleri / Personel Sayısı (Langhe ve Ooghe, 2001:6); Satışlar/Faaliyette Kullanılan Varlıklar ve Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı / Faaliyette Kullanılan Varlıklar (Ramakrishnan, 2008:59) gibi oranlar örnek gösterilebilir.

Aşağıdaki tabloda muhasebe verilerine dayalı çalışmalarda kullanılan ölçütler ve ölçüm sonuçları hakkında bilgi verilmektedir:

**Tablo 12: Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalarda Kullanılan Ölçütler**

Analiz Yazarı ve Yılı	Ölçüt	Ölçüm Yönü	Birleşme Sonrası İçin Bulgular
Hogarty (1978)	Hisse Başına Kazanç	Karlılık	Önemli ölçüde düşme
Philippatos vd. (1985)	Faaliyet Giderleri Oranı	Faaliyet	Kazanç yok
Ravenscraft ve Scherer (1989)	Aktif Karlılık Oranı Faaliyet Karı / Satışlar Nakit Akımı/Satışlar	Karlılık Karlılık Karlılık	Kazanç yok Kazanç yok Kazanç yok
Neely ve Rochester (1987)	Aktif Karlılık Oranı	Karlılık	Önemli ölçüde düşme
Herman ve Lowenstein (1988)	Özsermaye Getiri Oranı	Karlılık	Karma
Cornett ve Tehranian (1992)	İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar	Faaliyet	Önemli ölçüde artış
Healy vd. (1992)	Amort., Faiz, Vergi Öncesi Kar /Net Satışlar Varlık Devir Hızı (Satışlar/Sermayenin Piyasa Değeri+Borçların Defter Değeri+İmtiyazlı Paylar <sup>19</sup> ) Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı/Toplam Varlıklar Çalışan Büyüme Hızı Kıdem Tazminatı Karşılıkları/Çalışan Sayısı	Karlılık Faaliyet Faaliyet Faaliyet Faaliyet	Önemli ölçüde artış Önemli ölçüde artış Artış Düşüş Düşüş

<sup>19</sup> Healy, Palepu ve Rubak'ın (1992:30) çalışmasında; Sermayenin Piyasa Değeri+Borçların Defter Değeri+İmtiyazlı Paylar = Varlıkların Piyasa Değeri olarak tanımlanmaktadır.



Manson vd. (1995)	İşletme Sermayesi/Varlıkların Piyasa Değeri	Faaliyet	Önemli ölçüde artış
Ramaswamy ve Salatka (1996)	İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar	Faaliyet	Önemli ölçüde artış
Sharma ve Ho (2002) <sup>20</sup>	Hisse Başına Kazanç Brüt Kar Marjı Aktif Karlılık Oranı Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı/Net Satışlar Özsermaye Getiri Oranı İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar Nakit Akımı / Toplam Varlıklar	Karlılık Karlılık Karlılık Karlılık Karlılık Karlılık Karlılık	Önemli ölçüde düşme Düşüş Önemli ölçüde düşme Önemli ölçüde düşme Düşüş Önemli ölçüde düşme Düşüş
Ikeda ve Doi (1983)	Vergi Öncesi Kar/Özsermaye Vergi Öncesi Kar/ Toplam Varlıklar Satışlar/Toplam Varlıklar Paz.Satış ve Dağt. Giderleri/Satışlar Satışlar/Çalışan Sayısı Satışların Büyüme Oranı AR-GE Giderleri / Satışlar	Karlılık Karlılık Karlılık Etkinlik Etkinlik Büyüme (AR-GE)	Artış Değişim yok Artış Artış Artış Değişim yok Artış
Gosh ( 2001)	Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı/Toplam Varlıklar	Karlılık	Önemli ölçüde artış
Langhe, Ooghe (2001)	Vergi Öncesi Kar/Satışlar Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Varlıklar Net Kar/Sermaye Özermaye/(Toplam Borçlar+Özsermaye) Nakit Akışı/Toplam Borçlar Likidite Oranı Nakit Oranı Topl.Kudem Tazminatı Karş./Çalışan Sayısı	Karlılık Karlılık Karlılık Mali Yapı Mali Yapı Likidite Likidite Etkinlik	Önemli ölçüde düşme Önemli ölçüde düşme Önemli ölçüde düşme Önemli ölçüde düşme Önemli ölçüde düşme Düşüş Düşüş Önemli ölçüde düşme (olumlu)
Pazarkis vd. (2006)	Vergi Öncesi Kar/ Varlıkların Piyasa Değeri Varlık Kazanç Oranı Brüt Kar Marjı Nakit Oranı Likidite Oranı Sermayenin Piyasa Değeri/Toplam Varlıklar Toplam Borçlar/Sermayenin Piyasa Değeri	Karlılık Karlılık Karlılık Likidite Likidite Mali Yapı Mali Yapı	Düşüş Düşüş Önemsiz düşüş Önemsiz düşüş Önemsiz düşüş Önemsiz düşüş Önemsiz düşüş
Mantravadi ve Reddy (2008)	Amort., Faiz, Vergi Öncesi Kar /Net Satışlar Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Net Satışlar Net Kar/Net Satışlar Faiz ve Vergi Öncesi Kar/ Özsermaye Toplam Borçlar/Özsermaye	Karlılık Karlılık Karlılık Karlılık Karlılık	Düşüş Düşüş Düşüş Düşüş Önemsiz artış
Ramakrishnan (2008)	Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı/Net Satışlar Satışlar/Faaliyette Kullanılan Varlıklar Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı / Faaliyette Kullanılan Varlıklar	Faaliyet Faaliyet Faaliyet	Önemli ölçüde artış Önemli ölçüde artış Önemli ölçüde artış

**Kaynak:** Sharma, D.S. and Ho, J. 2002, *The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence*, Journal of Business Finance & Accounting, 29(1&2), s.186.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, muhasebe verilerine dayalı performans analizlerinin karlılık, faaliyet, etkinlik, mali yapı, likidite gibi pek çok açıdan incelenmiş olduğu gözlenmektedir. Literatürde daha önce yapılmış birleşme ve satın almaların karlılık ve satışlar üzerine etkisini inceleyen çalışmalar göz önüne alındığında farklı yaklaşımlar ortaya konulduğu görülür. Bazı çalışmalar birleşmelerin karlar ve satışlar üzerine olumlu

<sup>20</sup> Sharma ve Ho'nun (2002:186) makalesinde yer alan tablo bu noktaya kadar olan araştırma sonuçlarını kapsamaktadır. Bu noktadan sonraki araştırma sonuçları tarafımızca incelenerek eklenmiştir.

etkileri olduğunu açıklarken diğer çalışmalar birleşmelerin karlılığı ve satışları azalttığını ya da birini azaltırken diğerini arttırdığı şeklinde değişik sonuçlar ortaya koymuşlardır. Amprik çalışmalar genellikle birleşme öncesi ve sonrası karlılık oranlarını hesaplayarak birleşme performansını ölçmeyi amaçlamaktadırlar.

Teorik bakış açısıyla bir birleşmenin karlılığı arttıracığı ya da azaltacağı söylenebilir. Özellikle oligopol teorisi, yatay birleşmelerin piyasa gücünü arttırdığını ve işletmenin marjinal maliyet üzerinde bir fiyat oluşturma yeteneğine sahip olduğunu iddia etmektedir. Maliyetlerin üzerinde belirlenen her bir fiyat seviyesi işletme karına farklı yansımaktadır. Ancak, ürünün fiyat artışı net olarak ortaya konulsa da, fiyat artışının satışlarda bir düşüş etkisi meydana getirmesi beklenmekte ve bu etki fiyat artışıdaki gibi olmamaktadır. Birleşme performans analizinde karlılık oranları hesaplanırken genellikle vergi öncesi kar alınarak karlılık oranları hesaplanmaktadır. Vergi oranlarındaki sektöre ve şirkete özgü değişiklikler ve vergi muafiyetleri gibi faktörler net karı farklı farklı etkilemekte bu da performans analizinde karşılaştırılabilirliği azaltmaktadır. Bu nedenle oranın hesaplanmasında vergi öncesi kar dikkate alınarak bu etkiler giderilmektedir.

Birleşme ve satın almaların işlem sonrasındaki etkilerini ölçmede kullanılan bir diğer önemli kriter birleşme sonrası net nakit akışlarındaki değişmelerin ölçülmesidir. Birleşme sonrasında nakit akışlarındaki değişmeler birleşmenin başarısını ölçmede bir ölçü olarak kullanılmaktadır. Birleşme sonrası nakit akışlarındaki iyileşmeler satışlardaki artıştan ve varlıkların daha etkin kullanılmasından kaynaklanabilmektedir. Satışları arttıran birleşmeler genellikle ölçek genişletme amacıyla yapılan yatay birleşmelerdir. Finans literatüründe, özellikle ölçek genişletici birleşmeler sonrasında nakit akışlarında önemli iyileşmelerin gerçekleştiğini ortaya koyan çalışmalar vardır. Healy, Palepu ve Ruback (1992) ABD’de en büyük 50 birleşme üzerine yaptıkları çalışmalarında, sektörel çakışmaları yüksek olan işletmelerin birleşme sonrası nakit akışlarındaki iyileşmelerin diğer birleşmelerden yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır.

Birleşme ve satın almaları motive eden nedenlerden bir diğeri de varlık ve kaynak yapısında etkinliğin sağlanmasıdır. Özellikle ölçek genişletici birleşmelerde amaç, işletme varlıklarının etkin kullanımını sağlayarak satışların artırılması ve maliyetlerin düşürülmesidir. Ayrıca birleşme ile hem borçlanma kapasitesinin artırılması hem de borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi mümkün olabilmektedir. Birleşme sonrası

borçlanma maliyetlerinin düşürülmesiyle finansal kaldıraçtan yararlanma imkanı ortaya çıkmaktadır.

#### **2.2.4. Birleşme Karakteristiğinin Performans Üzerine Etkileri**

Şirket birleşmelerinde birleşme işleminin karakteristik özelliklerinin performans üzerindeki etkisini araştıran pek çok çalışma bulunmaktadır. Birleşme işlemlerinin karakteristik özellikleri olarak; işlemin şekli (satınalma, devralma veya düşmanca ele geçirme), ödeme türü (nakit veya hisse senedi), hedef şirket ile devralan şirketin göreceli büyüklükleri, hedef şirket ile devralan şirketin sektörel ilişkisi yani birleşme işleminin yönü (yatay, dikey ve karma), satınalma/devralama niyetinde olan şirket sayısı veya hedef şirketin niteliği (halka açık veya kamu/özel teşebbüs olması) sayılabilir (Tuch ve O'Sullivan, 2007:152). Aşağıda her bir özellik açısından birleşme performansının ne yönde etkilendiği ve bu konuda yapılan araştırma sonuçlarına yer verilecektir.

**1. Birleşme İşleminin Şeklinin Etkisi:** Birleşme şekli genel olarak dostça ve düşmanca ele geçirmeler olmak üzere iki kategoriye ayrılmaktadır. Dostça yapılan birleşmelerde hedef şirketin yönetim kurulu bu işleme onay vererek ortaklar genel kurulunun kabulü için teklif götürmektedir. Düşmanca ele geçirmelerde ise, alıcı şirket yönetim kurulunun karşı çıkmasına rağmen ortaklardan hisse senedi veya vekaleten oy kullanma hakkı toplanarak birleşme işlemi gerçekleştirilmektedir (Tuch ve O'Sullivan, 2007:152).

Düşmanca ele geçirmeler iki nedenle araştırmacıların ilgisini çekmektedir. Öncelikle, düşmanca ele geçirmeler hedef şirketlerin üst düzey yöneticilerinin kişisel çıkarlarına ters düşmektedir. Özellikle kendilerini başarısız gören ve birleşme nedeniyle işinden olacağını düşünen yöneticiler tarafından direnç gösterilmektedir. İkinci neden, hedef şirket yöneticilerinin direnci daha yüksek birleşme primi elde edilmesi amacıyla olmakta, bu da ortakların yararına sonuçlanmaktadır. Bu iki nedenden dolayı satınalan şirket açısından düşmanca ele geçirmeler iki tarafı keskin bir kılıç gibi görülmektedir; yani direncin yönetimin korkusundan mı yoksa birleşme primini artırmak istenmesinden mi kaynaklandığı çok ayırdedilememektedir.

Ancak, satın alınan şirket açısından neden ne olursa olsun düşmanca ele geçirmelerde katılan birleşme primi genellikle daha yüksek olmakta bu da satın alan şirketin birleşmeden amaçladığı değer yaratımını (*birleşme sonrası hissedarlarının hisse fiyatından kaynaklı anormal getiri elde etmesini engellemekte veya muhasebesel performansını düşürmekte*) olumsuz etkilemektedir. Dostça ve düşmanca ele geçirmelerin birleşme performansı üzerindeki etkisini ölçmek üzere yapılan pek çok çalışmada, satın alan şirket ortaklarının zenginliğinin hedef şirket ortaklarına aktarıldığını (olay çalışması sonuçları) ve yüksek birleşme maliyetinin, birleşme sonrası karlılık performansını çoğu zaman olumsuz etkilediğini (muhasebe verilerine dayalı çalışmaların sonuçları) ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar birleşme işleminin ödeme şekli ( nakit/hisse senedi) ile de sıkı sıkıya ilişki içindedir (Tuch ve O’Sullivan, 2007:152-155).

Bu konuda Varaiya ve Ferris (1987) tarafından yapılan araştırmada düşmanca ele geçirmelerde devralan şirketin birleşme sonrası performansı dostça birleşmelere göre daha düşük çıkmıştır. Goergen ve Renneboog tarafından 2004 yılında yapılan araştırmada ise, düşmanca ele geçirmelerden negatif getiriler elde edildiği, dostça birleşmelerden ise pozitif getiriler elde edildiği saptanmıştır. Loughran ve Vjih’in (1997) analizlerinde de teklif verme ve birleşme ayırımı üzerine durulmuştur. Çalışmada, alıcı firmaların hisse senetlerinin getirilerinin gerek işlemin türüne ve gerekse ödeme yöntemine göre farklılık gösterdiği saptanmıştır.

**2. Ödeme Şeklinin Etkisi:** Pek çok araştırma düşmanca birleşmelerin nakit ödeme yöntemi ile dostça birleşmelerin ise hisse senedi ile finanse edildiğini göstermektedir (Agrawal vd. 1992; Rau ve Vermaelen, 1998; Travlos, 1987). Öte yandan, birçok araştırma ödeme yönteminin birleşme performansına etkisini ölçmüştür. Nakit ödeme yönteminin kullanıldığı birleşmelerin hem kısa dönemli hem de uzun dönemli performanslarının hisse senedi ile ödeme yöntemine göre daha iyi sonuçlar verdiğini ortaya koymaktadır (Dong vd., 2005; Travlos, 1987, Walker, 2000, Lougran ve Vjih, 1997; Cosh ve Guest, 2001). Bunun bir nedeni, devralan/satın alınan şirketin gelecek dönemlerdeki kendi hisse senedi fiyat performansına ilişkin beklentisi olmaktadır. Eğer devralan/satın alınan şirket kendi hisse senetlerinin birleşme zamanında değerinin düşük olduğunu düşünüyorsa nakit ödeme yöntemini, yüksek olduğunu düşünüyorsa hisse senedi ile ödeme yöntemini seçmektedir. Bu bağlamda nakit ödeme, piyasaya devralan/satın alınan şirketin hisse senetlerinin değerinin birleşme sonrası dönemde artacağı sinyalini

vermektedir. Hisse senedi ile ödemelerde tedavüldeki hisse senedi sayısında artış olacağına birleşme sonrası dönemde şirket değerinde toplamda değişme olmamakla birlikte hisse fiyatında sulanma (dilution) etkisi görülmektedir (Mitchell vd., 2004).

**3. Hedef Şirket ile Devralan Şirketin Görelî Büyüklüklerinin Etkisi:** Birleşme şekli ve ödeme biçiminin yanısıra birleşmeye taraf şirketlerin görelî büyüklüklerinin de performans üzerinde etkisi bulunmaktadır. Araştırmacılar görelî olarak daha büyük şirketleri devralmanın birleşme sonrası performans üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Öncelikle, büyük hedef şirketleri birleşmede asimile etmek güç olmaktadır. Bir başka ifade ile hedef şirket eğer devralan şirkete göre çok küçükse bütünleşik şirket içinde kolayca asimile olacaktır ki, bu da birleşme sonrası performans üzerinde çok fazla bir etki oluşturmayacaktır. Bir diğer husus da, büyük şirketi devralmanın ekonomik etkisi de büyük olmaktadır. Birleşme sonrası göstergeler büyük şirket devralındığında daha belirgin şekilde değişmektedir (Tuch ve O’Sullivan, 2007:158).

Asquith ve diğerleri, 1983 yılında yaptıkları araştırma ile görelî şirket büyüklüklerinin performans üzerindeki etkisini inceleyen ilk araştırmacılar olmuşlardır. Araştırmacılar özellikle duyuru günündeki getiriler üzerinde görelî büyüklüklerin önemli olumlu etkiye sahip olduğunu saptamışlardır. Söz konusu araştırmada, devralanın toplam varlıklarının %50’si ve civarındaki büyüklüğe sahip hedef şirketlerin devralınmalarında birleşme sonrası getiri oranı, devralan şirketin ondabiri büyüklüğündeki hedef firmaların devralınmalarında elde edilen getiri oranından %1.8 daha yüksek çıkmıştır. Roll tarafından 1986 yılında yapılan araştırma sonucu da Asquith ve diğerlerinin bulgusuna paralel olmuştur. Roll bu çalışmasında, daha büyük hedef şirketi devralmanın getiriler üzerinde olumlu etki yarattığını saptamıştır (Tuch ve O’Sullivan, 2007:158).

**4. Hedef Şirket ile Devralan Şirketin Sektörel İlişkisinin Etkisi:** Birleşme işlemlerinin nedenlerinden en önemlisi sinerji yaratmaktır. Özellikle aynı sektörde faaliyet gösteren şirket birleşmelerinde ölçek ekonomileri sayesinde sinerji elde edilmekte iken, farklı sektörlere ait şirket birleşmelerinde finansal veya yönetsel sinerji oluşmaktadır (Tuch ve O’Sullivan, 2007:159).

Birleşmelerin karlılığı arttırması da azaltması da muhtemel durumlar arasında yer almaktadır. Oligopol teorisinin tahminlerine dayanarak yapılan açıklamalarda birleşme sonucunda, bir taraftan *-yatay birleşmelerde-* firmaların piyasa gücünde artış beklenmekte iken, diğer yandan da ürün hatlarının genişletilmesi beklenmektedir. Literatürde çoğunlukla birbiri ile ilişkili firmalar arasındaki satınalmaların, birbirleri ile ilişkisi olmayan firmaların satınalma faaliyetlerinden daha fazla getiri sağladığı görülmektedir. Burada birbiri ile ilişkili firmalardan kasıt, hedef ve alıcı firmaların teknolojik olarak ya da ürün piyasaları açısından aralarında ilişkilerinin olmasıdır. Bu tür bir satınalmada değer yaratma, ölçek ekonomileri, faaliyet ekonomileri ve pazar gücü olmak üzere üç kaynaktan ortaya çıkmaktadır.

Ölçek ekonomileri özellikle, araştırma ve geliştirme, üretim, satış ve dağıtım gibi fonksiyonlar içerisinde meydana gelmektedir. Alan ekonomileri ise, birbiri ile ilintili iki ya da daha fazla ürünün üretimi için, eldeki kaynakların ortak kullanımının mümkün olduğu durumlarda ortaya çıkabilmektedir. Alan ekonomilerindeki önemli nokta, üretim alanı dışında da meydana gelebilmesidir. Dağıtım sistemleri, know-how ya da marka adı gibi unsurlar alan ekonomilerinin kaynaklarından sayılmaktadır. Son kaynak ise, pazar gücüdür. Bu tür satınalmalarda pazar gücü, aşırı getiri elde etmeye olanak sağlayabilmektedir. Bunların dışında kalan firmalar ise ikinci grup firmaları oluşturmaktadır. İkinci grupta yer alan firmalar arasında ise, satınalma faaliyetlerinden elde edilen gelirler, birbiri ile ilişkili firmalar arasında meydana gelen satınalmalara kıyasla daha düşük kalmaktadır (İçke, 2006:99-100).

**5. Satınalma Niyetinde Olan Şirket Sayısının Etkisi:** Hedef şirket getirilerine etki eden bir diğer unsur satın alma niyetinde bulunan şirketlerin sayısıdır. Yapılan çalışmalar genel olarak, teklif veren şirket sayısı arttıkça hedef şirket için söz konusu olan gelir etkisinin de arttığını göstermektedir. Servaes (1991) tarafından yapılan çalışmada, sadece bir alıcı adayının bulunduğu durumlarda hedef şirket ortalama getirilerinin % 20,8, birden fazla alıcı adayının bulunduğu durumlarda ise bu oranın % 30,5 seviyesinde olduğu tespit edilmiştir. Çalışmalarda, işleme ilişkin ilk duyurunun veya ilk teklifin yapılmasının akabinde, birden fazla alıcı adayının bulunduğu işlemler için hedef şirket getirilerinin arttığı görülmüştür. Bradley, Desai ve Kim (1988), 1963–1984 dönemini kapsayan ve 236 işlemin incelendiği çalışmasında (-20, +1) penceresi için alıcı adayı durumundaki firma sayısının, hedef şirket getirileri üzerinde kayda değer bir etkisi olmadığını tespit etmiştir.

Ancak olay penceresinin duyuru sonrası (ya da ilk teklif sonrası) 40 günlük dönemi kapsayacak şekilde genişletilmesi durumunda (-20, +40), bir alıcının bulunduğu işlemlerde hedef şirket ortalama anormal getirilerinin %26,65 olmasına karşın, alıcı sayısının birden fazla olduğu durumlarda bu değer %46,12'ye yükseldiği görülmüştür (Öztunalı, 2008: 166-167).

#### **6. Hedef Şirketin Niteliği (Halka Açık veya Kamu/Özel Teşebbüs Olması):**

1990–2002 dönemine ilişkin ABD pazarındaki 1.547 işlemde satın alan şirketlerin fiyat performansının ve buna etki eden faktörlerin incelendiği çalışmada Hazelkorn, Zenner ve Shivdasani (2004) oldukça açıklayıcı sonuçlara ulaşmıştır. Yazarlar öncelikle satın alan şirketler açısından değer artırıcı işlemleri ve değer tahribatına yol açan işlemleri olay çalışması yöntemiyle tespit etmiştir. Bu işlem olay çalışması yönteminden yararlanılarak gerçekleştirilmiştir. Sonrasında ise, birleşme işlemlerinin duyurusuyla pozitif kümülatif anormal getiri sağlayan işlemler ödeme şekli, hedef şirketin niteliği (kamu ya da özel teşebbüs olması, şirket satışı ya da varlık satışı), satış artış potansiyeli, yabancı – yerli şirket oluşu gibi faktörlerin etkisi çoklu regresyon yardımıyla araştırılmıştır.

Hedef şirketin halka açık olmayan bir şirket olması ya da varlık devri yapılması (veya şirketin bir bölümünün satılması) durumunda, satın alan şirketlerin ortalama pozitif anormal getirileri kısa vadede %1,9, uzun vadede ise %4,2 olmaktadır. Hedef şirketin halka açık olması durumunda ise, hem kısa vadede hem de duyuru sonrası 2 yıllık dönemde alıcı şirketler açısından değer tahribatı görülmektedir (sırasıyla - % 2,3 ve - % 4,4). Yazarlar bu durumun, halka açık şirketlerin bütün halinde alınması sonrasında (bu tür şirketlerin genellikle birbirinden farklı konularda geniş faaliyet alanlarına sahip olması nedeniyle) entegrasyonun zor olacağı kaygısından kaynaklandığını düşünmektedir. Çalışmada, hedef şirketler için beklenen büyüme oranlarının düşük olması durumunda satın alan şirket getirilerinin yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Diğer taraftan, Campa ve Hernando'nun (2004), AB üyesi ülke şirketlerinin gerçekleştirdiği birleşme işlemlerinin değerlendirildiği çalışmada, işleminin duyurulmasının yol açtığı fiyat hareketlerinin etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada, işleme taraf şirketlerin faaliyet gösterdiği sektördeki devlet kontrolünün derecesinin (regulated industries – nonregulated industries) anormal getiriler üzerinde etkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. İşlemin toplamı göz önüne alındığında, devlet düzenlemesinin olmadığı

sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirdiği işlemler her zaman pozitif anormal getiri sağlamaktadır. Devlet kontrolüne tabi sektörlerdeki şirketlerin birleşmeleri ise taraf şirket hissedarları açısından her zaman değer tahribatına yol açmaktadır. Çalışmada, şirket büyüklükleriyle anormal getiriler arasında bir ilişki saptanamamıştır (Öztunalı, 2008).

### **2.2.5. Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık**

Araştırmalardan elde edilen bilgiler, birleşme ve satınalmaların önemli bir kısmının başarı ile sonuçlanmadığını göstermektedir. American Management Association tarafından yapılan bir araştırmada 1980'li yılların sonundan itibaren gerçekleşen 54 büyük birleşme işleminden yarıdan fazlasının verimlilik veya karlılık ya da her iki açıdan başarısız olduğu tespit edilmiştir. Dünya genelinde her üç çalışandan birinin çalışma hayatı boyunca bir birleşme işlemi içinde yer almaktadır. 1997 yılında KPMG tarafından yapılan bir araştırmada ise, amaçladıklarının tersine birleşmelerin birleşmeye taraf şirket hissedarları açısından değer yaratmadıkları görülmüştür.

Mercer Management Consulting tarafından yapılan bir çalışmada da, inceleme grubundaki birleşmelerin yarısından daha az bir oranda devralan şirketlerin endüstri ortalamasının üzerinde performans sergilediği ve yaklaşık yarısında üst düzey yöneticilerin birleşmeyi takip eden ilk yılda işten ayrıldıkları görülmüştür. Tüm bu araştırmalar ve bu konuda yapılan bilimsel çalışmalar birleşmelerin genellikle başarısızlıkla sonuçlandığını, özellikle devralan şirketler açısından değer yaratılmadığını göstermektedir. Birleşmelerin başarısız olmalarına ilişkin olarak kesin ve tek bir yanıt bulunmamaktadır. Birleşmenin uzun bir süreci kapsayan, çok fazla paydaşı olan ve karmaşık yapıya sahip bir süreç olması nedeniyle başarısızlığının da bir çok nedeni bulunmaktadır (Mallikarjunappa ve Nayak, 2007:59).

Birleşme ve satınalmaların başarı ile sonuçlanmasında firmaların büyüklüklerinin etkisi önemlilik arz etmektedir. Konu üzerinde uzlaşmış bir görüş bulunmamaktadır. Buna karşın, ele geçirilen firmanın küçük olması (satınalma tutarının, alıcı firmanın piyasa değerinin %10'undan küçük olma durumu) ve firmaların benzer faaliyetler içerisinde bulunması durumunda başarı oranını %45'e çıktığı; yine ele geçirilen firmanın büyük olması ve benzer faaliyet içerisinde bulunulmaması halinde ise başarı oranının %14'e düştüğü konusunda bilimsel bulgulara rastlanmaktadır (İçke, 2006:102).



Birleşmelerin başarısızlıkla sonuçlanmasının nedenlerinden bir diğeri de, alıcı firmaların hedef firmaları almak için değerlerinden fazla ödeme yapmalarıdır. Yapılan fazla ödemenin nedenleri olarak; birleşilecek şirkete potansiyelinden fazla değer biçilmesi, elde edilecek sinerjinin yüksek tahmin edilmesi, birleşme öncesi incelemenin (due diligence) yetersiz olması veya hedef şirketi almak isteyen çok sayıda şirketin bulunmasının fiyatı yükseltmesi olarak gösterilebilir.

Birleşme ve satınalma faaliyetlerinin başarısız olmasına yol açan bir diğer sebep de, hedef firma yönetiminin birleşmeye gösterdiği olumsuz tavrıdır. Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemler gerçekleştiikten sonra hedef ve alıcı durumunda bulunan şirketlerin üst yönetimi güçlerini ve yetkilerini paylaşmak durumunda kalmaktadırlar. Bu durumda işlem sonrası dönemde her iki tarafta bulunan şirket CEO'larının çatışması birleşme sonrası dönemi olumsuz etkilemektedir (Mallikarjunappa ve Nayak, 2007).

Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemler gerçekleştiikten sonra şirketlerin bir araya getirilmesi sırasında genellikle bazı kültürel sorunlar ortaya çıkmaktadır. Çünkü birbirine benzer üretim ve yönetim özelliklerine sahip olunsu bile her şirketin kendine özgü bir kültürü bulunmaktadır. Bu durumda farklı kültürlere sahip şirketlerin birleşmesi önceden görülemeyen kültür farklılığına, diğeri bir deyişle anlaşmazlıklara ve sorunlara yol açabilmektedir (Mallikarjunappa ve Nayak, 2007).

Diğeri bir önemli unsur da, birleşme ve satınalma faaliyetini takiben hayata geçirilecek bir bütünleşme planının olmayışıdır. Böyle bir planın varlığı, dahası işlem sonrasında bire bir uygulamaya konulması, birleşmenin daha organize bir şekilde sonuçlandırılmasını sağlamakta ve birleşme sonrası başarıyı artırmaktadır. Birleşme ve satınalmaların başarısızlıkla sonuçlanmasında, özellikle entegrasyonun ayrıntılı olarak planlanmasının ve satınalma fiyatının yüksek belirlenmesinin büyük etkisi bulunmaktadır. Bahsedilen bu iki faktör de birleşme ile elde edilecek sinerjinin doğru tahmin edilmemesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Çünkü elde edilecek sinerji ödenen prime ve birleşme sonrası entegrasyonun başarısına bağlı olmaktadır.

### **2.3. BİRLEŞME PERFORMANSI ÖLÇÜMÜNDE ÜLKE UYGULAMALARI**

Şirket birleşmeleri ve devralmaları şirket kaynaklarının daha iyi kullanılacağı, hissedarların zenginlik derecelerinin artacağı gibi pozitif temellere dayansa da pek çok çalışma bu işlemlerin sonucunda hem faaliyetler hem de yatırımcılar açısından beklenen hedeflere ulaşamayabildiğini göstermektedir. Zaten bu alandaki çalışmaların bu kadar rağbet görmesinin en önemli nedeni birleşme ve devralma işlemlerinin nedenleri ve sonuçları bakımından akademik çevrelerce kabul edilmiş tam bir görüş birliğine varılamamış olmasıdır (Yılgör ve Gürgen, 2004). Dünya genelinde şirket birleşmelerinin başarı performansının ölçümüne ilişkin pek çok ampirik çalışmanın yapılmış olduğu görülmektedir. Bu çalışmalardan finans literatüründe yer alan olay çalışmaları ve faaliyet performansı ölçümlerine ilişkin çalışmaların bazılarını aşağıda değinilecektir.

#### **2.3.1. Amerika Uygulamaları**

Langetieg'in (1978), 1929 – 1969 dönemini kapsayan NYSE'deki birleşme ve satınalma faaliyetleri için uzun dönemli kümülatif aşırı getirilerinin hesapladığı çalışmasında, taraflar için kümülatif aşırı getirilerin yükselişe geçtiği ayların birleşme ve satınalma faaliyetinden onsekiz ay kadar önce başladığına ve yine bu faaliyetlerden sekiz ay kadar önce ise en üst noktaya ulaştığına işaret edilmektedir. Birleşme ve satınalma faaliyeti öncesinde alıcı firmaların ortalama aşırı getirileri en iyi olasılıkla %6,11 bulunurken, hedef firmaların ortalama aşırı getirileri ise % 12,9 olarak belirlenmektedir (İçke, 2007:111)

Healy, Palepu ve Ruback'ın 1992 yılında yapmış oldukları çalışmada, ABD'de 1979-84 yılları arasında gerçekleştirilen en büyük 50 birleşmede, birleşme ilanından sonraki 5 yıllık dönem için hem olay çalışması hem de faaliyet performansı ölçülmüştür. Bu çalışma her iki yöntemi kullanması, endüstri medyanı ile karşılaştırmayı sağlıklı bir şekilde gerçekleştirmesi ve her iki ölçümün de karşılıklı olarak birbirini doğrulaması gibi özelliklere sahip olduğundan literatürde yer alan önemli referans çalışmalarından kabul edilmektedir. Olay çalışması yönteminde, birleşme ilanından sonra devralan ve hedef şirketlerin hisse senetleri getirileri arasında önemli farklar bulunmuştur. İncelenen 50

birleşmede işleme taraf şirketlerden devralanların yaklaşık % 50'si negatif getiri sağlarken hedef şirketlerin ise yalnızca % 8'i negatif diğerleri pozitif getiri sağlamıştır.

Muhasebe verilerine dayalı ölçümde ise, temelde faaliyetlerden sağlanan nakit akışı özelde de Çalışan Büyüme Hızı, Kıdem Tazminatı Karşılıkları/Çalışan Sayısı, Amort., Faiz, Vergi Öncesi Kar /Net Satışlar ve Varlık Devir Hızı gibi oranlar endüstri medyanlarıyla karşılaştırılmıştır. Birleşme sonrasında, endüstriye göre düzeltilmiş faaliyetlerden sağlanan nakit akımlarında önemli bir artış olduğunu(%2,8) ve bunun varlık devir hızındaki artıştan kaynaklandığını göstermişlerdir. Yazarlar, fiili değerlerle yaptıkları incelemeyi regresyon analizi ile de desteklemişler ve aynı büyüme oranına ulaşmışlardır. (Healy, Palepu ve Ruback, 1992).

Ghosh 2001 yılında yaptığı çalışmasında Healy, Palepu ve Ruback tarafından kullanılan yöntemle benzer bir yöntem kullanmıştır. 1981-1995 yılları arasında Amerikan şirketleri arasında gerçekleşen 315 şirket birleşmesini örneklem olarak almıştır. Ghosh bu çalışmada temel olarak nakit, hisse senedi ve her ikisi birlikte kullanılan ödeme şekillerini içeren birleşme ve devralamaları örnekleme dahil etmiştir. Performans ölçümünü birleşme öncesi ve sonrası +/- 3 yıllık period için gerçekleştirmiştir. Ölçümü satışların büyüme oranı (büyüme), personel başına düşen satış tutarları (verimlilik) ve faaliyet giderleri (verimlilik) olmak üzere üç açıdan yapmış ve Healy, Palepu ve Ruback tarafından elde edilen sonuçlara benzer sonuçlar elde etmiştir.

Ancak Ghosh, önceki çalışmayı yapan yazarların karşılaştırma ölçüsü olarak endüstride yer alan firmalara ait performans değerlerinin medyanlarının kullanılmasının sonuçlarda yanlışlıklara yol açabileceğini belirtmiştir. Kendi çalışmasında inceleme konusu işletmelerin performansını, birleşme öncesindeki performans ve büyüklüğe göre uygun (industry-size match) işletmelerle karşılaştırmıştır. Birleşme öncesindeki 3. yılda %0,64, 2. yılda %0,86 ve 3. yılda %0,73, birleşmeden sonraki 1. yılda %1,19, 2. yılda %1,96 ve 3. yılda %0,90 oranında endüstriye göre düzeltilmiş faaliyete ilişkin nakit akımı artışı elde edildiğini, bu değerlerin birleşme öncesi ve sonrasındaki dönemin bütünü için %0,26 olduğunu göstermiştir (Gosh, 2001).

Müslümov<sup>21</sup> (2002), 1992-1997 dönemine ait 56 birleşmenin performansını Healy, Palepu ve Ruback'ın kullandığı yöntemle benzer şekilde incelemiştir, birleşme öncesi 1 yıl ile birleşme sonrası 3 yıllık dönemde, (-1,1) dönemi için %3,3, (-1,2) dönemi için %1,32 ve (-1,3) dönemi için %1,61'lik endüstriye göre düzeltilmiş aktif karlılığı ve aynı dönemler için %0,66, %-0,65 ve %-1,22'lik endüstriye göre düzeltilmiş öz varlık karlılığı değerleri elde ederek, birleşmelerin sinerji yarattığı sonucuna varmıştır.

Dodd ve Ruback (1977), NYSE'de 1958 – 1976 dönemine ait birleşme ve satınalma ile teklif verme faaliyetlerini birarada değerlendirmiştir. Çalışmalarında aşırı getirinin hesaplanmasında yöntem olarak piyasa modeli kullanılmıştır. Çalışmada, birleşme duyurularının yapıldığı ay içerisinde gerek alıcı gerekse hedef firma pay sahiplerinin istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiri elde ettikleri belirtilmektedir. Ancak hedef firma pay sahiplerinin aşırı getirilerinin oldukça büyük (başarılı teklif vermeler için % 20,58, başarısız olanlar için % 18,96) olduğu vurgulanmaktadır. Alıcıların getirilerinin ise, bu oranlardan daha küçük olduğu ifade edilmektedir (İçke, 2007:111).

Asquith 1983 yılında yaptığı çalışmada, 1962-1976 döneminde gerçekleşmiş 285 birleşmeyi ilan tarihinden sonraki 1 günden 240 güne kadar olan dönem için incelemiştir. Çalışmada birleşmenin tamamlandığının yayımlanmasından sonraki 1-240 günlük dönemde devralan şirketler için -%9,6 oranında negatif getiri hesaplanmıştır (Tuch ve O'Sullivan, 2007:146).

Agrawal, Jaffe ve Mandelker (1992), 1955-1987 döneminde 937 birleşme ve 227 ele geçirme işlemi için uzun dönemli olay çalışması yöntemini kullanarak birleşme performansını birleşme sonrası 5 yıllık dönem için ölçmüşlerdir. Söz konusu çalışmada, devralan şirketlerin birleşmeyi izleyen 5 yıllık dönemde -%10,26 getiri elde ettiklerini göstermişlerdir (Agrawal, Jaffe ve Mandelker 1992).

Loughron ve Vijh (1997), 1970-1989 dönemine ait 947 birleşmede, birleşme sonrası kazançlar ile ödeme şekli ve birleşme biçimi arasında ilişki aradıkları çalışmalarında, birleşme performansını değerlendirmek için birleşme sonrasındaki 5 yıllık

---

<sup>21</sup> Müslümov tarafından yapılan çalışma, Boğaziçi Üniversitesinde doktora tezi olarak sunulmuş olmakla birlikte, kullanılan veriler ABD şirketlerine ait olması sebebiyle Müslümov'un çalışması Amerika Uygulamaları bölümünde verilmiştir.

dönemde birleşen işletme ile karşılaştırılabilir işletmelerin satın alma ve elde tutma aşırı kazançları (buy and hold abnormal return-BHAR) arasındaki farkı hesaplamışlar, hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleştirilen birleşmelerde %-24,2, nakit ödeme yoluyla gerçekleştirilen birleşmelerde %-18,5, her iki yöntemin kullanıldığı birleşmelerde %-9,6 ve tüm örnek için %-6.5 satın alma ve elde tutma aşırı kazançları tespit etmişlerdir (Yıldırım ve Gürgeç, 2004-b).

Ramaswamy ve Waagelein tarafından 2003 yılında yapılan çalışmada, 1975-1990 döneminde gerçekleşen 162 birleşmenin faaliyetlerden sağlanan nakit akışları açısından performanslarını, birleşme ilanından önceki ve birleşme ilanından sonraki 5 yıllık dönem(-5, +5) için ölçmüşlerdir. Çalışmada kullanılan ölçüm yöntemi Healy, Palepu ve Ruback tarafından kullanılan yöntemle benzerdir. Çalışma %12.7 oranında birleşme sonrasında performans artışı saptamıştır (Ramakrishnan, 2008:51).

### **2.3.2. Avrupa Ülkelerine İlişkin Uygulamalar**

Campa ve Hernando (2004), 1998–2000 dönemi için Avrupa Birliği üyesi ülke firmalarının birleşme ve satınalma faaliyeti duyurularına bağlı değer yaratımı sürecini analiz etmiştir. Buna göre, Birlik içerisindeki hedef firma pay sahiplerinin, birleşme ve satınalma duyurularından ortalama olarak pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif aşırı getiriler kazandıkları görülürken, alıcı firmaların ortalama kümülatif aşırı getirilerinin ise negatif sonuçlar verdiği görülmektedir. Ayrıca, Avrupa’da firma pay sahiplerinin birleşme ve satınalma faaliyetlerinden değer elde etmelerinin, bahsedilen sektörün ne kadar sıkı düzenlemelere tabi olduklarına bağlı olduğu da belirtilmektedir. Değer oluşumunun, sıkı düzenlemelere tabi olan sektörlerle kıyasla düzenlemelere tabi olmayan sektörlerde daha yüksek gerçekleştiği ifade edilmektedir. Düzenlemelere tabi olan sektörde ortaya çıkan bu düşük değer yaratımının, birleşmeye taraf olan ülkelerin, Birliğin farklı üyeleri olması halinde (sınır ötesi birleşme olması halinde) ise, daha fazla negatifliği beraberinde getireceğine dikkat çekilmektedir. Böyle bir durumda hedef firmaların daha az pozitif aşırı getirilere sahip olmalarının kaçınılmaz olduğu belirtilmektedir (İçke, 2006: 145).

## İngiltere

Meeks, tarafından 1977 yılında yapılan çalışmada 1964-1972 yılları arasında gerçekleşen birleşmeler incelenmiştir. 233 İngiliz şirketi üzerinde yapılan çalışmada, birleşmeden sonraki 7 yıllık dönem için karlılık açısından performans ölçümü yapılmıştır. Çalışmada birleşme sonrası ilk iki yıl için karlılıkta artış görüldüğü fakat takip eden beş yıl için ardarda düşüş olduğu saptanmıştır. Bu çalışma, İngiliz şirketleri üzerine yapılan ilk çalışma olması nedeniyle önem taşımaktadır. Bu çalışmayı daha sonra Ravenscraft ve Scherer'in 1987 yılında 1975-1977 yılları arasında gerçekleşen 471 birleşme üzerinde, yine karlılık açısından performans ölçümünün yapıldığı çalışma izlemiştir. Bu çalışmada ilkinden farklı olarak, hedef şirketlerin endüstrilerine göre gruplandırılması yapılmış ve farklı iş kollarında karlılıkta herhangi bir değişme olup olmadığı ölçülmüştür (Tuch ve O'Sullivan, 2007:149).

İngiliz şirketleri üzerine gerçekleştirilen bir diğer inceleme de Dickerson ve diğerleri tarafından 1997 yılında yapılmıştır. Bu çalışmada ise, 1948-1977 yılları arasında gerçekleşen 2941 birleşme, birleşme sonrası onsekiz yıllık (+0, +18 yıl) bir dönem için karlılık açısından ölçülmüştür. Ölçümde aynı sektörden birleşmeyen şirketler kontrol grubu olarak kullanılmıştır. Çalışmada birleşen şirketlerin birleşmeyenlere göre yılda yaklaşık %2.4 daha düşük karlılığa sahip olduğu tespit edilmiştir (Tuch ve O'Sullivan, 2007:149). Bu çalışma birleşme sonrası 18 yıllık bir dönemi incelemesi nedeniyle en uzun birleşme sonrası dönem incelemesi olarak dikkat çekmektedir.

Son olarak, Constantinou ve diğerlerinin (2003), İngiltere'de 1990 – 1997 döneminde alıcı firmaların getirilerini değerlendirdikleri çalışmalarında çok da farklı olmayan sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bu dönem içerisinde toplam 185 adet yerel satınalma faaliyeti incelenmiştir. Analizleri dahilinde bulunan yerel satınalma faaliyetlerinin, duyuru gününde ( $t=0$ ) istatistiksel olarak anlamlı ve negatif aşırı getiri (-% 1,1036) elde ettikleri görülmektedir. Dolayısıyla, elde edilen bu değerlere bağlı olarak, piyasada bilgi eksikliğinin varlığına işaret edilmektedir. Analizin gerçekleştiği -1, -6, -10, +1 ve +40. günlerinde hesaplanan aşırı getirilerin hem negatif hem de istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bunun yanında kümülatif aşırı getiri dönemlerinde ise, tüm olay pencereleri için hesaplanan değerlerin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu ifade edilmektedir (İçke, 2007:129).

## **Belçika**

Langhe ve Ooghe tarafından 2001 yılında yapılan çalışmada, Belçika'da halka kapalı şirketler tarafından gerçekleştirilen 123 birleşme işleminin karlılık, likidite, mali yapı ve katma değer açısından birleşme sonrası performansı ölçülmüştür. Ölçüm birleşme öncesi 3, birleşme sonrası 5 yıl için yapılmıştır. Kontrol grubu olarak endüstri medyanları kullanılmıştır. Bu çalışmada elde edilen sonuç diğer çalışmalarla paralelik göstermiş olup, genel olarak birleşmenin şirketlerin faaliyet performansını olumlu etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır (Langhe ve Ooghe, 2001).

## **Fransa**

Sınır ötesi birleşme ve satınalma faaliyetlerinin firmalar üzerinde yarattığı etkileri görmek amacı ile Fransa'da gerçekleştirilen bir çalışmada, üretim sektöründeki yerel ve sınır ötesi birleşme ve satınalmalar (1993–2001) ele alınarak hedef firmalar açısından analiz edilmiştir. Çalışma kapsamındaki 1.500 birleşme ve satınalma işleminin % 58'inin yerel, % 42'sinin ise sınır ötesi faaliyetler olduğu belirtilmektedir. Elde edilen en önemli sonuçlardan biri, yapılan birleşme ve satınalma işlemlerinin, Fransız üretim sektöründeki firmaların karlılıklarını arttırıcı bir etkisinin olmamasıdır. Buna karşın firmaların toplam faktör verimliliklerinde ise artışla karşılaşmıştır.

## **Yunanistan**

Pazarskis ve diğerleri tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada, Atina Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği 50 birleşme işleminin performans analizi yapılmıştır. Çalışmada birleşme öncesi ve sonrası üç yıl (-/+ 3 yıl) inceleme dönemi olarak kabul edilmiştir. Bu analizi diğer ülkelerde yapılan analizlerden ayıran en önemli farklılık, performans ölçümünde hem finansal hem de finansal olmayan verilerin kullanılmış olmasıdır. Finansal veriler mali tablolardan elde edilmiş olup birleşmenin karlılık, mali yapı ve likidite üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Finansal olmayan veriler ise birleşme geçiren şirket yöneticilerine uygulanan anketler yoluyla elde edilmiştir. Anket birleşme yöntemi, değerlendirme yöntemi ve ödeme şekli olmak üzere üç grup sorudan oluşmuştur. Analiz sonucunda birleşme sonrası karlılıkta düşüş, likiditede ve mali yapıda ise önemsiz oranda azalma görülmüştür (Pazarskis vd, 2006).

## **Danimarka**

Jakobsen ve Voetmann tarafından 2003 yılında yapılan çalışmada, kısa ve uzun dönemli olay çalışması yöntemine göre performans ölçülmüştür. Kopenhag Menkul Kıymetler Borsası verileri baz alınarak, kısa dönemde (-15,-1) günleri (duyuru öncesi dönem) için kümülatif ortalama aşırı getiri değeri pozitif % 1,5 olarak bulunmuştur. Duyuru sonrası (+1,+15) günleri için kümülatif ortalama aşırı getiri negatif (-% 1,2) olarak hesaplanmıştır. Çalışmada t-istatistiği kullanılmış olup, her iki sonucun da istatistiksel olarak anlamlı olduğu çalışmada vurgulanmıştır. Çalışmada (-15 gün / +15 gün) dönemi için kümülatif ortalama aşırı getiriler anlamlı bir sonuç ortaya koymamıştır. Uzun dönemli performans ölçümünde ise, işlemden üç yıl sonra, devralan şirketlerin piyasaya göre %9,4 daha düşük performansa sahip oldukları sonucuna varılmıştır. (Jakobsen ve Voetman, 2003).

## **Almanya**

Kirchmaier'in (2003) anket çalışmasında, 52 adet İngiliz firması ve 31 adet Alman firması değerlendirmeye alınmıştır. Buna göre, birleşme ve satınalma faaliyetlerinde, İngiltere'deki firmaların % 60'ı, Almanya'dakilerin ise % 40'ının, hedef firmaların pay senetleri üzerinde pozitif etkiye sahip oldukları belirtilmektedir. Yine katılımcılardan, İngiltere'de % 11 ve Almanya'da % 27 kadarı için, bu etkinin negatif yönlü olduğunu ifade edilmektedir. Bu sonuçlara ulaşılmasında, birleşme veya satınalma faaliyetinin türü veya çeşitlendirme etkisinin değil, büyüklük faktörünün performans üzerinde etkili olduğu ortaya konulmuştur (İçke, 2007:129).

### **2.3.3. Asya ve Uzak Doğu Uygulamaları**

Amerika ve Avrupa ülkelerinde olduğu kadar çok sayıda çalışma bulunmama ile birlikte, Asya ve uzak doğu ülkelerinden Malezya, Tayvan, Hong Kong, Hindistan ve Avustralya'da birleşme performansının ölçümüne ilişkin bilimsel çalışmalar yapılmıştır. Aşağıda sırasıyla bu çalışmalara değinilecektir:

## **Malezya**

Rahman ve Limmack tarafından 2004 yılında yapılan çalışmada, Malezya'da işlem gören 1988- 1992 yılları arasında gerçekleşen 94 birleşmede devralan şirketlerin birleşme



sonrası faaliyet performansı ölçülmüştür. Ölçüm dönemi olarak birleşme öncesi 2 yıl birleşme sonrası 5 yıl (-2/ +5 yıl) alınmıştır. Araştırmacılar bu çalışma ile birleşmelerden sonra faaliyet etkinlik oranlarında herhangi bir iyileşme olup olmadığını ortaya koymaya çalışmışlardır. Çalışmada aynı endüstride faaliyet gösteren birleşmemiş şirketler kontrol grubu olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda faaliyet nakit akışları açısından, birleşen şirketler birleşmeyenlere göre %3.75 daha iyi performans sergilemiştir (Rahman ve Limmack, 2004).

### **Tayvan**

Tsung-Ming ve Hoshino tarafından 2000 yılında yapılan çalışmada, 1987-1992 yılları arasında gerçekleşen 20 birleşmenin karlılık, finansal yapı ve büyüme açısından birleşme sonrası performansı ölçülmüştür. Çalışmada endüstri medyanları kontrol grubu olarak kullanılmıştır. Birleşme öncesi değerleri hesaplarken sadece devralan şirketlerin verileri kullanılmış, hedef şirket verilerini birleşme öncesi değerlere eklememişlerdir. Bu durum çalışmanın en çok eleştiri gören yönü olmuştur. Çalışmada birleşme sonrası performansta önemli bir artış bulunamamıştır (Ramakrishnan, 2008:52)

### **Japonya**

İkeda ve Doi tarafından 1983 yılında yapılan çalışmada, Tokyo, Osaka ve Nagoya Borsalarında işlem gören şirketlerin 1959-1977 döneminde gerçekleştirdiği 49 birleşmenin performans analizi yapılmıştır. Muhasebe verilerine dayalı bu ölçümde mutlak ve görelî karşılaştırma yöntemlerinin her ikisi de uygulanmıştır. Mutlak ölçümde, performans birleşme öncesi karlılık, etkinlik, büyüme ve AR-GE faaliyetinin birleşme sonrası değerlerle karşılaştırılması suretiyle gerçekleştirilmiştir. Görelî ölçümde birleşme öncesi ve sonrası değerlerin karşılaştırılmasında devralan şirketlerle aynı sektörde faaliyet gösteren ve birleşme geçirmemiş rakip şirketler kontrol grubu olarak kullanılmıştır. İnceleme periodu olarak birleşmeden 3 yıl öncesi ve sonrası dönem ile, 5 yıl öncesi ve sonrası dönem olmak üzere iki ayrı dönem ele alınmıştır. Her iki dönem için bulunan ölçüm sonuçları biraz farklılaşmıştır. Şöyle ki, görelî ölçümde 5 yıllık karşılaştırmada elde edilen sonuçlar 3 yıllık karşılaştırmada bulunan sonuçlardan daha olumludur. Araştırmacılar bunun nedenini, birleşme üzerinden geçen süre arttıkça şirket içi yönetimsel etkinliğin artmasına bağlamışlardır (İkeda ve Doi, 1983).

Kruse ve diğerkleri tarafından 2003 yılında yapılan çalışmada ise, üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketler tarafından 1969-1997 yılları arasında gerçekleştirilen 56 birleşme işlemi incelenmiştir. Ölçüm karlılık ve faaliyet açısından 5 yıl öncesi ve sonrası karşılaştırılarak ve kontrol grubu olarak endüstri medyanı kullanılarak yapılmıştır. Analiz sonucunda birleşme sonrası faaliyet oranlarında gelişme olduğu tespit edilmiştir (Kruse vd., 2003).

### **Hong Hong**

Cheng ve Leung'un (2005), 1986 -1996 döneminde Hong Kong Borsası'nda işlem gören şirketlerin birleşmeleri üzerine yaptığı analizde hedef ve alıcı şirketler için değer yaratma özellikleri incelenmiştir. Çalışmada, tarafların birleşme ve satınalma faaliyeti duyurularına piyasanın tepkisini ölçmek amacı ile, olay çalışmasına yer verilmiştir. Bu analizde aşırı getiriler tek endeks modeli ile ölçülmüştür. Kısa dönemli analiz sonuçlarına göre, değerlendirmeye alınan hedef firmaların kümülatif aşırı getirilerinin % 77,7'sinin (-20,-2) aralığında gerçekleştiği görülmektedir. Bu veriye dayanarak, Hong Kong Borsası için oldukça yüksek oranda içerden öğrenenlerin ticareti ile karşılaştığı ifade edilmektedir (İçke, 2007:131).

### **Hindistan**

Pawaskar tarafından 2001 yılında yapılan çalışmada, 1992 -1995 yılları arasındaki dönemde Hindistan Borsası'nda işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği 36 birleşmenin faaliyetlerden sağlanan nakit akışlarının birleşme öncesi ve sonrası üç yıl için analizi yapılmıştır. Çalışmada aynı endüstride faaliyet gösteren birleşmemiş şirketler kontrol grubu olarak kullanılmıştır. Çalışma sonucunda faaliyet nakit akışları ve karlılık açısından birleşme sonrası performansta anlamlı bir artış görülmemiştir (Pawaskar, 2001)

Ramakrishnan tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada ise, 1993-2005 yılları arasında, Hindistan Borsası'nda işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği 87 birleşmenin -3/+3 yıllık dönem için faaliyetlerden sağlanan nakit akışları, faaliyet kar marjı ve satışlar açısından performansı analiz edilmiştir. Çalışmada kullanılan örnekleme finans sektöründe faaliyet gösteren şirketler dahil edilmemiştir. Kontrol grubu olarak endüstri medyanları kullanılmıştır. Çalışmada faaliyetlerden sağlanan nakit akışları, faaliyet kar marjı ve satışlar açısından birleşme sonrası performansda iyileşme olduğu tespit edilmiştir (Ramakrishnan, 2008)

## **Avustralya**

Sharma ve Ho (2002) tarafından yapılan çalışmada, Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşmelerden, 1986-1991 dönemindeki 36 birleşme işleminden önce ve sonra üç yıllık (+/- 3 yıl) dönemde incelenmiştir. Çalışmada, hisse başına kazanç, brüt kar marjı, aktif karlılık oranı, nakit akımı/satışlar, özsermaye getiri oranı, işletme sermayesi / toplam varlıklar nakit akımı / toplam varlıklar oranları açısından performans ölçümü yapılmıştır. Birleşme öncesi üç yıllık değerler birleşme sonrası değerlerle kıyaslandığında devralan şirketlerin özsermaye karlılık oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA), EPS ve kar marjında düşüş yaşandığı gözlenmiştir. Ayrıca regresyon analizi ile performans üzerine etki eden faktörler araştırılmıştır. Bu çalışma Avustralya'da birleşme performansını ölçen ilk çalışma olması nedeniyle dikkat çekmektedir (Sharma ve Ho, 2002).

### **2.3.4. Türkiye Uygulamaları**

Ülkemizde şirket birleşmeleri üzerine az sayıda çalışma yapılmış olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedeni ampirik çalışma yapılması için yeterli verinin elde edilememesi olarak gösterilebilir. Bu sorun sadece ülkemizde değil dünya genelinde de yaşanmaktadır. Dünyada bu konuda yapılan çalışmalara ülke bazında bakıldığında, gelişmiş ülkelerde yapılan ampirik çalışmaların sayısının arttığı ve inceleme dönemlerinin daha uzun tutulduğu görülmektedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyi ile sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi arasındaki sıkı bağlantı ampirik çalışmaları etkilemektedir. Örneğin, Amerika ve Avrupa ülkelerindeki çalışmalar sayıca daha çok ve incelenen dönemler daha uzunken, Asya ve uzakdoğu ülkelerindeki çalışmalar sayıca daha azdır ve ölçüm yöntemi olarak Amerika ve Avrupa'daki çalışmalardan etkilenmişlerdir. Bu konudaki çalışmalarda kamuyu aydınlatma politikası ışığı altında finansal bilgileri kamuya açıklanan hisseleri borsalarda işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşmelerin verilerini elde etmek mümkün olabildiği için ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi çalışma sayısını ve çalışmaların niteliğini etkilemektedir.

Ülkemizde ne kadar büyük olursa olsun aile şirketlerinin kurumsal yapıya dönüştürülmesindeki direnç ve sermaye piyasasının tam anlamıyla gelişmemiş olması şirket birleşmelerinin sınırlı kalmasına neden olmaktadır. Ayrıca, ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin tümüne ait açıklanmış tüm bilgilerin yer aldığı büyük ve kapsamlı tek bir veri tabanının bulunmaması birleşme performansının ölçümü konusunda yapılan araştırmaların sınırlı olmasına ve yapılmış olanlarında örneklem büyüklüğünün kısıtlı tutulmasına neden olmuştur. Ülkemizde şirket birleşmeleri üzerine yapılan analizler çoğunlukla fiyat performanslarının incelenmesine yöneliktir. Aşağıda ülkemizde birleşme performansının ölçümü konusunda yapılan araştırmalar verilmektedir:

Mandacı tarafından yapılmış iki araştırma bulunmaktadır. Bunlardan ilki olay çalışması yöntemini ikincisi ise muhasebe verilerine dayalı çalışma yöntemini kullanmıştır. 2004 yılında yapılan ilk çalışmada, 1998-2003 döneminde İMKB’de işlem gören ve birleşme işlemi gerçekleştirmiş şirketlerin birleşme işleminin kamuya açıklandığı tarihten 10 gün öncesi ve sonrasına ait fiyat hareketleriyle anormal getiri elde edilip edilmediği test edilmiştir. Çalışmanın sonucunda, birleşme duyurusundan önceki iki günde ve sonrasındaki bir günde ortaya çıkan pozitif anormal getirilerin istatistiksel anlamlılığa sahip olduğu, kümülatif anormal getiriler açısından da istatistiksel anlamlılığı olan sonuçlar elde edilmiş olduğu ve birleşme işlemlerinin toplamda değer yaratıcı olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Mandacı’nın 2005 yılında yaptığı çalışmada ise, 1998-2000 arasında İMKB’de işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren 14 şirketin birleşme işlemleri muhasebe verilerine dayanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada, birleşme performansı likidite (cari oran, likidite oranı, nakit oranı), borçlanma (borçlanma katsayısı, kısa vadeli borç/toplam borç, kaldıraç oranı), etkinlik (alacak devir hızı, özkaynak devir hızı, dönen varlıklar devir hızı) ve karlılık (net kar marjı, özkaynak karlılığı, aktif karlılığı) açısından ölçülmüştür. Araştırma sonucunda birleşme sonrası aktif karlılığının, kaldıraç oranlarının düştüğü, likidite oranlarının olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

Yörük ve Ban tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada, 1997-2004 döneminde gıda sektöründe gerçekleştirilen 8 birleşme işlemi hisse senedi getirileri açısından birleşme duyurusundan 6 gün öncesi ve sonrasını kapsayan period için incelenmiştir. Çalışmada, işleme taraf şirket hissedarlarının aşırı getiri elde etmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Çukur ve Eryiğit tarafından 2006 yılında yapılan çalışmada, 2004-2005 arasında bankacılık sektöründe meydana gelen 5 birleşme işleminin hisse senedi getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ölçüm birleşme duyurusundan önce ve sonrasına ait on gün (-10/+10) için yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda, duyuru tarihinden sonraki dönem de istatistiksel anlamlı pozitif anormal getiri sağlandığı görülmüştür.

İçke tarafından 2006 yılında yapılan bir başka çalışmada ise, 1998-2005 döneminde ülkemizde İMB'de işlem gören ve finansal hizmetler sektöründe faaliyet gösteren şirketler arasında meydana gelen birleşme ve satınalmaların (-40 gün/+40 gün) olay penceresi içerisindeki fiyat performansı incelenerek birleşme işlemine taraf şirket hissedarlarının aşırı getiri elde edip etmedikleri analiz edilmiştir. Analizde toplam 24 şirket incelenmiştir. Sonuçta, değerlendirilen dönem içerisinde hedef şirket hissedarlarının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler elde ettiği, alıcı şirket pay sahiplerinin ise yine pozitif getiriler elde ettiği ancak bu değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Yılğör ve Gürgen (2004-b) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye'de 1996-2003 döneminde gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin performansı kısa ve uzun dönem için analiz edilmiştir. Uzun dönemli analizde; yaratılan vergi öncesi faaliyet nakit akışı, kümülatif aşırı kazanç (CAR) ve piyasa değeri/defter değeri oranındaki değişimler esas alınmıştır. 12 adet birleşme işleminin incelenmesi sonucunda; birleşme konusu iki işletmenin birleşmeyi izleyen birinci ve ikinci yılda endüstri ortalamasının üzerinde vergi öncesi faaliyet nakit akışı elde ettikleri, dört işletmenin ise birleşmeyi izleyen yıllardan birinde endüstri ortalamasına göre aşırı kazanç elde ettikleri, diğer altı işletmenin ise birleşmeyi izleyen yıllarda elde ettikleri vergi öncesi faaliyet nakit akışının endüstri ortalamasından düşük olduğu görülmüştür. Şirket birleşmelerinin uzun dönemli hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerinin incelenmesinde; 3 işletmenin birleşme sonrasındaki birinci yılda, 5 işletmenin birleşme sonrasındaki ikinci yılda, 4 işletmenin birleşme sonrasındaki iki yılda endüstri ortalamasının üzerinde hisse senedi getirisi elde ettikleri, birleşme konusu tüm işletmelerin birleşme sonrasındaki iki yılda endüstri ortalamasından %33,79 daha fazla getiri elde ettikleri görülmüştür. Birleşme konusu işletmelerin tümünün, birleşme sonrasındaki birinci yılda elde ettikleri aşırı kazanç istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Buna göre, birleşme konusu işletmeler birleşme sonrasındaki birinci yılda endüstri ortalamasından fazla kazanç elde etmişlerdir.

Kargın tarafından 2007 yılında yapılan çalışmada, hipotetik olarak birleşen işletmelerde birleşmenin finansal sinerji etkisi incelenmiştir. Çalışmada finansal sinerjiyi temsil eden girdi ve çıktılar dizgisi içinde, hipotetik ölçümlere olanak sağlayan bir yöntem olan veri zarflama analizi yapılarak, dört farklı sonuca ulaşılmıştır. Sonuçlara göre, bazı birleşmeler her iki tarafa, hem devralan hem de hedef işletmeye finansal sinerji sağlarken, bir kısım birleşmeler sadece tek taraflı sinerji yaratmaktadırlar. Diğer bir sonuç ta birleşmelerin dolaylı olarak finansal sinerji yaratma etkilerinin bulunmasıdır. Birleşmelerin finansal sinerji yaratmadıkları seçenekte ise, Yöneticilerin Kişisel Tercihleri (Hubris) ve Temsil Teorilerinin geçerli olabilecekleri olasılığı düşünülmüştür.

Öztunalı tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada, 2000 – 2007 döneminde Türkiye’deki şirket birleşmelerinin gelir etkisi olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma 116 birleşme işlemini kapsamakta olup, hedef şirket hissedarları ve satın alan şirket hissedarları açısından aşırı getiri elde edilip edilmediği birleşme duyurusundan (-40gün/+ 40 gün) çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, işlemin kamuoyuna duyurulduğu tarih öncesinde, hedef şirket hissedarlarının servetlerinde önemli pozitif kümülatif anormal getiriler tespit edilirken, satın alan şirketler için ulaşılan sonuçların istatistiksel anlamlılığı bulunamamıştır. Çalışmada ayrıca, birleşme işlemlerine ilişkin iki unsurun (işlemin uluslararası olması ve tarafların ilgili pazarlarda faaliyet göstermesi) değere etkisi değerlendirilmiştir. Buna göre hedef şirketler bakımından, satın alan şirketlerin yatay ya da dikey boyutta ilgili pazarlarda faaliyet göstermesinin değere pozitif etki ettiği bulgusuna ulaşılmıştır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### **BİRLEŞMELERİN FAALİYET PERFORMANSINA ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİ: BİR İMKB UYGULAMASI**

Çalışmanın bu bölümünde, hisseleri İMKB’de işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme işleminin, birleşme sonrası faaliyet performansına etkisi ölçülerek ve performansa etki eden çeşitli faktörler ampirik olarak incelenmiştir. Ampirik inceleme iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde “muhasabe verilerine dayalı çalışma yöntemi”nden yararlanılarak, birleşmelerin faaliyet performansı karlılık, likidite, mali yapı, büyüme ve etkinlik açılarından ölçülmektedir. İkinci bölümde ise, devralan şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin aktiflerinin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmamasının) birleşme performansına etkisi analiz edilmektedir.

#### **3.1. Araştırmanın Önemi**

Ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetleri, gerek işlem sayısı gerekse uzun vadeli analiz açısından küresel anlamda karşılaştırma yapmayı zorlaştırmaktadır. Ayrıca, verilere ulaşılması konusunda da oldukça önemli sorunlar yaşanmaktadır. Özellikle ülkemizde birleşme ve satınalma faaliyetlerinin toplu olarak tüm bilgilerinin yer aldığı bir veri tabanı bulunmamaktadır. Bu durum, birleşme ve devralmalar konusunda yapılacak araştırmaların önünde ciddi bir engel teşkil etmektedir. Yapılan literatür taramasında, Türkiye’ye yönelik çalışmalar içerisinde belirli bir dönemde gerçekleşen tüm birleşmeleri kapsayacak şekilde yürütülmüş bir faaliyet performansı ölçümü çalışmasının yapılmamış olduğu görülmüştür. Ayrıca, birleşme performansına etki eden faktörlerin test edildiği herhangi bir çalışmaya da rastlanmamıştır. Bu bağlamda, bu çalışmanın dünya literatüründe geniş yer tutan şirket birleşmelerinin faaliyet performansı ölçümü konusundaki literatüre ülkemiz açısından katkıda bulunulacağı düşünülmektedir.

Diğer taraftan, şirket birleşmesi süreci, birleşme kararının alınması, birleşmenin planlanması, birleşilecek şirketlerin araştırılması, seçilmesi, birleşilecek aday şirketlerin

finansal analizi ve belirlenen hedef şirketle görüşme ve birleşmenin sonuçlandırılması gibi pek çok aşamayı içermektedir. Bu açıdan, birleşme işlemleri olabildiğince karmaşık ve çok yönlü ve de çok paydaşlı (devralan ve devrolan şirket ortakları, şirket tüzel kişiliği, kreditorler, potansiyel yatırımcılar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar, çalışanlar, devlet ve sosyal kuruluşlar vd.) bir işlemler dizisidir. Bu çerçevede, birleşme kararının stratejik bir karar olması nedeniyle iyi planlanmadığı takdirde sonuçları işletmeyi uzun yıllar olumsuz etkileyebilmektedir. Ayrıca, dünya literatüründeki tüm araştırmaların da ortaya koyduğu üzere, şirket birleşmelerinde teorideki hedefler ile fiili olarak elde edilen sonuçlar arasında önemli farklar oluştuğu ve teorideki hedefler açısından birleşmelerin başarısızlıkla sonuçlandığı dikkate alındığında, birleşme kararı alan şirketlerin birleşme sonucunu önceden tahmin edebilecekleri analizler yapmaları bir gereklilik olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, ülkemizde İMKB şirketlerince gerçekleştirilen birleşmelerin sonuçlarını ortaya koyan bu çalışmanın sonucunda edinilen bulguların, birleşme kararı alacak olan şirket yöneticilerine bu önemli karar sürecinde katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

### **3.2. Araştırmanın Amacı**

Bu çalışma ile, ülkemizde hisseleri borsada işlem gören halka açık şirketler tarafından 2004-2008 yılları arasında gerçekleştirilen birleşmelerin faaliyet performansının karlılık, nakit yaratma gücü, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından ölçülmesi ve faaliyet gösterilen sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık/kapalı olması) birleşme performansına etkisinin analiz edilmesi amaçlanmaktadır.

### **3.3. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırları**

Çalışmada hisseleri İMKB'de işlem gören şirketler tarafından 2004-2008 yılları arasındaki beş yıllık dönemde gerçekleştirilen devralma yoluyla birleşme işlemleri esas alınmıştır. Örnek oluşturulurken 2004-2008 yıllarını kapsayan bir dönemin seçilmesinin en önemli nedeni, örnek kapsamına alınacak birleşmelere ilişkin 1 yıl öncesi (t-1) ve 3 yıl sonrası (t+1, t+2 ve t+3) karşılaştırılabilir mali tablo verilerine ulaşabilmek olmuştur.



Birleşmelerin ülkemizde görülmeye başladığı 1997 yılından 2002 yılına kadar olan süreçte, hisseleri İMKB’de işlem gören şirketler tarafından SPK’nın Seri:XI, No:1 sayılı “*Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ*” uygulanmıştır. Daha sonra 2003 yılından itibaren konsolide mali tablo düzenlenme esasları uygulanmaya başlanmış, 2005 yılından itibaren ise SPK tarafından bu şirketlere Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UMS/UFRS) veya bu standartların bir çevirisi niteliğinde olan Seri:XI, No:25 sayılı “*Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ*”i seçimlik olarak uygulattırılmaya başlanmıştır. Dolayısıyla, ilk kez 31.03.2003 tarihli finansal tablolardan başlamak üzere, İMKB şirketleri solo (bireysel) mali tablo hazırlamayı bırakmışlardır.

Bu çerçevede, İMKB şirketlerinin 2003 yılı öncesi ve sonrası finansal tablolarının farklı esaslara göre hazırlanmış olması nedeniyle mali tablo verilerinin karşılaştırılabilirliği bozulmuştur. Bu nedenle, birleşmelerin aynı mali tablo standardına uygun olabilmesi açısından, inceleme döneminin ya 1997-1999 arası olarak<sup>22</sup> ya da 2004-2008<sup>23</sup> arası olarak seçilmesi bir zorunluluk haline gelmiştir. Bu açıdan, her iki dönem içinde gerçekleşen birleşmelere bakıldığında; 1997-1999 yılları arasında örnek sayısının 16, 2004-2008 yılları arasında ise 37 olduğu görülmüştür. Tüm bu nedenlerle, inceleme dönemi örnek sayısının daha çok olduğu 2004-2008 yılları olarak sınırlandırılmak zorunda kalmıştır.

### 3.4. Örnek Seçimi

1996-2010 yılına kadar halka açık şirketler tarafından toplam 102 birleşme işlemi gerçekleştirilmiş olup, bunun 48 tanesinin 1996-2003 yılları arasındaki döneme ait olduğu, 2009 yılı sonrasında gerçekleşen birleşmelerin 17 tane olduğu ve 37 tanesinin de analiz dönemi olan 2004-2008 yılları arasında gerçekleştirildiği tespit edilmiştir. Ancak analiz dönemindeki 37 birleşmeden 4’ünün finans sektöründe faaliyet gösteren şirketler tarafından, 5’inin ise borsa dışı halka açık şirketler tarafından gerçekleştirilmesi ve 2

---

<sup>22</sup> İnceleme dönemi 1997-1999 yılları olarak alındığında; birleşme öncesi bir yıl için (t-1) 1996 yılı mali tabloları, birleşmeden sonraki üçüncü yıl (t+3) için ise mali tablo verisinin bozulmadığı 2002 yılı tabloları analizde kullanılabilir.

<sup>23</sup> İnceleme dönemi 2004-2008 yılları olarak alındığında; birleşme öncesi bir yıl için (t-1) 2003 yılı mali tabloları, birleşmeden sonraki üçüncü yıl (t+3) için ise mali tablo verisinin bozulmadığı 2011 yılı tabloları analizde kullanılabilir.

tanisinin de verilerine ulaşılamaması nedeniyle örnek büyüklüğü 26 olarak saptanmıştır. Bu bağlamda, 2004-2008 yılları arasını kapsayan beş yıllık inceleme döneminde gerçekleşen birleşmelerden örnek kapsamına dahil edilecek birleşmelerde;

- a) Devralan şirketin hisselerinin İMKB’nda işlem görmesi (*verilerin elde edilebilir olması için*),
- b) Finans ve madencilik sektörü dışında faaliyet göstermesi<sup>24</sup>,
- c) Birleşme işleminin 2004-2008 yılları arasında gerçekleşmesi (*yani birleşme işleminin tamamlanarak ilk birleşik tablonun bu yıllar arasında çıkarılması*),
- d) Birleşme tarihinden önceki 1 yıl ve sonraki 3 yıllık dönemde finansal verilerin bulunması,

şartları aranmıştır. Aşağıda 1996-2010 yılları arasında halka açık şirketler tarafından gerçekleştirilen tüm birleşmeler içinden örneği oluşturan birleşme sayısına ne şekilde ulaşıldığı özetlenmiştir:

**Tablo 13: Örneği Oluşturan Şirket Birleşmeleri**

a) 1996-2010 Yılı içinde halka açık şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşme sayısı	102
b) 1996-2002 yılları arasında gerçekleşen birleşme sayısı	48
c) 2009 yılından sonra gerçekleşen birleşme sayısı	17
d) 2004-2008 arasında finans sektöründeki şirketlerce gerçekleştirilen birleşme sayısı	4
e) 2004-2008 arasında borsa dışı şirketlerce gerçekleştirilen birleşme sayısı	2
f) 2004-2008 arasında gerçekleşen birleşmelerden verisine ulaşılamayan birleşme sayısı	2
<b>Örnek büyüklüğü</b>	<b>26</b>

Analizde kullanılacak tüm verilerin elle girilecek olması nedeniyle, toplamda 26 adet şirketin oluşturduğu birleşmeye ait verilerle birlikte, bu birleşmelerde kontrol grubu olarak kullanılacak aynı dönemde birleşme geçirmemiş 26 adet şirketin verilerinin birleşme öncesi 1 yıl ve sonrası 3 yıl ve toplam 13 oran için elde edilmesi oldukça maliyetli, zaman alıcı ve başedilmesi zor bir süreç olmuştur.

<sup>24</sup> Çünkü finans ve madencilik sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin farklı muhasebe politikaları uygulamaları nedeniyle analizde karşılaştırılabilirlik bozulmaktadır.

Ülkemizde gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerine ait açıklanmış tüm bilgilerin yer aldığı büyük ve kapsamlı tek bir veri tabanının bulunmaması, birleşme performansının ölçümü konusunda yapılan araştırmaların sınırlı olmasına ve yapılmış olanların da örnek büyüklüğünün kısıtlı tutulmasına neden olmuştur. Bu çalışmada da veri elde edilmesi çalışmanın en zor bölümünü oluşturmuştur.

26 adet birleşmeden oluşan örnek büyüklüğü, Amerika ve İngiltere gibi (örneğin; Clark ve Ofek (Amerika), 1994  $n=38$ ; Manson vd., 1995,  $n=38$ ; Cornett ve Tehranian (İngiltere), 1992  $n=30$ ; Sharma ve Ho (Avusturalya), 2002  $n=36$ ) daha büyük ve gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde yapılan önceki çalışmalarla kıyaslandığında, her ne kadar merkezi limit teoremi kısıtı olan  $n>30$ 'u yakalayamasa da, tüm ana kütleli kapsamaktadır.

Analizde kullanılacak örneği oluşturan birleşmelere ilişkin bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

**Tablo 14: Örneği Oluşturan Birleşmeler ve Birleşmelere Konu Şirketler Hakkında Bilgi**

Sıra	Devralan Şti. Unvanı	Devrolan (Hedef) Şti. Unvanı	Birleşme Yöntemi	Birleşme Oranı (%)	Kurul Karar Tarihi	Kurul Karar No
1	Marmaris Altın Yunus Tur. Tesis. A.Ş.	Tütaş Türk Turizm A.Ş.	Özkaynak	55,8	28.05.2004	22/621
2	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş.	Mannesman Boru Endüstrisi Türk A.Ş.	İNA	66,66	22.10.2004	43/1364
3	Bsh Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş.	BSH Peg Beyaz Eşya Servis A.Ş.	Özkaynak	99,99	03.11.2004	44/1405
4	Duran Ofset Matbaacılık Ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	Duran Makina A.Ş./ Doğan Matbaacılık Ambalaj A.Ş.	Özkaynak	53,54	11.02.2005	5/137
5	Doğusan Boru Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Doğuser Yapı Gereçleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	99,94	25.02.2005	7/225
6	İzocam Ticaret Ve Sanayii A.Ş.	Tek-İz İzolasyon Ve Yapı Elemanları Sanayi A.Ş.	Özkaynak	85,59	12.05.2005	19611
7	Pınar Su Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Marmara Su Ve Meşrubat Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	88,78	27.05.2005	21/662
8	Kordsa Sabancı Dupont End. İplik .. A.Ş.	Sakosa Sabancı Endüst. İplik ve Kord Bezi A.Ş.	Özkaynak	71,36	02.11.2005	44/1326
9	Migros Türk T.A.Ş.	Tansaş Parakende Magaza. T.A.Ş.	Özkaynak	89,83	22.05.2006	23/615
10	Carrefoursa Carrefour Sabancı Tic. Merk. A.Ş.	Gima Ve İhtiyaç Maddeleri Türk A.Ş.	İNA+Benzer Şti. Karşılaş.	96,98	29.06.2006	29/827
11	Kordsa Endüstriyel İplik Ve Kord Bezi Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Kordsa Global End. İplik Ve Kord Bezi Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	İNA	8,89	20.10.2006	46/1300
12	Coca Cola İçecek A.Ş.	Efes Sınai Yatırım Holding A.Ş.	Özkaynak	98,12	09.11.2006	48/1369

13	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	Tadpi Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	99,99	17.11.2006	49/1438
14	Alarko Holding A.Ş.	Anmak Holding A.Ş.	Özkaynak	26,26	23.05.2007	20/568
15	Trakya Cam Sanayii A.Ş.	Camiş Lojistik Hizmetleri Ve Ticaret A.Ş.	İNA+ Borsa Değeri +Özkaynak	98,61	23.05.2007	20/569
16	Vakko Tekstil Ve Hazırgiyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.	Vakko Satış Mağazaları ve Sportif Faaliyetleri Ticaret A.Ş.	Özkaynak, İNA, Benzer Şti. Karş.	80,00	23.05.2007	20/570
17	Kartonsan Karton Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Selka Holding A.Ş.	Rayiç Değer Özkaynak	99,93	09.08.2007	29/821
18	Doğuş Otomotiv Servis Ve Ticaret A.Ş.	Katalonya Oto Servis Ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	99,99	22.08.2007	30/869
19	Çimsa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Oysa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	İNA	89,79	21.09.2007	34/966
20	Karel Elektro. Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Karel Arge Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	99,97	23.11.2007	43/1144
21	Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	Cam Pazarlama A.Ş.	Özkaynak	94,29	23.11.2007	43/1146
22	Türk Traktör Ve Ziraat Makinaları A.Ş.	New Holland Trakmak Traktör ... A.Ş.	Özkaynak	88,07	22.02.2008	6/214
23	Koç Holding A.Ş.	Kav Danışmanlık Paz.ve Ticaret A.Ş.	İNA+Özkaynak+Karşılaş. Değer Ort.	99,78	23.05.2008	15/579
24	Acıbadem Sağlık Hizm. ve Ticaret A.Ş.	Nöro Tıp Özel Sağlık Merkezi A.Ş.	Özkaynak	99,99	03.06.2008	16/621
25	Ak-Al Tekstil Sanayii A.Ş.	Bozüyük Orman Ürünleri Sanayi Tesisleri A.Ş.	Net Aktif Değer	99,47	22.08.2008	23/923
26	Ayen Enerji A.Ş.	Demir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Özkaynak	99,99	28.11.2008	31/1221

### 3.5. Araştırmanın Hipotezleri

Birleşme sonrası muhtemel kazançları açıklayan birçok teori vardır. Bunlardan en yaygın olan üçü: sinerji teorisi, kurumsal kontrol teorisi ve serbest nakit akımı teorisidir. **Sinerji teorisine göre**, birleşmeler ölçek ekonomisi, alan ekonomisi ve piyasa gücü olmak üzere üç farklı şekilde devralan firmalara kazanç sağlamaktadır. Birleşme firmanın üretim kapasitesini artıracığından ölçek büyüyecek böylelikle birim başına düşen sabit maliyet azalacağından üretim maliyeti düşecek bu da karlılığı olumlu etkileyecektir. Alan ekonomisi ile birden fazla ürün üretebilme veya know-how kullanma veya yeni teknolojilerden yararlanma imkanı sağlayacağından üretim ve diğer faaliyetler daha etkin bir şekilde yapılacak, bu durum devralan şirketin faaliyetlerini olumlu etkileyecek, dolayısıyla karlılığı artıracaktır. Pazar gücü ise birleşme sonucunda pazar payının ve repütasyonun artmasına bağlı olarak artacak, bu da devralan şirketin piyasada fiyatları kontrol edebilme gücüne veya satışlarını artırmaya bağlı olarak karlılık üzerinde olumlu etki yaratacaktır.

**Kurumsal kontrol teorisine göre**, karlılık potansiyeli yüksek bir firmanın birleşme sonrasında yeni bir yönetim tarafından daha etkin ve verimli yönetilmesi sonucunda

faaliyetleri daha başarılı hale getirilecek, bu da birleşme sonrasında karlılığı olumlu etkileyecektir. **Serbest nakit akışları teorisinde** ise, bir şirkette bulunan fazla nakdin yöneticiler tarafından verimsiz kullanılarak hissedarların zenginliklerinin artırılmaması ihtimali bulunmakta olup, çıkar çatışması olarak da adlandırılan bu durum, serbest nakdin birleşmede kullanılması yoluyla çözülmektedir. Böylece serbest nakdin verimli kullanılması sağlanmaktadır (Sharma ve Ho, 2002:164-165). Bu üç teorinin ortak noktası birleşmelerin faaliyetleri olumlu etkilediği ve bunun da sonuçta karlılığa olumlu etki yaptığı noktasında kesişmektedir.

Bu bağlamda; çalışmamızda teoride belirtildiği gibi şirket birleşmelerinin faaliyet performansını artırıp artırmadığı test edilmektedir. Bu kapsamda test edilen ilk hipotez aşağıda verilmiştir:

**H<sub>1</sub>=Birleşme sonrası faaliyet performansı birleşme öncesi faaliyet performansından daha yüksektir.**

Çalışmanın bu temel hipotezindeki faaliyet performansı; karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik oranları kullanılarak test edilmiştir. Bu bağlamda alt hipotezler aşağıdaki gibi ifade edilmiştir:

*H<sub>11</sub> = Birleşme sonrası karlılık artar*

*H<sub>12</sub> = Birleşme sonrası nakit yaratma gücü artar*

*H<sub>13</sub> = Birleşme sonrası mali yapı güçlenir.*

*H<sub>14</sub> = Birleşme sonrası büyüme sağlanır*

*H<sub>15</sub> = Birleşme sonrası etkinlik oranları artar*

İkinci olarak çalışmamızda, daha önceki çalışmalarda da olduğu gibi (Healy vd, 1992; Sharma ve Ho, 2002; Mantravadi ve Reddy; 2008; Langhe ve Ooghe, 2001), birleşme karakteristiğinin faaliyet performansı üzerindeki etkisi test edilmektedir. Bu kapsamda test edilen 2. temel hipotez aşağıda verilmektedir:

**H<sub>2</sub>=Birleşme karakteristiğinin performans üzerinde etkisi vardır.**

Bu ikinci temel hipotezin test edilmesinde;

- a) birleşmelerin türünün (yatay, dikey ve karma),
- b) devralan ve devrolan şirketlerin göreceli büyüklüklerinin,
- c) devralan şirketin faaliyet gösterdiği sektörün ve
- d) hedef şirketin niteliğinin (halka açık/halka kapalı olup olmaması)

birleşme performansını etkileyip etkilemediği ölçülmektedir. Bu kapsamda test edilen alt hipotezler aşağıda verilmiştir:

*H<sub>21</sub> = Birleşmelerin yatay olmasının veya yatay olmamasının (dikey ve karma) birleşme sonrası faaliyet performansı üzerinde etkisi vardır.*

*H<sub>22</sub> = Devralan ve devrolan şirketlerin birbirleriyle göreceli büyüklüklerinin birleşme sonrası faaliyet performansı üzerinde etkisi vardır.*

*H<sub>23</sub> = Faaliyet gösterilen sektörün birleşme sonrası faaliyet performansı üzerinde etkisi vardır.*

*H<sub>24</sub> = Hedef şirketin niteliğinin birleşme sonrası faaliyet performansı üzerinde etkisi vardır.*

### **3.6. Araştırmada Kullanılan Ölçütler ve Veriler**

Şirket birleşmeleri temelde yatay, dikey ve karma olmak üzere üç türde gerçekleşmektedir. Herbir birleşme türünde farklı amaçlar hedeflenmektedir. Ancak genel olarak tüm birleşme türleri için geçerli olan hedefleri; piyasa payını veya pazar gücünü artırmak, ölçek ekonomileri sayesinde etkinliği ve verimliliği artırmak, yeni teknolojilere ulaşmak, AR-GE kapasitesini artırmak, yatırım maliyetlerini düşürmek (yeniden kurmak yerine kurulmuş devralmak), nakit yaratma kapasitesini artırmak, büyümek, işletme riskini azaltmak vd. nedenler olarak sıralamak mümkündür. Tüm bu hedefler aslında birbirinden bağımsız hedefler değildir. Şöyle ki, pazar payını artırma karlılığı, AR-GE kapasitesinin artırılması etkinliği ve verimliliği ve yanısıra karlılığı, piyasa payı ve pazar gücünü artırmak büyümeyi etkilemektedir. Tüm bu etkileşimler birlikte düşünüldüğünde

birleşmeler konusunda literatürde yer alan tüm hedefleri beş ana gruba indirgemek mümkündür:

1. Karlılığı artırmak,
2. Nakit yaratma gücünü artırmak,
3. Mali yapıyı iyileştirmek,
4. Büyüme hızını artırmak,
5. Etkinlik sağlamak.

Bu hedefler işletmelerin genel olarak faaliyet performansına ilişkin olması nedeniyle, çalışmada birleşme sonrası performans bu beş ana hedef açısından ölçülmüştür. Bu bağlamda, herbir hedef için çalışmada kullanılan değişkenler şu şekilde belirlenmiştir:

**1. Karlılık:** Amprik çalışmaların büyük bir çoğunluğunda birleşme performansı karlılık açısından incelenmiştir. Birleşme sonrası elde edilen karlılık ve satış hacmi başarımın ölçüsü olarak ele alındığında, birleşmeler hem satışları hem de karlılığı arttırıyorsa, birleşen işletmelerin piyasa etkinliğinin arttığı söylenebilecektir. Diğer taraftan birleşmeler karlıları azaltıp satışları arttırıyorsa, birleşen işletmelerin pazar payı artmasına rağmen pazar gücünün azaldığı ileri sürülebilecektir. Bu bağlamda çalışmada karlılık ölçümünde aktif karlılık oranı (ROA), özsermaye karlılık oranı (ROE) ve brüt kar marjı (GPM) kullanılmıştır.

ROA ve ROE'nin hesaplanmasında vergi öncesi karlar dikkate alınmıştır. Vergi oranlarındaki değişiklikler, vergi muafiyetleri, yatırım indirimleri gibi faktörler vergiden sonraki net karı etkileyeceğinden oranın hesaplanmasında vergi öncesi karın dikkate alınmasıyla bu etkilerin giderilmesi amaçlanmıştır (Ikado ve Doi, 1983).

$$\text{a) Aktif Karlılık Oranı (Return on Asset)} = \frac{\text{Vergi Öncesi Kar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Bu oran işletmelerin çalışma sermayesi unsurlarına ve duran varlık unsurlarına yaptıkları yatırımlardan ne kadar kar elde ettiklerini göstermektedir. Birleşme sonrası sinerji elde edilebilmesi durumunda, işletmenin satışlarının miktar ve tutar olarak artması ve bu artışın vergi öncesi karlılığa yansımaları beklenmektedir. Dolayısıyla bu oranın

birleşme öncesine göre artış göstermesi, birleşmeden beklenen karlılığın yakalandığını gösterecektir.

$$\text{b) Özsermaye Karlılık Oranı (Return on Equity)} = \frac{\text{Vergi Öncesi Kar}}{\text{Özsermaye Toplamı}}$$

Bu oran, işletme sahip ve sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen vergi öncesi kar payını göstermektedir. Bu oran genellikle işleme yönetiminin başarı derecesinin ve karlılık durumunun önemli bir göstergesidir (Akdoğan ve Tenker, 2007:671). Birleşme sonrası yeni yönetimin başarılı olması ve birleşmeden beklenen finansal sinerjinin elde edilebilmesi durumunda, bu oranın birleşme öncesine göre artış göstermesi beklenmektedir.

$$\text{c) Brüt Kar Marjı (Gross Profit Margin)} = \frac{\text{Brüt Kar}}{\text{Net Satışlar}}$$

Net satışlarla satılan malın maliyeti arasındaki olumlu farkın, net satışlara bölünmesi sonucu ortaya çıkan oran brüt kar marjıdır. Birleşme ve satın almaların önemli nedenlerinden biri olan maliyet avantajı elde etme hedefinin birleşme sonrası başarısı bu oran yardımıyla ölçülebilmektedir. Birleşme sonrası birkaç yıl için elde edilecek brüt kar marjı birleşme öncesi işletmelerin elde ettiği brüt kar marjlarıyla karşılaştırılarak değerlendirilmektedir. Birleşme sonrası ortaya çıkacak brüt kar marjının, birleşme öncesi her bir işletmenin kar marjlarından veya ortalamalarından yüksek olması birleşmenin piyasa gücünü ve etkinliğini arttırdığı yönünde değerlendirilmektedir.

**2. Nakit Yaratma:** Birleşme ve satın almaların birleşme sonrası işletmelerin üzerine etkilerini ölçmede kullanılan bir diğer önemli kriter, birleşme sonrası net nakit akışlarındaki değişmelerin ölçülmesidir. Birleşme sonrasında nakit akışlarındaki değişmeler birleşmenin başarısını ölçmede bir ölçü olarak kullanılmaktadır. Birleşme sonrası nakit akışlarındaki iyileşmeler satışlardaki artıştan ve varlıkların daha etkin kullanılmasından kaynaklanabilmektedir. Satışları arttıran birleşmeler genellikle ölçek genişletme amacıyla yapılan yatay birleşmelerdir. Yatay birleşmelerin ölçek genişletici olmalarını belirleyen en önemli etken işletmeler arası sektörel çakışmadır. Sektörel



çakışma oranları yüksek olan birleşmelerde nakit akışı iyileşmelerinin, sektörel çakışması olmayan birleşmelerin nakit akış iyileşmelerinden daha fazla olması beklenir. Healy, Palepu ve Ruback (1992) ABD’de en büyük 50 birleşme üzerine yaptıkları çalışmalarında, sektörel benzerlikleri yüksek olan işletmelerin birleşme sonrası nakit akışlarındaki iyileşmelerin diğer birleşmelerden yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır. Healy, Palepu ve Ruback (1992)’in çalışmasında kullanılan faaliyet nakit akışı oranı (OCF) pek çok amprik çalışmada kullanılmıştır. Bu oranın pek çok çalışmada ölçüt olarak kullanılmasının nedeni, oranın birleşmelerde uygulanan muhasebe yönteminden etkilenmemesi ve her firma ile karşılaştırılabilir olmasıdır. Bu çalışmada da anılan araştırmacılar tarafından formüle edilen faaliyet nakit akış oranı ile şirketlerin nakit durumunun bir göstergesi olan cari oranı (LO) kullanılmıştır.

$$\text{a) Faaliyet Nakit Akış Oranı (Operating Cash Flows)} = \frac{\text{Net Satışlar-(SMM+GYG+Paz.Sat.Dağ.Gid.) +Amortisman}}{\text{Toplam Varlıklar}^{25}}$$

$$\text{b) Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Healy vd. (1992)’nin kullandıkları Faaliyet Nakit Akışı oranının orijinal formülünde paydada “varlıkların piyasa değeri” (=hisse senedinin piyasa fiyatı\* dolaşımdaki hisse sayısı +toplam borçlar) kullanılmıştır. Ancak, çalışmamızda varlıkların defter değeri kullanılmak zorunda kalınmıştır. Bunun nedeni, devralınan şirketlerin büyük çoğunluğunun halka kapalı olması sebebiyle hisse senetlerinin piyasa fiyatı verisinin bulunmamasıdır. Her iki oranın da birleşme öncesine göre artan bir seyir izlemesi, birleşmenin nakit yaratabilme gücünü arttırdığının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır.

**3. Mali Yapı:** Birleşme ve satın almaları motive eden önemli nedenlerden biri varlık ve kaynak yapısında etkinliğin sağlanmasıdır. Özellikle ölçek genişletici birleşmelerde amaç işletme varlıklarının etkin kullanımının sağlanmasıyla satışların artırılarak maliyetlerin düşürülmesidir. Ayrıca birleşme sonrası ölçek ekonomisinin sağlayacağı avantajla işletmenin finansman yapısında da iyileşmeler elde edilebilmektedir. Birleşme ile hem borçlanma kapasitesinin artırılması hem de borçlanma maliyetlerinin

<sup>25</sup> Toplam aktifin tamamının işletmenin faaliyetlerinde kullanıldığı varsayılmıştır.

düşürülmesi hedeflenmektedir. Birleşme sonrası borçlanma maliyetlerinin düşürülmesiyle finansal kaldıraçtan yararlanma imkanı ortaya çıkabilmektedir. Çalışmada, Langhe ve Ooghe (2001) ve diğer birçok araştırmacı tarafından kullanılan [ Özsermaye/(Toplam Borçlar+Özsermaye) ] (finansal yapı oranı-1 = FYO1) oranı ile Mantravadi ve Reddy (2008) tarafından kullanılan finansman oranı (Toplam Borçlar / Özsermaye) (finansal yapı oranı-2 =FYO2) kullanılmıştır.

$$\text{a) FYO-1} = \frac{\text{Özsermaye}}{\text{(Toplam Borçlar+Özsermaye)}}$$

Bu oran varlıkların yüzde kaçının özkaynakla finanse edildiğini göstermektedir. İşletmeye kredi verenler bu oranın yüksek olmasını arzularlar. Çünkü işletmenin tasfiyesi durumunda, işletmeye kredi verenler özkaynakların yeterli olması durumunda alacaklarını tahsil etme olanağı bulurlar (Akdoğan ve Tenker, 2007:653). Bu bakımdan, birleşme öncesine göre bu oranın birleşme sonrasında artış göstermesi, birleşme ile hedeflenen finansal güçlenmenin sağlanmış olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilecektir.

$$\text{b) FYO-2} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Özsermaye}}$$

Finansman oranı olarak da nitelendirilebilecek bu oran, işletmenin özkaynak-yabancı kaynak dengesini göstermesi bakımından analize olanak vermektedir. İşletmenin bağımsızlık dercesini gösteren bu oranın, yüksek olması işletmeye kredi verenlerin işletme sahip ve ortaklarından daha fazla işletmeye yatırım yaptıklarını göstermektedir. Oranın 1'den küçük olması ise, işletmeyi alacaklı durumunda bulunan üçüncü kişilerin baskısından kurtarmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2007:654). Bu bağlamda, bu oranın birleşme öncesine göre azalan bir seyir izlemesi, birleşmenin mali yapıyı güçlendirdiğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilecektir.

**4. Büyüme:** Birleşme şirketler açısından bir büyüme aracıdır. Bu nedenle şirketleri büyümeye iten etmenler aynı zamanda şirket birleşmelerinin de nedenleri arasında yer almaktadır. Birleşme açısından öncelikle pazar payı ve aktif büyüklüğü açısından büyüme hedeflenmektedir. Çalışmada Ikado ve Doi (1983) tarafından da kullanılan satışların büyüme oranı (SBO) ile aktiflerin büyüme oranı (ABO) kullanılmıştır.

$$\text{a) Satışların Büyüme Oranı} = \frac{(\text{Net Satışlar}_2 - \text{Net Satışlar}_1)}{\text{Net Satışlar}_1}$$

$$\text{b) Varlıkların Büyüme Oranı} = \frac{(\text{Toplam Varlıklar}_2 - \text{Toplam Varlıklar}_1)}{\text{Toplam Varlıklar}_1}$$

Her iki oranın da birleşme öncesine göre artan bir seyir izlemesi, birleşmenin faaliyet sinerjisi yarattığının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır.

**5. Etkinlik:** Birleşmeler ile etkinliğin artırılması hedeflenmektedir. Örneğin, karşılıklı teknoloji transferi, pazarlama, satış, dağıtım ve tutundurma faaliyetlerinin tek bir elden yapılarak maliyet avantajı sağlanması, varlıkların yarattığı satış tutarındaki iyileşmeler, personel başına düşen satış miktarındaki artış veya genel yönetim giderlerinin tek elden yapılması etkinlik sağlamaktadır. Çalışmada Ikado ve Doi (1983) tarafından yapılan araştırmada kullanılan etkinlik ölçütleri kullanılmıştır.

$$\text{a) Etkinlik Oranı-1 (EO-1)} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Genel Yönetim Giderleri}}$$

Bu oran genel yönetim giderlerinin satışlar içindeki payını göstermektedir. Birleşme öncesine göre, birleşme sonrasında bu oranın artan bir seyir izlemesi işletmenin satışlarındaki büyüme hızının yönetim giderlerindeki büyüme hızından daha yüksek olduğunun dolayısıyla, birleşme sonrası yönetsel etkinliğin sağlandığının bir göstergesi olarak yorumlanabilecektir.

$$\text{b) Varlık Devir Hızı (EO-2)} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Bu oran, işletmenin sahip olduğu tüm varlıkların verimliliğinin ölçümünde kullanılan bir orandır. Oranın düşük olması işletmenin tam kapasite ile çalışmadığını, yani varlıklarını satış yaratma konusunda etkin kullanmadığını göstermektedir. Bu kapsamda, bu oranın birleşme öncesine göre artan bir seyir izlemesi, birleşmenin işletmenin faaliyetlerinde etkinliği arttırdığının bir göstergesi olarak yorumlanabilecektir.

$$\text{c) Etkinlik Oranı-3 (EO-3)} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Çalışan Sayısı}}$$

Bu oran, personel başına düşen satış tutarını, bir diğer ifade ile bir personelin yarattığı satış tutarını ifade etmektedir. Bu tutarın birleşme sonrasına göre artan bir eğilim göstermesi, çalışanların etkinliğinin arttığının bir göstergesidir.

Yukarıda yer alan açıklamalar ışığında, çalışmamızda hisseleri İMKB’de işlem gören şirketlerce gerçekleştirilen birleşmelerin çeşitli kriterlere göre performanslarının analizinde kullanılan ölçütler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

**Tablo 15: Analizde Kullanılacak Ölçütler**

Ölçüm Alanı	Ölçüt	Ölçütün Analizde Kullanılan Kodu
<b>Karlılık</b>	Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı	ROA
	Vergi Öncesi Kar/Özsermaye	ROE
	Brüt Kar/Net Satışlar	GPM
<b>Nakit Yaratma</b>	[Net Satışlar-(SMM+GYG+Paz.Sat.Dağ.Gid.) +Amortisman] / Toplam Varlıklar	OCF
	Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	LO
<b>Mali Yapı</b>	Özsermaye/(Toplam Borçlar+Özsermaye)	FYO1
	Toplam Borçlar / Özsermaye	FYO2
<b>Büyüme</b>	Satışların Büyüme Oranı	SBO
	Aktif Büyüme Oranı	ABO
<b>Etkinlik</b>	Net Satışlar / Genel Yönetim Giderleri	EO1
	Net Satışlar /Toplam Varlıklar	EO2
	Net Satışlar / Çalışan Sayısı	EO3

Çalışmada kullanılan ölçütleri oluşturmak için gereken mali tablo verileri birleşmeye taraf olan şirketlerin kamuya açıkladıkları mali tablolar başta olmak üzere birleşme duyuru metinleri ve birleşme nedeniyle hazırlattıkları özel bağımsız denetim raporlarından<sup>26</sup> sağlanmıştır. Birleşme nedeniyle hazırlanan birleşmeye esas mali tablolara ilişkin özel bağımsız denetim raporları ekindeki dipnotlar kamuya açıklanmadığı için, dipnotlarda yer alan çalışan sayısı, gelir tablosunda faaliyet gideri olarak tek kalem şeklinde gösterilen faaliyet giderlerinin açılımı (genel yönetim gideri, pazarlama satış dağıtım gideri ve AR-GE gideri) bilgisine ve genellikle halka kapalı olan devrolan

<sup>26</sup> Birleşme nedeniyle hazırlanan birleşmeye esas mali tablolara ilişkin özel bağımsız denetim raporlarına SPK arşivinden ulaşılmıştır.

şirketlerin birleşmeden önceki yıla ait mali tablolarına, SPK arşivinde bulunan birleşme başvurusu dosyalarından ulaşılmıştır.

### **3.7. Analiz Yöntemi**

#### ***a) Analiz Penceresinin Belirlenmesi:***

Analizde birleşme performansına birleşme öncesi bir ve birleşme sonrası üç (-1/+3) yıllık bir pencereden bakılmıştır. Çalışmada örneği oluşturan birleşmelerde, işleme taraf olan şirketlerin bazılarının halka kapalı şirket olması nedeniyle birleşme öncesine ait kamuya açıklanmış mali tablo verileri bulunmamaktadır. Bu sebeple birleşme öncesi dönem bir yıl ile sınırlandırılmak zorunda kalmıştır.

#### ***b) Birleşme Yılına- $t_0$ 'ın- (İlk Birleşik Mali Tablo Döneminin) Belirlenmesi:***

Devralan veya satın alan şirketler genellikle, birleşmenin gerçekleştiği yıl sadece muhasebesel açıdan birleşik bir finansal tablo oluşturmaktadırlar, yani birleşme yılındaki ilk bütünlük finansal tablolar gerçek anlamda ortak/birleşik bir faaliyet sonucu oluşmuş bir finansal tablo olmamaktadır. Dolayısıyla bu finansal tablolar ne şirketler arası ne de endüstri karşılaştırmasına uygun olmamaktadır. Birleşmenin gerçekleştiği anda çıkarılan finansal tablolarda bir defalığa mahsus olmak üzere gerçekleşen birleşme işlemine özel maliyetler bulunmaktadır ki, bu da 0 yılındaki mali tabloların diğer yıllar ile karşılaştırılmasını engellemektedir (Healy, Palepu ve Rubak, 1992:9). Bu bağlamda, çalışmada birleşme yılı tüm amprik çalışmalarda olduğu gibi 0 olarak kabul edilmiştir.

Analizde kullanılan ölçütler (mali tablo oranları) birleşmenin gerçekleştiği yıldan önceki ve sonraki ilk yıllık mali tablolardan başlamak üzere hesaplanmıştır. Analizde  $t_0$  yılının belirlenmesi doğru veri setinin oluşturulması bakımından son derece kritik ve bir o kadar da zaman alıcı bir süreç olmuştur. Birleşmenin gerçekleştiği  $t_0$  yılı, sözkonusu birleşmelerin SPK karar tarihi esas alınarak, Kurul karar tarihini takip eden ilk yıl sonu mali tablonun dipnot açıklamalarında birleşmenin tamamlandığına ilişkin açıklamanın bulunup bulunmadığı bilgisine göre tespit edilmiştir. Buna göre örnek kapsamındaki birleşmelerin incelemeye tabi tutulan mali tabloları aşağıda verilmiştir:

**Tablo 16: İnceleme Kapsamına Alınan Mali Tablolar**

Sıra	Devralan Şti. Unvanı	Devrolan (Hedef) Şti. Unvanı	Birleşmeye Esas Mali Tablo	Birleşme Yılı (Serm. Art. Tescili)	to= İlk birleşik tablo	t-1	t+1	t+2	t+3
1	Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş.	Tütaş Türk Turizm A.Ş.	31.12.2003	2004	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
2	Bsh Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş.	BSH Peg Beyaz Eşya Servis A.Ş.	30.06.2004	2004	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
3	Duran Ofset Matbaacılık Ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	Duran Makina İmalat ve Ticaret A.Ş., Doğan Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.09.2004	2005	31.12.2005	30.12.2004	31.12.2006	31.12.2007	30.12.2008
4	Doğusan Boru Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Doğuser Yapı Gereçleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.09.2004	2005	31.12.2005	30.12.2004	31.12.2006	31.12.2007	30.12.2008
5	İzocam Ticaret Ve Sanayii A.Ş.	Tek-İz İzolasyon ve Yapı Elemanları Sanayi A.Ş.	31.12.2004	2005	31.12.2005	30.12.2004	31.12.2006	31.12.2007	30.12.2008
6	Pınar Su Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Marmara Su ve Meşrubat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.12.2004	2005	31.12.2005	30.12.2004	31.12.2006	31.12.2007	30.12.2008
7	Kordsa Sabancı Dupont Endüstriyel İplik Ve Kord Bezi Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Sakosa Sabancı Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.06.2005	2005	31.12.2005	30.12.2004	31.12.2006	31.12.2007	30.12.2008
8	Migros Türk T.A.Ş.	Tansaş Parakende Mağazacılık T.A.Ş.	31.12.2005	2006	31.12.2006	30.12.2005	31.12.2007	30.12.2008	30.12.2009
9	Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	Gima ve İhtiyaç Maddeleri Türk A.Ş.	31.12.2005	2006	31.12.2006	30.12.2005	31.12.2007	30.12.2008	30.12.2009
10	Kordsa Endüstriyel İplik Ve Kord Bezi Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.06.2006	2006	31.12.2006	30.12.2005	31.12.2007	30.12.2008	30.12.2009
11	Coca Cola İçecek A.Ş.	Efes Sınai Yatırım Holding A.Ş.	30.06.2006	2006	31.12.2006	30.12.2005	31.12.2007	30.12.2008	30.12.2009
12	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	Tadpi Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.06.2006	2006	31.12.2006	30.12.2005	31.12.2007	30.12.2008	30.12.2009
13	Alarko Holding A.Ş.	Anmak Holding A.Ş.	31.12.2006	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010
14	Trakya Cam Sanayii A.Ş.	Camiş Lojistik Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.	31.12.2006	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010
15	Vakko Tekstil Ve Hazırgiyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.	Vakko Satış Mağazaları ve Sportif Faaliyetleri Ticaret A.Ş.	31.12.2006	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010

Sıra	Devralan Şti. Unvanı	Devrolan (Hedef) Şti. Unvanı	Birleşmeye Esas Mali Tablo	Sermaye Artırımı Tamamlanma Yılı	to= İlk birleşik tablo	t-1	t+1	t+2	t+3
16	Kartonsan Karton Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Selka Holding A.Ş.	30.04.2007	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010
17	Doğuş Otomotiv Servis Ve Ticaret A.Ş.	Katalonya Oto Servis ve Ticaret A.Ş.	31.03.2007	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010
18	Çimsa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Oysa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.04.2007	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010
19	Karel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Karel Arge Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.06.2007	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010
20	Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	Cam Pazarlama A.Ş.	30.06.2007	2007	31.12.2007	30.12.2006	30.12.2008	30.12.2009	30.12.2010
21	Türk Traktör Ve Ziraat Makinaları A.Ş.	New Holland Trakmak Traktör ve Ziraat Makinaları Ticaret A.Ş.	30.09.2007	2008	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011 <sup>(*)</sup>
22	Koç Holding A.Ş.	Kav Danışmanlık Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	31.12.2007	2008	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011 <sup>(*)</sup>
23	Acıbadem Sağlık Hizmetleri Ve Ticaret A.Ş.	Nöro Tıp Özel Sağlık Merkezi A.Ş.	31.12.2007	2008	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011 <sup>(*)</sup>
24	Ak-Al Tekstil Sanayii A.Ş.	Bozüyük Orman Ürünleri Sanayi Tesisleri A.Ş.	31.03.2008	2008	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011 <sup>(*)</sup>
25	Ayen Enerji A.Ş.	Demir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.06.2008	2008	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011 <sup>(*)</sup>
26	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş.	Mannesman Boru Endüstrisi Türk A.Ş.	30.06.2004	2004	31.12.2005	30.12.2004	31.12.2006	31.12.2007	30.12.2008

(\*) 2008 yılında gerçekleşen birleşmelerin t+3'üncü yılı, 31.12.2011 tarihli finansal tablo bilgilerini gerektirmekle birlikte, bu çalışmanın verilerinin girildiği tarih itibarıyla 30.09.2011 tarihli finansal tabloların kamuya açıklanmış olması nedeniyle, açıklanan 9 aylık tablolar kullanılarak 31.12.2011 tarihine ilişkin mali tablo kalemleri tahmin edilmiştir. Bu tahminde, ilgili mali tablo kaleminin bir önceki yılın 9 aylık değerinin yıl sonuna kadarki artış yüzdesi esas alınarak yakın bir değer bulunmaya çalışılmıştır.

**c) Kontrol Grubu Şirketlerin Belirlenmesi:**

Kontrol grubu olarak tanımlanan ve aynı iş kolundaki birleşmeyen işletmeler, referans (kontrol) grubunu oluşturmaktadır. Amprik çalışmaların çoğunda birleşmelerin etkileri, işletmelerin birleşme sonrası performansı ile kontrol/referans grubunun performansı karşılaştırılarak incelenmektedir. Çünkü her firma belirli bir endüstride faaliyet göstermektedir. Ayrıca, her endüstrinin kendine özgü gelişme ve genişleme potansiyeli olması ve farklı düzenlemelere tabi olması, ekonomik dalgalanmalardan farklı şekilde etkilenmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle performans analizinde her bir firma için ekonomik ve endüstriye özel etkilerin berteraf edilmesi için birleşme öncesi ve sonrası değerlerin birleşen şirketlerle aynı endüstride faaliyet gösteren şirketlerle kıyaslanması daha doğru sonuçlara ulaşılmasını sağlamaktadır.

Bu bağlamda, önce analizde herbir birleşme işleminde devralan şirketin faaliyette bulunduğu sektör “Finnet Veri Tabanı”ndaki sektörlere göre tasniflenmiştir. Sonra, bu veri tabanı kullanılarak yukarıdaki Tablo 17’de verilen birleşmeye esas mali tablo tarihi itibariyle ilgili sektörde faaliyet gösteren şirketlerin aktif büyüklükleri bulunmuştur. Bu şirketlerden, devralan şirketin birleşmeye esas mali tablo tarihi itibariyle aktif toplamına en yakın aktif büyüklüğüne sahip olan rakip şirket kontrol şirketi olarak seçilmiştir. Bu bağlamda seçilen kontrol grubu şirketlerine aşağıda yer verilmektedir:

**Tablo 17: İncelenen Birleşmelerde Devralan Şirketler ile Bunların Kontrol Grubunu Oluşturan Şirketler**

	<b>Devralan Şirketin Unvanı</b>	<b>Birleşme Yılı</b>	<b>Kontrol Şirketin Unvanı</b>
1	Marmaris Altın Yunus Turistik Tesisler A.Ş.	2004	Altın Yunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.
2	Bsh Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş.	2004	Türk Demir Döküm Fabrikaları A.Ş.
3	Duran Ofset Matbaacılık Ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	2005	Doğan Burda Dergi Yayıncılık Ve Pazarlama A.Ş.
4	Doğusan Boru Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2005	Haznedar Refrakter Sanayii A.Ş.
5	İzocam Ticaret Ve Sanayii A.Ş.	2005	Ege Profil Ticaret Ve Sanayi A.Ş.
6	Pinar Su Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2005	Kristal Kola Ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.
7	Kordsa Sabancı Dupont Endüstriyel İplik Ve Kord Bezi Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2005	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
8	Migros Türk T.A.Ş.	2006	Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.
9	Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	2006	Migros Ticaret A.Ş.
10	Kordsa Endüstriyel İplik Ve Kord Bezi Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2006	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
11	Coca Cola İçecek A.Ş.	2006	Anadolu Efes Biracılık Ve Malt Sanayii A.Ş.
12	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	2006	Pinar Entegre Et Ve Un Sanayii A.Ş.
13	Alarko Holding A.Ş.	2007	Doğan Yayın Holding A.Ş.



14	Trakya Cam Sanayii A.Ş.	2007	Anadolu Cam Sanayii A.Ş.
15	Vakko Tekstil Ve Hazirgiyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.	2007	Desa Deri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
16	Kartonsan Karton Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2007	Olmuksa International Paper Sabanci Ambalaj Ve Ticaret A.Ş.
17	Doğuş Otomotiv Servis Ve Ticaret A.Ş.	2007	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
18	Çimsa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2007	Akçansa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
19	Karel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	2007	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
20	Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	2007	Trakya Cam Sanayii A.Ş.
21	Türk Traktör Ve Ziraat Makinaları A.Ş.	2008	Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
22	Koç Holding A.Ş.	2008	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
23	Acıbadem Sağlık Hizmetleri Ve Ticaret A.Ş.	2008	Deva Holding A.Ş.
24	Ak-Al Tekstil Sanayii A.Ş.	2008	Sönmez Pamuklu Sanayii A.Ş.
25	Ayen Enerji A.Ş.	2008	Aksu Enerji Ve Ticaret A.Ş.
26	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş.	2004	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

#### ***d) Veri Setinin Oluşturulması:***

Analizin ilk bölümünü oluşturan “ $H_1 = \text{Birleşme sonrası faaliyet performansı birleşme öncesi faaliyet performansından daha yüksektir.}$ ” hipotezinin testinde kullanılacak veri setinin oluşturulmasında, öncelikle performans oranları birleşme öncesi ve sonrası dönem için herbir birleşme bazında hesaplanmıştır. Birleşme öncesi dönemde hem devralan hem de devrolan şirket mevcuttur. Bu nedenle, birleşme öncesi dönemde, hem devralan hem de devrolan şirket/şirketler için tüm oranlar ayrı ayrı hesaplanmış, sonra bu oranlar şirketlerin birleşmeye esas mali tablolarında yer alan aktif büyüklükleri ile ağırlıklandırılarak toplanmış ve birleşme öncesi tek orana ulaşılmıştır. Birleşme sonrası dönemde ise, zaten bütünleşik şirket mevcut olduğundan, bu şirket için hesaplanan oranlar birleşme sonrası oran setini oluşturmuştur.

Sonra, kontrol grubunu oluşturan herbir şirket için de, eşleştikleri devralan şirketin gerçekleştirdiği birleşme yılı  $t_0$  olarak kabul edilmek üzere  $(t-1) - (t+3)$  aralığındaki yılları kapsayan dönem için yıllık mali tablolar kullanılarak tüm oranlar hesaplanmıştır.

Analizin ikinci bölümünde örnek kapsamındaki birleşmelerin karakteristik özelliklerinin birleşme performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. İkinci bölümü oluşturan hipotezlerin konusunu, birleşmelerin karakteristik özelliklerinin birleşme sonrası performans üzerinde etkisinin olup olmadığı oluşturmaktadır. Bu bağlamda örneği oluşturan her bir birleşmenin türü, büyüklüğü, sektörü ile devrolan şirketin halka açık/kapalı olup olmadığı tespit edilmiştir.

Hipotezlerin test edilebilmesi için örnek kapsamındaki tüm birleşmelerin türü devralan ve devrolan şirketlerin fiilen faaliyet gösterdikleri iş kolları incelenerek gerçekleşen birleşmenin yatay, dikey ve karma olup olmadığı tespit edilmiştir. Ancak bu tespit kolay olmamıştır. Çünkü şirketlerin fiili faaliyet konularının doğru tespit edilebilmesi için, birleşme duyuru metinleri, SPK başvuru dosyaları, KAP bilgi platformu ve şirketlerin kendi faaliyet raporlarının incelenmesi gerekmiştir. Diğer karakteristik özelliklerin tespitinde ise İMKB'nin web sayfasındaki bilgiler ile kamuya açıklanan birleşme duyuru metinlerinden yararlanılmıştır.

#### *e) Uygulanan Test Yöntemi:*

Analize konu verilerin nonparametrik yapıda olması (örnek sayısının küçük olması ve normal dağılım göstermemesi) ve birleşen şirketlerin öncesi ve sonrasına ilişkin karşılaştırmanın yapılması nedeniyle birleşme öncesi ve sonrasına ait veri gruplarının eşleştirilmiş yani ilişkili (paired) grup özelliği taşımaları nedeniyle, bu konuda yabancı literatürde görülen araştırmaların birçoğunda olduğu gibi bu analizde de Wilcoxon testi uygulanmıştır. Ayrıca örneği oluşturan birleşmelerin yüzdesel olarak kaçında test edilen hipotezin beklenen yönde değişim gösterdiğini anlamak amacıyla binom oran (binomial proportion test) testi kullanılmıştır. Özellikle deney öncesi ve sonrası değerlerin karşılaştırılmasına (before-after tests) yönelik olarak yapılacak nonparametrik testlerde, "Wilcoxon İşaretli Sıralar" (Wilcoxon Signed Rank Test for Paired Samples) testi kullanılmakta olup, bu test eşleştirilmiş gruplara ilişkin farklılıkların boyutlarını da dikkate alarak iki değişkene ait dağılımın aynı olup olmadığını ortaya koymak amacıyla geliştirilmiş bir analiz yöntemidir. Wilcoxon testi, "Paired t-test" yani eşleştirilmiş t testinin parametrik olmayan karşılığı olmaktadır.

Öte yandan, istatistiksel analizler için SPSS 17.0 istatistik paket programı kullanılmış ve tanımlayıcı istatistiksel metotlardan (frekans, yüzde, ortalama, standart sapma, medyan) yararlanılmıştır. Sonuçlar %95 güven aralığında,  $p < 0,05$  anlamlılık ve  $p < 0,01$ ,  $p < 0,001$  ileri anlamlılık düzeyinde test edilmiştir.

### **3.8. Araştırmanın Bulguları**

Araştırma sonuçları iki blmnden oluşmaktadır. Aşağıda da belirtildiği gibi, birinci bölümde faaliyet performansı sonuçları ikinci bölümde ise birleşme karakteristiğinin performans üzerindeki etkisine ilişkin sonuçlar verilmiştir.

#### **3.8.1. Faaliyet Performansı lm Bulguları**

Analizde ncelikli olarak rneği oluşturan tüm birleşmeler için performans ölüm oranlarının birleşme öncesi bir yıl ve birleşme sonrası 1. yıl, 2. yıl ve 3. yıl için ortalama ve medyan değerleri bulunmuştur. Sonra aynı ltler aynı dönem için kontrol grubu şirketleri için hesaplanmıştır. Daha sonra hem birleşenler hem de bunların kontrol şirketlerinin ortalama ve medyan değerlerinin birleşme öncesi bir yıla göre birleşme sonrası 1. yıl, 2. yıl ve 3. yılda değişimleri yüzdesel olarak hesaplanarak karşılaştırılmıştır. Medyan değerlerinin farkının incelenmesi için Wilcoxon testi uygulanmış ve buradan bulunan “p” değerleri ile birleşen şirketler ve kontrol grubu şirketleri için ayrı ayrı birleşme öncesi ile birleşme sonrası 1. yıl, 2. yıl ve 3. yılda değişimlerin anlamlılığı incelenmiştir. Tablo 18’de açıklanan bu analiz sonuçlarına yer verilmektedir:

**Tablo 18: Birleşenlerle Kontrol Şirketleri Performans Ölçütlerinin Ortalama ve Medyan Karşılaştırması**

Yıllar	Performans Ölçütü <sup>27</sup>	Birleşen Şirketler					Kontrol Grubu Şirketler				
		Ortalama	Medyan	Ortalama % değişimi	Medyan % değişimi	p	Ortalama	Medyan	Ortalama %	Medyan%	p
<b>KARLILIK</b>											
	ROA (t-1)	0,06	0,04	-	-	-	0,06	0,07	-	-	-
Year -1 to1	ROA (t+1)	0,11	0,07	80,43%	67,93%	0,799	0,07	0,05	8,2%	-30,0%	0,809
Year -1 to2	ROA (t+2)	0,05	0,04	-51,13%	-39,45%	0,228	0,05	0,05	-17,9%	-23,4%	0,485
Year -1 to3	ROA (t+3)	0,06	0,07	19,08%	77,93%	0,893	0,04	0,05	-31,6%	-26,4%	0,439
	ROE (t-1)	0,14	0,11	-	-	-	0,11	0,13	-	-	-
Year -1 to1	ROE (t+1)	0,19	0,12	37,15%	12,71%	0,949	0,13	0,11	19,4%	-11,9%	0,675
Year -1 to2	ROE (t+2)	0,06	0,08	-66,23%	-35,39%	0,071	0,10	0,10	-2,5%	-19,8%	0,809
Year -1 to3	ROE (t+3)	0,09	0,13	46,30%	67,44%	0,839	0,06	0,10	-42,2%	-23,2%	0,395
	GPM (t-1)	0,25	0,23	-	-	-	0,27	0,26	-	-	-
Year -1 to1	GPM (t+1)	0,25	0,22	0,20%	-0,44%	0,954	0,24	0,23	-13,3%	-9,6%	<b>0,030*</b>
Year -1 to2	GPM (t+2)	0,25	0,23	-0,26%	2,67%	0,889	0,24	0,21	-13,8%	-17,4%	0,086
Year -1 to3	GPM (t+3)	0,24	0,24	-3,54%	2,17%	0,657	0,23	0,22	-14,1%	-14,3%	0,144

(\*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$  düzeyde anlamlıdır)

<sup>27</sup> **ROA**= Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı, **ROE**= Vergi Öncesi Kar/Özsermaye, **GPM**= Brüt Kar/Net Satışlar, **OCF**=[Net Satışlar-(SMM+GYG+Paz.Sat.Dağ.Gid.)+Amortisman] / Toplam Varlıklar, **LO**= Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, **FYO1**= Özsermaye/(Toplam Borçlar+Özsermaye), **FYO2**= Toplam Borçlar / Özsermaye, **SBO**= Satışların Büyüme Oranı, **ABO**= Aktif Büyüme Oranı, **EO1**= Net Satışlar / Genel Yönetim Giderleri , **EO2**= Net Satışlar /Toplam Varlıklar , **EO3**= Net Satışlar / Çalışan Sayısı

Tablo18 (devam)

Yıllar	Performans Ölçütü <sup>28</sup>	Birleşen Şirketler					Kontrol Grubu Şirketler				
		Ortalama	Medyan	Ortalama % değişimi	Medyan % değişimi	p	Ortalama	Medyan	Ortalama %	Medyan%	p
<b>NAKİT YARATMA</b>											
	OCF (t-1)	0,26	0,21				0,16	0,11			
Year -1 to1	OCF (t+1)	0,10	0,11	-63,11%	-50,04%	<b>0,000***</b>	0,09	0,06	-45,8%	-42,3%	0,124
Year -1 to2	OCF (t+2)	0,10	0,09	7,54%	-9,96%	<b>0,000***</b>	0,07	0,06	-56,3%	-48,0%	<b>0,013*</b>
Year -1 to3	OCF (t+3)	0,11	0,10	9,90%	7,48%	<b>0,001**</b>	0,08	0,08	-52,1%	-25,5%	0,062
	LO (t-1)	2,04	1,77				3,61	1,95			
Year -1 to1	LO (t+1)	1,81	1,42	-11,22%	-19,86%	0,341	2,75	1,38	-23,9%	-29,3%	<b>0,030*</b>
Year -1 to2	LO (t+2)	1,86	1,50	2,33%	5,86%	0,454	2,54	1,42	-29,6%	-27,1%	<b>0,009*</b>
Year -1 to3	LO (t+3)	1,97	1,39	5,85%	-7,20%	0,509	2,49	1,61	-31,1%	-17,4%	<b>0,020*</b>
<b>FİNANSAL YAPI</b>											
	FYO1 (t-1)	0,54	0,48				0,64	0,64			
Year -1 to1	FYO1 (t+1)	0,56	0,55	4,38%	15,61%	0,354	0,59	0,55	-8,6%	-13,8%	<b>0,049*</b>
Year -1 to2	FYO1 (t+2)	0,56	0,57	-0,07%	3,29%	0,576	0,59	0,58	-8,3%	-9,0%	0,069
Year -1 to3	FYO1 (t+3)	0,53	0,56	-5,24%	-2,10%	0,694	0,54	0,51	-16,8%	-20,6%	<b>0,009**</b>
	FYO2 (t-1)	1,23	1,09				0,95	0,55			
Year -1 to1	FYO2 (t+1)	1,15	0,80	-6,71%	-26,83%	0,118	0,99	0,81	3,9%	47,1%	0,124
Year -1 to2	FYO2 (t+2)	1,21	0,75	5,57%	-6,80%	0,292	1,00	0,71	4,8%	29,1%	0,107
Year -1 to3	FYO2 (t+3)	1,50	0,78	23,66%	5,20%	0,929	1,41	0,95	48,1%	73,1%	<b>0,009**</b>

\*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$  düzeyde anlamlıdır.

<sup>28</sup> **ROA**= Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı, **ROE**= Vergi Öncesi Kar/Özsermaye, **GPM**= Brüt Kar/Net Satışlar, **OCF**=[Net Satışlar-(SMM+GYG+Paz.Sat.Dağ.Gid.) +Amortisman] / Toplam Varlıklar, **LO**= Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, **FYO1**= Özsermaye/(Toplam Borçlar+Özsermaye), **FYO2**= Toplam Borçlar / Özsermaye, **SBO**= Satışların Büyüme Oranı, **ABO**= Aktif Büyüme Oranı, **EO1**= Net Satışlar / Genel Yönetim Giderleri , **EO2**= Net Satışlar /Toplam Varlıklar , **EO3**= Net Satışlar / Çalışan Sayısı

Yıllar	Performans Ölçütü <sup>29</sup>	Birleşen Şirketler					Kontrol Grubu Şirketler				
		Ortalama	Medyan	Ortalama % değişimi	Medyan % değişimi	p	Ortalama	Medyan	Ortalama %	Medyan%	p
<b>BÜYÜME</b>											
Year -1 to1	SBO (t-1)	0,32	0,18				0,19	0,16			
Year -1 to2	SBO (t+1)	0,16	0,12	-49,25%	-33,78%	0,170	0,20	0,13	3,6%	-17,1%	0,144
Year -1 to3	SBO (t+2)	0,06	0,06	-62,53%	-47,79%	<b>0,004**</b>	0,06	0,05	-66,6%	-68,8%	0,124
	SBO (t+3)	0,15	0,14	148,00%	115,48%	0,501	0,16	0,09	-13,4%	-42,3%	0,534
Year -1 to1	ABO (t-1)	0,18	0,13				0,15	0,11			
Year -1 to2	ABO (t+1)	0,11	0,05	-37,76%	-58,20%	0,112	0,27	0,11	75,7%	5,4%	0,889
Year -1 to3	ABO (t+2)	0,09	0,09	-18,21%	58,22%	0,334	0,14	0,13	-11,0%	21,0%	0,638
	ABO (t+3)	0,15	0,12	56,17%	38,92%	0,454	0,12	0,07	-21,8%	-35,5%	0,328
<b>ETKİNLİK</b>											
Year -1 to1	EO1 (t-1)	16,52	16,64				20,18	13,15			
Year -1 to2	EO1 (t+1)	16,31	14,95	-1,24%	-10,14%	0,501	16,71	12,55	-17,2%	-4,6%	0,280
Year -1 to3	EO1 (t+2)	17,37	17,94	6,50%	20,00%	0,174	20,01	13,55	-0,8%	3,0%	0,258
	EO1 (t+3)	18,49	18,65	6,44%	3,96%	0,107	21,99	15,34	9,0%	16,6%	0,144
Year -1 to1	EO2 (t-1)	1,00	0,85				0,89	0,87			
Year -1 to2	EO2 (t+1)	0,93	0,79	-6,96%	-6,30%	0,737	0,91	0,96	2,2%	9,9%	0,367
Year -1 to3	EO2 (t+2)	0,88	0,84	-5,93%	6,09%	0,374	0,83	0,79	-6,8%	-8,6%	0,174
	EO2 (t+3)	0,93	0,86	6,22%	1,79%	0,919	0,88	0,84	-1,2%	-2,9%	0,454
Year -1 to1	EO3 (t-1)	364.323	282.272				315.985	276.981			
Year -1 to2	EO3 (t+1)	353.117	332.269	-3,08%	17,71%	0,292	338.090	324.728	7,0%	17,2%	0,052
Year -1 to3	EO3 (t+2)	361.290	265.231	2,31%	-20,18%	0,469	382.518	318.171	21,1%	14,9%	0,091
	EO3 (t+3)	415.004	295.157	14,87%	11,28%	<b>0,012*</b>	1.900.926	346.840	501,6%	25,2%	<b>0,002**</b>

(\* p<0,05, \*\* p<0,01, \*\*\* p<0,001 düzeyde anlamlıdır).

<sup>29</sup> **ROA**= Vergi Öncesi Kar/Aktif Toplamı, **ROE**= Vergi Öncesi Kar/Özsermaye, **GPM**= Brüt Kar/Net Satışlar, **OCF**=[Net Satışlar-(SMM+GYG+Paz.Sat.Dağ.Gid.)+Amortisman] / Toplam Varlıklar, **LO**= Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar, **FYO1**= Özsermaye/(Toplam Borçlar+Özsermaye), **FYO2**= Toplam Borçlar / Özsermaye, **SBO**= Satışların Büyüme Oranı, **ABO**= Aktif Büyüme Oranı, **EO1**= Net Satışlar / Genel Yönetim Giderleri , **EO2**= Net Satışlar /Toplam Varlıklar , **EO3**= Net Satışlar / Çalışan Sayısı

Daha sonra, birleşen şirketlerde tüm örneklem için, performans göstergelerinin tümü, birleşme öncesi ile birleşme sonrası ortalama ve medyan değerleri incelenmiştir. Bunu yaparken birleşme sonrası, 1.yıl, 2.yıl ve 3.yıl değerlerinin ortalaması alınarak post merger olarak değerlendirilmiş ve buna göre ortalama ve medyan değerleri bulunmuştur. Medyan değerlerinin farkının incelenmesi için Wilcoxon testi uygulanmış ve buradan bulunan Z istatistiği<sup>30</sup> ile birleşme sonrası performans göstergelerinin, birleşme öncesine göre artış gösterip göstermediği incelenmiştir. Bu incelemenin yanısıra, test edilen hipotezde (*yani birleşme sonrası oranların birleşme öncesine göre artış göstermesi beklenmektedir*) beklendiği şekilde sonuç veren firmaların yüzdesi hesaplanarak, artış gösteren firma oranının %50'ye eşit olup olmadığı Binom testi ile test edilmiştir. %50'ye eşit olan performans göstergelerinin artış yada azalma göstermediği kabul edilerek, %50'ye eşit olmayan performans göstergelerinin artış ya da azalması incelenerek yorumlanmıştır. Aşağıda Tablo 19'da sözkonusu testin sonuçlarına yer verilmiştir. Tablo 18 ve Tablo 19'da yer alan sonuçlar her bir performans ölçüm grubu için değerlendirilmektedir.

### 3.8.1.1. Karlılık

Karlılık, aktif (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) ile brüt kar marjı (GPM) açısından ölçülmüştür. Tablo 19'dan ROA'nın birleşme sonrasında teorik alt yapının ileri sürdüğü şekilde ortalamasının 0,02, medyan değerinin ise 0,04 artış gösterdiği görülmektedir. Örneği oluşturan 26 birleşmenin %58'inin  $ROA_{post} > ROA_{pre}$  koşulunu sağladığı binom oran testinden anlaşılacakla birlikte, birleşme öncesi ile sonrası arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlılığı bulunmamaktadır. Bu nedenle, birleşme aktif karlılığını artırır hipotezi reddedilmiştir.

Tablo 19'da ayrıca, özsermaye karlılığında birleşme sonrasında ortalama değerinde 0,02'lik bir azalma görülürken, brüt kar marjının ortalama değerinde birleşme sonrasında bir değişim olmamıştır. Medyan değerleri açısından bakıldığında ise, özsermaye karlılığında 0.01 artış, kar marjında ise aynı oranda azalış görülmüştür. Tüm birleşmelerin %42'si

---

<sup>30</sup> Wilcoxon testi z istatistiğini kullanmaktadır.

ROEpost>ROEpre koşulunu, %65'inin GPMpost>GPMpre koşulunu sağladığı binom testinden anlaşılmaktadır. Ancak her iki oran içinde birleşme sonrasındaki artışların çok düşük seviyede olması istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulunmamasına neden olmaktadır. Buradan, birleşmenin genel olarak (%50'den fazla olduğu için %65) kar marjı açısından performansı olumlu etkilediği ancak bu etkinin çok küçük olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 18'de aynı oranların birleşme öncesine göre 1., 2. ve 3.yıl değerlerine bakıldığında düzenli bir şekilde birleşme öncesine göre birleşme sonrası ilk yıl için aktif karlılığı (ROA) ile özsermaye karlılığının (ROE) arttığı (ortalama değerleri için sırasıyla %80,43 ve %67,93, medyan değerleri için sırasıyla %67,93, %12,71) görülmektedir. **Aynı dönem için kontrol grubu şirketler aynı başarıyı gösterememişlerdir. Buradan birleşmenin olumlu bir etki yartmış olduğu sonucuna ulaşılmakla birlikte, bu artış istatistiksel olarak anlamlı değildir (p>0,05).**

Diğer taraftan, Tablo 18'de aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı açısından birleşmeyi takip eden ikinci yılda da sistematik olarak hem birleşen şirketlerin hem de rakiplerinin ortalama ve medyan değerlerinde azalma olduğu görülmekte, ancak birleşen şirketlerin birleşmeyi takip eden 3. yıllarından hem ortalama hem de medyan değerlerinde artış görülürken rakip firmalar 3. yılda da azalma yönünde değişim göstermişlerdir. Meydana gelen bu değişim istatistiksel olarak anlamlı (p>0,05) olmamakla birlikte, birleşen grup ile birleşmeyenlerin aynı dönemdeki seyrini görebilmek açısından önemlidir. Brüt kar marjı açısından ise rakip firmaların ortalama karlılığının çok yakın oranlarda ve sürekli bir azalma gösterdiği, sözkonusu durumun birleşen şirketlerde birleşmeyi takip eden ilk yıl için hafif bir artış (%0,02) ancak takip eden yıllar için azalış (-0,26% ve -3,54) olduğu görülmüştür. Buradan birleşmenin ilk yıl için karlılık üzerinde olumlu bir etki yarattığı söylenebilse de bu etkinin istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır (p>0,05).



**Tablo 19: Tüm Örnek İçin Birleşmenin Şirket Performansını Artırır Hipotez Testinin Sonuçları**

Değişkenler	Test Edilen Hipotez	N	Birleşme öncesi			Birleşme sonrası			Ortalama değişimi	Medyan değişimi	z istatistiği (b)	% (c)	% dağılım p (a)	Kabul /ret
			Ortalama	Std. Sap.	Medyan	Ortalama	Std. Sap.	Medyan						
<b>KARLILIK</b>														
ROA	ROApost>ROApre	26	0,06	0,06	0,04	0,08	0,10	0,08	0,02	0,04	-0,32	58%	0,557	Ret
ROE	ROEpost>ROEpre	26	0,14	0,18	0,11	0,11	0,19	0,12	-0,02	0,01	-0,43	42%	0,557	Ret
GPM	GPMpost>GPMpre	26	0,25	0,16	0,23	0,25	0,11	0,21	0,00	-0,01	-0,44	65%	0,169	Ret
<b>NAKİT YARATMA</b>														
OCF	OCFpost>OCFpre	26	<b>0,26</b>	<b>0,17</b>	<b>0,21</b>	<b>0,10</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,11</b>	<b>-3,67*</b>	<b>12%</b>	<b>0,000***</b>	<b>Kabul (d)</b>
LO	LOpost>LOpre	26	2,04	1,64	1,77	1,88	1,26	1,52	-0,16	-0,24	-0,75	38%	0,327	Ret
<b>FİNANSAL YAPI</b>														
FYO1	FYO1post>FYO1pre	26	0,54	0,18	0,48	0,55	0,20	0,56	0,01	0,08	-0,52	50%	1,000	Ret
FYO2	FYO2post<FYO2pre	26	1,23	0,94	1,09	1,28	1,36	0,81	0,06	-0,29	-0,72	42%	0,557	Ret
<b>BÜYÜME</b>														
SBO	SBO post> SBO pre	26	0,32	0,65	0,18	0,12	0,14	0,11	-0,19	-0,07	-1,49	39%	0,327	Ret
ABO	ABO post> ABO pre	26	0,18	0,31	0,13	0,12	0,12	0,10	-0,07	-0,03	-1,51	35%	0,169	Ret
<b>ETKİNLİK</b>														
EO1	EO1post> EO1pre	26	16,52	8,81	16,64	17,39	8,66	17,15	0,87	0,51	-1,21	62%	0,327	Ret
EO2	EO2post> EO2pre	26	1,00	0,63	0,85	0,91	0,45	0,91	-0,09	0,06	-0,19	58%	0,557	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	26	364.323	314.515	282.272	376.470	289.444	301.412	12.148	19.140	-1,41	62%	0,327	Ret

\*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$  düzeyde anlamlıdır.

(a) Yüzdesele dağılım için p değeri Binomial Proportion testinden hesaplanmıştır.

(b) Medyan farkları için z istatistiği parametrik olmayan Wilcoxon testinden hesaplanmıştır.

(c) Test edilen hipotezde beklenen şekilde sonuç veren firmaların yüzdesini ifade etmektedir.

(d) Hipotez kabul edildi ancak beklendiği gibi OCFpost>OCFpre olarak değil OCFpost<OCFpre olarak sonuç vermiştir.

### 3.8.1.2. Nakit Yaratma

Nakit yaratma gücü faaliyet nakit akışı (OCF-operating cash flow) ve likidite oranı (LO) ile test edilmiştir. Tablo 19'a göre, birleşme öncesi faaliyet nakit akışı oranının ortalaması 0,26 ve medyan değeri 0,21 iken, birleşme sonrası bu oranın ortalaması 0,10 ve medyan değeri 0,10 olarak bulunmuştur. Sözkonusu oranlar ortalama için %16 ve medyan için %11 azalma göstermekte olup, birleşme sonrası meydana gelen bu düşüş istatistiksel olarak ileri düzeyde anlamlı bulunmuştur ( $p < 0,001$ ). Faaliyet nakit akışı [Net Satışlar- (SMM+GYG+Paz.Sat.Dağ.Gid.) +Amortisman] / Toplam Varlıklar olarak hesaplanmakta olup, bu orandaki azalışın;

-ya satışlardaki düşmeden veya

-aktiflerin satışlara göre daha hızlı artmasından ya da

- her iki unsurdan farklı olarak faaliyet giderlerinde birleşmeden sonra önemli ölçüde artış olmasından

kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Tablo 19'dan aktif ve satışların birleşme öncesi ve sonrası büyümesine bakıldığında, aktif büyüme hızının birleşme öncesinde ortalamasının %18 iken birleşme sonrasında %12'ye düştüğü, satışların büyüme hızının ise %32'den %12'ye düştüğü görülmekte olup, buradan birleşme sonrasında faaliyet nakit akışındaki ciddi azalmaya sebebiyet veren faktörün satışlardaki düşüş olduğu anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan, Tablo 19'daki oransal analiz sonuçlarına göre örneklemini oluşturan şirketlerin sadece %12'sinin  $OCF_{post} > OCF_{pre}$  koşulunu sağladığı, %88'inin bu koşulu sağlamadığı görülmekte olup, **binom oransal test sonucu da istatistiksel olarak anlamlı olup, yukarıda belirtilen medyan farkları test sonucunu desteklemektedir.**

Likidite oranı incelendiğinde, Tablo 19'da birleşme öncesi ortalama likidite oranının 2,0 olduğu birleşme sonrasında bunun hafif bir düşüşle 1,88'e indiği saptanmıştır. **Buradan birleşmenin şirketlerin likidite oranını artırmadığı görülmekte olup, bunun**

**nedeninin devralınan şirketlerdeki kısa vadeli borç yükünden kaynaklandığı düşünülmektedir.** Birleşme öncesine göre nakit yaratma ölçütlerinden likidite oranının değerinde birleşme sonrası meydana gelen düşüş istatistiksel olarak anlamlı değildir ( $p>0,05$ ). Ayrıca, Tablo 19'dan oransal olarak bakıldığında, tüm şirketlerin %38'inin  $L_{Opost}>L_{Opre}$  koşulunu sağladığı görülmektedir.

***Tablo 18'e göre,*** birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1., 2. ve 3. yıllardaki medyan değerlerindeki değişim incelendiğinde; faaliyet nakit akışı oranının, birleşme sonrası ilk yılda %50,04, ikinci yılda %9,96 azaldığı, üçüncü yılda %7,48 arttığı görülmektedir. Aynı dönem için rakip firmalarda bu oranın medyan değerlerinin sürekli bir azalma içinde olduğu (sırasıyla %42,3, %48,06 ve %25,5'lik bir azalış yaşandığı) görülmektedir. **Buradan, faaliyet nakit akışının rakip firmalara göre birleşen şirketlerde daha olumlu seyrettiği (yani daha düşük oranlarda düşme gösterdiği), birleşmenin faaliyet nakit akışları üzerinde olumlu etki yarattığı söylenebilecektir.**

Diğer taraftan, Tablo 18'de birleşme öncesi likidite oranının birleşme sonrası 3 yıllık seyrine ortalama değer açısından bakıldığında ise, birleşmeyi takip eden ilk yıl %11,22'lik bir düşmeden sonra 2. ve 3. yılda yavaş yavaş iyileşme sağlandığı (%2,33 ve %5,85 artışla) görülmektedir. Kontrol grubu şirketler için aynı dönemlerde, likidite oranlarında önemli ölçüde azalış yaşandığı (sırasıyla -23,9%, -28,6%, -31,1%) görülmüş olup, bu azalışların istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. **Buradan birleşme sonrası 3 yıllık dönemde, birleşme öncesine göre likidite oranı açısından birleşen şirketlerin rakiplerine göre daha olumlu bir performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmaktadır.**

### **3.8.1.3. Mali Yapı**

Teori birleşme öncesine göre mali yapı ölçütlerinden [özsermaye/(toplam borçlar+özsermaye)] FYO1 oranında artış sağlanmasının, (toplam borçlar / özsermaye ) FYO2 oranında ise birleşme sonrasında azalma sağlanmasının, birleşmenin finansal sinerji yaratıldığının göstergesi olarak kabul etmektedir.

Tablo 19’da FYO1 (öz kaynak/toplam pasif) oranının medyanının birleşme öncesinde 0,48’den birleşme sonrasında 0,56’ya yükseldiği, bu değişimin %8’lik bir artışa tekabül ettiği görülmektedir. Binom testine göre ise, birleşen şirketlerin % 50’sinin bu oran açısından birleşme sonrasında yükselme yaşadığı görülmüştür. **Buradan birleşme sonrasında toplam pasif içindeki öz kaynak tutarının arttığı, yani birleşmeden olumlu etkilendiği anlaşılmakla birlikte, her iki testin sonucu da istatistiksel olarak anlamlı değildir (p<0.05).**

Tablo 19’dan ayrıca, borç/öz kaynak dengesini gösteren FYO2 oranının ise medyanının birleşme öncesine göre birleşme sonrasında (1,09’dan 0,81’e düştüğü) azaldığı, bu azalmanın %0,29’a tekabül ettiği görülmektedir. Binom testi sonuçlarına göre ise, birleşen şirketlerden %42’sinin de FYO2post<FYO2pre koşulunu sağladığı görülmektedir. Ancak her iki testin sonucu da istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. **Buradan, istatistiksel olarak anlamlılık saptanamasa da, birleşmenin borç/öz kaynak dengesini birleşen şirketlerin %42’si için olumlu etkilediği söylenebilecektir.**

Tablo 18’deki sonuçlar ise, (öz sermaye/pasif toplamı) FYO1 oranının medyan değer açısından, birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1. ve 2. yılda %15.61 ve %3,29 arttığını, 3. yılda ise %2,10 azaldığını göstermektedir. Aynı dönemde rakip firmaların FYO1 oranının medyan değerinde ise sürekli bir kötüleşme olduğu (yani düştüğü, sırasıyla %13.8, %9.0 ve %20.6) görülmüştür. **Buradan birleşen şirketlerin ilk iki yılda finansal sinerji yaratırken, rakip firmaların birleşme sonrası her üç dönem için finansal sinerji yaratamadıkları anlaşılmaktadır.** Ayrıca, birleşen şirketler için birleşme öncesine göre, birleşme sonrası 1.yıl, 2.yıl ve 3.yıl FYO1 değerinde meydana gelen değişim istatistiksel olarak anlamlı değilken (p>0,05), kontrol grubu şirketlerin FYO1 oranında 1. ve 3. yıllarda meydana gelen bu düşüş istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur (p<0,05).

Tablo 18’den borç/öz kaynak (FYO2) dengesinin birleşme sonrası medyan değerleri birleşen şirketler ile rakip firmaları için incelendiğinde, birleşenlerde azalan bir seyir izlediği (özellikle ilk 2 yıl için medyadaki % değişimler sırasıyla -26,83, -6,80), yani borç-öz kaynak dengesinin iyileştiği, buna karşın rakip firmalarda artan bir seyir izlediği yani borç-öz kaynak dengesinin borçlanmanın artması (medyadaki % değişimler sırasıyla

47.1, 29.1 ve 73.1) yönünde bozulduğu görülmektedir. Rakip firmalardaki bu olumsuz etki özellikle 3. yıl için çok çarpıcı bir seviyeye gelmiştir (%73.1 artış) ve bu artış istatistiksel olarak anlamlıdır ( $p < 0.05$ ). **Buradan, birleşmenin hem borç/özkaynak dengesini hem de özkaynak/toplam pasif oranını olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır.**

#### 3.8.1.4. Büyüme Performansı

Analizde büyümeye satışların ve aktiflerin büyümesi açısından bakılmıştır. Teori birleşme ile satışlarda ve aktiflerde büyüme elde edileceğini ileri sürmektedir. Tablo 19'daki analiz sonuçlarına göre, birleşme öncesinde ortalama %32 olan büyüme hızı birleşme sonrasında %18'e düşmüş olup,  $SBO_{post} > SBO_{pre}$  hipotezi reddedilmiştir. Aktif büyüme hızı ise birleşme öncesinde ortalama %18 iken birleşme sonrasında %12'ye düşmüş olup,  $ABO_{post} > ABO_{pre}$  hipotezi reddedilmiştir. Binom testi sonuçları,  $SBO_{post} > SBO_{pre}$  koşulunu sağlayan şirketlerin tüm örnek içinde %39 olduğunu,  $ABO_{post} > ABO_{pre}$  koşulunun ise %35 oranında sağlandığını göstermektedir. Ancak binom testi sonuçları ortalama ve medyan karşılaştırması sonuçları gibi istatistiksel olarak anlamlı değildir ( $p > 0,05$ ).

Tablo 18'e göre, birleşen şirketler için birleşme öncesi satış büyüme hızı medyan değerine göre, birleşme sonrası ilk iki yıl azalırken üçüncü yıl artmıştır (medyan değişimi % olarak sırasıyla -33.78, -47.79 ve +115,48 artış göstermiştir). Aynı dönemde, rakip firmalar her üç yıl içinde azalış (medyan değişimi % olarak sırasıyla -17, -68,8 ve -42,3 azalma) göstermiştir. **Buradan satışların büyüme trendinin birleşme sonrasında her iki grup içinde azalma yönünde olduğu ve birleşmenin satışların büyümesini artırmadığı söylenebilecektir** (sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir,  $p > 0,05$ ).

Tablo 18'den aktiflerin büyüme hızının birleşme sonrası medyan değerleri birleşen şirketler ile rakip firmaları için incelendiğinde, birleşenlerde ilk yıl azalan sonraki iki yıl artan bir seyir izlediği (özellikle ilk yıl için medyandaki % değişim -58.20 iken sonraki iki yıl 58,22 ve 38.92 artış yönündedir) buna karşın rakip firmalarda ilk iki yıl artan (medyanın % değişimi 5,4 ve 21,0) 3. yıl azalan (medyanın % değişimi -35,5) bir seyir izlediği görülmektedir. Aktif büyüme hızının gerek birleşen şirketlerde ve gerekse rakip

firmalarda böyle dalgalı gitmesinin nedeninin genel ekonomik koşullardan kaynaklanmış olabileceği düşünülmekte olup, birleşmenin aktif büyüme hızında kontrol grubu şirketlerden farklı olarak olumlu bir etki yaratmadığı görülmektedir (sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir,  $p>0,05$ ).

### 3.8.1.5. Etkinlik Performansı

Analizde etkinliğe, Net Satışlar / GYO (EO1), Net Satışlar / Toplam Varlıklar (EO2) ve Net Satışlar / Çalışan Sayısı (EO3) açılarından bakılmıştır. Birleşme öncesine göre, birleşme sonrasında EO1'in artan bir seyir izlemesi işletmenin satışlarındaki büyüme hızının yönetim giderlerindeki büyüme hızından daha yüksek olduğunun dolayısıyla, birleşme sonrası yönetsel etkinliğin sağlandığının bir göstergesi olarak yorumlanabilecektir.

Varlıkların devir hızı olarak da adlandırılan EO2 oranı, işletmenin sahip olduğu tüm varlıkların verimliliğinin ölçümünde kullanılan bir orandır. Oranın düşük olması işletmenin tam kapasite ile çalışmadığını, yani varlıklarını satış yaratma konusunda etkin kullanmadığını göstermektedir. Bu kapsamda, *bu oranın birleşme öncesine göre artan bir seyir izlemesi, birleşmenin işletmenin faaliyetlerinde etkinliğini arttırdığının bir göstergesi olarak yorumlanabilecektir.*

Personel başına satış tutarını gösteren EO3 oranı ise, bir personelin yarattığı satış tutarını ifade etmektedir. *Bu tutarın birleşme sonrasına göre artan bir eğilim göstermesi, çalışanların etkinliğinin arttığının bir göstergesidir.*

Tablo 19'a göre birleşen grupta, EO1'in birleşme öncesinde 16,64 kat olan medyan değerinin birleşme sonrasında 17.15 kata çıktığı (%0,51 artmış) görülmektedir. Örneği oluşturan birleşmelerin %62'sinin EO1post> EO1pre koşulunu sağladığı görülmekte olup, EO1'in birleşme sonrasında artış göstermesi (düşük de olsa) **devralan şirketlerin satışlarındaki büyüme hızının yönetim giderlerindeki büyüme hızından daha yüksek olduğunu, dolayısıyla birleşme sonrası yönetsel etkinliğin sağlandığını göstermektedir** (bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir,  $p>0,05$ ).

Tablo 19’da varlık devir hızı olarak adlandırılan Net Satışlar / Toplam Varlıklar (EO2) oranının medyan değerinin birleşme öncesinde 0,85 kat olan medyan değerinin, birleşme sonrasında 0,91 kata çıktığı (%0,06 artmış) görülmektedir. Örneği oluşturan birleşmelerin %58’inin EO2post> EO2pre koşulunu sağladığı görülmekte olup, **EO2’nin birleşme sonrasında artış göstermesi (düşük de olsa) devralan şirketlerin sahip olduğu tüm varlıkların verimliliğinin arttığını yani birleşmenin devralan şirketlerin faaliyetlerinde etkinliği arttırdığını göstermektedir** (bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir, p>0,05).

Tablo 19’da personel başına satış tutarını gösteren EO3 oranının, birleşme öncesinde 364.323 TL olan medyan değerinin, birleşme sonrasında 376.470 TL’ye çıktığı görülmektedir. Örneği oluşturan birleşmelerin %62’sinin EO3post> EO3pre koşulunu sağladığı görülmekte olup, **EO3’ün birleşme sonrasında artış göstermesi (çok düşük de olsa) birleşmeden sonra çalışanların etkinliğinin arttığını göstermektedir** (bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir, p>0,05).

Tablo 18’den her üç oranın birleşen ve rakip firmalardaki seyri incelendiğinde;

- EO1’in medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin, her iki grupta da birleşmeyi takip eden ilk yıl azalma, sonraki yıllarda artma şeklinde seyrettiği, buradan **birleşmenin EO1 oranı açısından rakiplere göre fark yaratmadığı,**

- EO2 oranının medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin, birleşenlerde ilk yıl azaldığı sonraki iki yılda arttığı, rakip firmalarda ise tam tersi ilk yıl artma sonraki yıllar azalma şeklinde gerçekleştiği, buradan **birleşme ile varlıkların etkinliğinin hafif de olsa arttığı,**

- EO3 oranının medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin, birleşen şirketler için artma-azalma-artma şeklinde dalgalı bir seyir izlerken, rakip firmalarda sürekli bir artış trendinde olduğu görülmekte olup, **rakip firmalarla kıyaslandığında birleşmenin çalışanların etkinliğini artırmadığı,**

sonucuna ulaşılmaktadır (sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir, p>0,05).

Buraya kadar, Tablo 18 ve 19’da yer alan test sonuçları karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından yorumlanmıştır. Aşağıdaki tabloda ise sözkonusu yorumların özetine yer verilmektedir:



**Tablo 20: Birleşmenin Faaliyet Performansını Artırıp Artırmadığına İlişkin Test Sonuçları**

Performans Göstergesi	Test Edilen Hipotez	Analiz Bulgusu	Hipotez Kabul/Ret
<b>KARLILIK</b>	ROApost>ROApr	<p><b>Tablo 19'a göre</b>; tüm birleşmelerin %58'i ROApost&gt;ROApr koşulunu, %42'si ROEpost&gt;ROEpre koşulunu, %65'inin GPMpost&gt;GPMpre koşulunu sağladığı binom testinden anlaşılmaktadır. Ancak her iki oran içinde birleşme sonrasındaki artışların çok düşük seviyede olması istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulunmamasına neden olmaktadır. Buradan, birleşmenin genel olarak (%50'den fazla olduğu için %65) kar marjı açısından performansı olumlu etkilediği ancak bu etkinin çok küçük olduğu anlaşılmaktadır. Tüm birleşmelerin birleşme öncesine göre birleşme sonrası (1-3 arası kümüle) dönemde, aktif ve özsermaye karlılığı oranlarının medyanlarının artış, brüt kar marjının ise azalış gösterdiği görülmüştür.</p> <p><b>Tablo 18'e göre</b>, birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1., 2. ve 3. yıllardaki ortalama ve medyan değerlerindeki değişim incelendiğinde;</p> <p>a) İlk yıl için aktif karlılığı (ROA) ile özsermaye karlılığının (ROE) arttığı, <b>aynı dönem için kontrol grubu şirketler aynı başarıyı gösteremediği, buradan birleşmenin olumlu bir etki yarattığı olduğu sonucuna ulaşılmakla birlikte, bu artış istatistiksel olarak anlamlı değildir (p&gt;0,05).</b></p> <p>b) Aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı açısından birleşmeyi takip eden ikinci yılda da sistematik olarak hem birleşen şirketlerin hem de rakiplerinin ortalama ve medyan değerlerinde azalma olduğu görülmekte, ancak birleşen şirketlerin birleşmeyi takip eden 3. yıllarında bu değerlerde artış görülürken rakip firmalar 3. yılda da azalma yönünde değişim göstermişlerdir. Meydana gelen bu değişim istatistiksel olarak anlamlı (p&gt;0,05) olmamakla birlikte, <b>birleşen grup rakip firmalara göre 3. yılda karlılık performansını artıran bir seyir izlemiştir.</b></p> <p>c) Brüt kar marjı açısından ise rakip firmaların ortalama karlılığının çok yakın oranlarda ve sürekli bir azalma gösterdiği, sözkonusu durumun birleşen şirketlerde birleşmeyi takip eden ilk yıl için hafif bir artış (%0,02) ancak takip eden yıllar için azalış (-0,26% ve -3,54) olduğu görülmüştür. Buradan <b>birleşmenin ilk yıl için kar marjı üzerinde olumlu bir etki yarattığı</b> söylenebilse de bu etkinin istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır (p&gt;0,05).</p> <p><b>DEĞERLENDİRME: Karlılık açısından birleşmenin (çok hafif) olumlu etki yarattığı söylenebilir.</b></p>	Ret
	ROEpost>ROEpre		Ret
	GPMpost>GPMpre		Ret

Performans Göstergesi	Test Edilen Hipotez	Analiz Bulgusu	Hipotez Kabul/Ret
NAKİT YARATMA GÜCÜ	OCFpost>OCFpre	<p><b>Tablo 19'a göre;</b> tüm birleşmelerin %12'si <b>OCFpost&gt;OCFpre</b> koşulunu sağladığı binom testinden anlaşılmaktadır. Faaliyet nakit akışı (OCF) oranı ortalama için %16 ve medyan için %11 azalma göstermekte olup, birleşme sonrası meydana gelen bu düşüş istatistiksel olarak ileri düzeyde anlamlı bulunmuştur (<math>p&lt;0,001</math>). Bu nedenle <b>OCFpost&gt;OCFpre hipotezi ters yönde yani birleşme faaliyet nakit akışı oranını azaltmaktadır şeklinde KABUL edilmiştir.</b> Binom testi sonucu da tüm birleşmelerin %88'inde birleşme öncesi faaliyet nakit akışı oranının birleşme sonrasında düştüğünü göstermekte olup medyan farkları testini desteklemektedir. Binom testinin sonucu da istatistiksel olarak anlamlıdır. <b>Buradan birleşmenin şirketlerin faaliyet nakit akışı oranını artırmadığı görülmekte olup, meydana gelen düşüş istatistiksel olarak ileri düzeyde anlamlı bulunmuştur (<math>p&lt;0,001</math>).</b></p> <p>Likidite oranı incelendiğinde, birleşme öncesi ortalama likidite oranının 2,0 olduğu birleşme sonrasında bunun hafif bir düşüşle 1,88'e indiği saptanmıştır. <b>Buradan birleşmenin şirketlerin likidite oranını artırmadığı görülmekte olup, meydana gelen düşüş istatistiksel olarak anlamlı değildir (<math>p&gt;0,05</math>), bu nedenle hipotez rettedilmiştir.</b> Ayrıca, Tablo 19'dan oransal olarak bakıldığında, tüm şirketlerin %38'inin LOpost&gt;LOpre koşulunu sağladığı görülmektedir.</p>	<p><b>Kabul (ancak beklendiği gibi OCFpost&gt;OCFpre olarak değil OCFpost&lt;OCFpre olarak sonuç vermiştir)</b></p> <p>Ret</p>
	LOpost>LOpre	<p><b>Tablo 18'e göre,</b> birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1., 2. ve 3. yıllardaki ortalama ve medyan değerlerindeki değişim incelendiğinde;</p> <p>a) Faaliyet nakit akışı oranının, birleşme sonrası ilk yılda %50,04, ikinci yılda %9,96 azaldığı, üçüncü yılda %7,48 arttığı görülmektedir. Aynı dönem için rakip firmalarda bu oranın medyan değerlerinin sürekli bir azalma içinde olduğu (sırasıyla %42,3, %48,06 ve %25,5'lik bir azalış yaşandığı) görülmektedir. <b>Buradan, faaliyet nakit akışının rakip firmalara göre birleşen şirketlerde daha olumlu seyrettiği (yani daha düşük oranlarda düşme gösterdiği), birleşmenin faaliyet nakit akışları üzerinde olumlu etki yarattığı söylenebilecektir.</b></p> <p>b) Likidite oranının ise ortalama değer açısından, birleşmeyi takip eden ilk yıl %11.22'lik bir düşmeden sonra 2. ve 3. yılda yavaş yavaş iyileşme sağladığı (%2,33 ve %5,85 artışla) görülmektedir. Kontrol grubu şirketler için aynı dönemlerde, likidite oranlarında önemli ölçüde azalış yaşandığı (sırasıyla -23,9%, -28,6%, -31,1%) görülmüş olup, <b>bu azalışların istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Buradan birleşme sonrası 3 yıllık dönemde, birleşme öncesine göre likidite oranı açısından birleşen şirketlerin rakiplerine göre daha olumlu bir performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmaktadır.</b></p> <p><b>DEĞERLENDİRME: Nakit yaratma gücü açısından birleşmenin olumsuz etki yarattığı, özellikle faaliyet nakit akışını olumsuz etkilediği ve bu sonucun istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenebilir.</b></p>	

Performans Göstergesi	Test Edilen Hipotez	Analiz Bulgusu	Hipotez Kabul/Ret
FİNANSAL YAPI	FYO1post>FYO1pre	<p><b><i>Tablo 19'a göre;</i></b> FYO1 (özkaynak/toplam pasif) oranının medyanının birleşme öncesinde 0,48'den birleşme sonrasında 0,56'ya yükseldiği, bu değişimin %8'lik bir artışa tekabül ettiği görülmektedir. Binom testine göre ise, birleşen şirketlerin % 50'sinin tüm birleşmelerin %50'si FYO1post&gt;FYO1pre koşulunu sağladığı görülmüştür. <b>Buradan birleşme sonrasında toplam pasif içindeki özkaynak tutarının arttığı anlaşılmakla birlikte, her iki testin sonucu da istatistiksel olarak anlamlı değildir (p&lt;0.05).</b></p>	
	FYO2post<FYO2pre	<p>Borç/özkaynak dengesini gösteren FYO2 oranının ise, medyanının birleşme öncesine göre birleşme sonrasında (1,09'dan 0,81'e düştüğü) azaldığı, bu azalmanın medyanda %0,29 değişime tekabül ettiği görülmektedir. Binom testi sonuçlarına göre ise, birleşen şirketlerden %42'sinin de FYO2post&lt;FYO2pre koşulunu sağladığı görülmektedir. Ancak her iki testin sonucu da istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. <b>Buradan, istatistiksel olarak anlamlılık saptanamasa da, birleşmenin borç/özkaynak dengesini birleşen şirketlerin %42'si için olumlu etkilediği söylenebilecektir.</b></p> <p><b><i>Tablo 18'e göre,</i></b> birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1., 2. ve 3. yıllardaki ortalama ve medyan değerlerindeki değişim incelendiğinde;</p> <p>a) Özsermaye/pasif toplamı (FYO1) oranının medyan değer açısından, birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1. ve 2. yılda %15.61 ve %3,29 arttığını, 3. yılda ise %2,10 azaldığını göstermektedir. Aynı dönemde rakip firmaların FYO1 oranının medyan değerinde ise sürekli bir kötüleşme olduğu (yani düştüğü, sırasıyla %13.8, %9.0 ve %20.6) görülmüştür. <b>Buradan birleşen şirketlerin ilk iki yılda finansal sinerji yaratırken, rakip firmaların birleşme sonrası her üç dönem için finansal sinerji yaratamadıkları anlaşılmaktadır.</b> Ayrıca, birleşen şirketler için birleşme öncesine göre, birleşme sonrası 1.yıl, 2.yıl ve 3.yıl FYO1 değerinde meydana gelen değişim istatistiksel olarak anlamlı değilken (p&gt;0,05), kontrol grubu şirketlerin FYO1 oranında 1. ve 3. yıllarda meydana gelen bu düşüş istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur (p&lt;0,05).</p> <p>b) Borç/özkaynak (FYO2) dengesinin birleşme sonrası medyan değerleri birleşen şirketler ile rakip firmaları için incelendiğinde, <b>birleşenlerde</b> azalan bir seyir izlediği (özellikle ilk 2 yıl için medyandaki % değişimler sırasıyla -26,83, -6,80), yani <b>borç-özkaynak dengesinin iyileştiği, buna karşın rakip firmalarda artan bir seyir izlediği yani borç-özkaynak dengesinin borçlanmanın artması (medyandaki % değişimler sırasıyla 47.1, 29.1 ve 73.1), yönünde bozulduğu görülmektedir.</b> Rakip firmalardaki bu olumsuz etki özellikle 3. yıl için çok çarpıcı bir seviyeye gelmiştir (%73.1 artış) ve bu artış istatistiksel olarak anlamlıdır (p&lt;0.05).</p> <p><b>DEĞERLENDİRME: Mali yapı açısından birleşmenin, hem borç/özkaynak dengesini hem de özkaynak/toplam pasif oranını olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır.</b></p>	Ret Ret

Performans Göstergesi	Test Edilen Hipotez	Analiz Bulgusu	Hipotez Kabul/Ret
BÜYÜME		<p><b><i>Tablo 19'a göre;</i></b> tüm birleşmelerin %39'u SBO post&gt; SBO pre, %35'i ABO post&gt; ABO pre koşulunu sağladığı binom testinden anlaşılmaktadır. birleşme öncesinde ortalama %32 olan büyüme hızı birleşme sonrasında %18'e düşmüş olup, SBO post&gt; SBO pre hipotezi reddedilmiştir. Aktif büyüme hızı ise birleşme öncesinde ortalama %18 iken birleşme sonrasında %12'ye düşmüş olup, ABO post&gt; ABO pre hipotezi reddedilmiştir. <b>Buradan, birleşmenin satışların ve aktiflerin büyüme hızını artırmadığı söylenebilecektir. Ancak binom testi sonuçları ortalama ve medyan karşılaştırması sonuçları gibi istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur (p&gt;0,05).</b></p>	
	SBO post> SBO pre	<p><b><i>Tablo 18'e göre,</i></b> birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1., 2. ve 3. yıllardaki ortalama ve medyan değerlerindeki değişim incelendiğinde;</p> <p>a) Birleşen şirketler için birleşme öncesi satış büyüme hızı medyan değerine göre, birleşme sonrası ilk iki yıl azalırken üçüncü yıl artmıştır (medyan değişimi % olarak sırasıyla -33.78, -47.79 ve +115,48 artış göstermiştir). Aynı dönemde, rakip firmalar her üç yıl içinde azalış (medyan değişimi % olarak sırasıyla -17, -68,8 ve -42,3 azalma) göstermiştir. <b>Buradan satışların büyüme trendinin birleşme sonrasında her iki grup içinde azalma yönünde olduğu ve birleşmenin satışların büyümesini artırmadığı söylenebilecektir</b> (sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir, p&gt;0,05).</p>	Ret
	ABO post> ABO pre	<p>b) Aktiflerin büyüme hızının birleşme sonrası medyan değerleri birleşen şirketler ile rakip firmaları için incelendiğinde, birleşenlerde ilk yıl azalan sonraki iki yıl artan bir seyir izlediği (özellikle ilk yıl için medyandaki % değişim -58.20 iken sonraki iki yıl 58,22 ve 38.92 artış yönündedir), buna karşın rakip firmalarda ilk iki yıl artan (medyanın % değişimi 5,4 ve 21,0) sonraki yıl azalan (medyanın % değişimi -35,5) bir seyir izlediği görülmektedir. <b>Aktif büyüme hızının gerek birleşen şirketlerde ve gerekse rakip firmalarda böyle dalgalı gitmesinin nedeninin genel ekonomik koşullardan kaynaklanmış olabileceği düşünülmekte olup, birleşmenin aktif büyüme hızında kontrol grubu şirketlerden farklı olarak olumlu bir etki yaratmadığı görülmektedir</b> (sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir, p&gt;0,05).</p>	Ret
		<p><b><i>DEĞERLENDİRME:</i></b> Büyüme oranları açısından birleşmenin, satışların ve aktiflerin büyümesinde olumlu etkisinin bulunmadığı söylenebilecektir.</p>	

Performans Göstergesi	Test Edilen Hipotez	Analiz Bulgusu	Hipotez Kabul/Ret
ETKİNLİK		<p><b>Tablo 19'a göre; EO1'in</b> birleşme öncesinde 16,64 kat olan medyan değerinin birleşme sonrasında 17.15 kata çıktığı (%0,51 artmış) görülmektedir. Örneği oluşturan birleşmelerin %62'sinin EO1post&gt; EO1pre koşulunu sağladığı görülmekte olup, <b>EO1'in birleşme sonrasında artış göstermesi (düşük de olsa) devralan şirketlerin satışlarındaki büyüme hızının yönetim giderlerindeki büyüme hızından daha yüksek olduğunu, dolayısıyla birleşme sonrası yönetsel etkinliğin sağlandığını göstermektedir</b> (bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir, p&gt;0,05).</p> <p>Varlık devir hızı olarak adlandırılan <b>EO2</b> oranının birleşme öncesinde 0,85 kat olan medyan değerinin, birleşme sonrasında 0,91 kata çıktığı (%0,06 artmış) görülmektedir. Örneği oluşturan birleşmelerin %58'inin EO2post&gt; EO2pre koşulunu sağladığı görülmekte olup, <b>EO2'inin birleşme sonrasında artış göstermesi (düşük de olsa) devralan şirketlerin sahip olduğu tüm varlıkların verimliliğinin arttığını yani birleşmenin devralan şirketlerin faaliyetlerinde etkinliğin arttığını göstermektedir</b> (bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir, p&gt;0,05).</p> <p>Personel başına satış tutarını gösteren EO3 oranının, birleşme öncesinde 364.323 TL olan medyan değerinin, birleşme sonrasında 376.470 TL'ye çıktığı görülmektedir. Örneği oluşturan birleşmelerin %62'sinin EO3post&gt; EO3pre koşulunu sağladığı görülmekte olup, <b>EO3'ün birleşme sonrasında artış göstermesi (çok düşük de olsa) birleşmeden sonra çalışanların etkinliğinin arttığını göstermektedir</b> (bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir, p&gt;0,05).</p>	
	EO1post> EO1pre		Ret
	EO2post> EO2pre	<p><b>Tablo 18'e göre,</b> birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1., 2. ve 3. yıllardaki ortalama ve medyan değerlerindeki değişim incelendiğinde;</p> <p>a) EO1'in medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin, her iki grupta da birleşmeyi takip eden ilk yıl azalma, sonraki yıllarda artma şeklinde seyrettiği, buradan <b>birleşmenin EO1 oranı açısından rakiplere göre fark yaratmadığı,</b></p> <p>b) EO2 oranının medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin, birleşenlerde ilk yıl azaldığı sonraki iki yılda arttığı, rakip firmalarda ise tam tersi ilk yıl artma sonraki yıllar azalma şeklinde gerçekleştiği, buradan <b>birleşme ile varlıkların etkinliğinin hafif de olsa arttığı,</b></p> <p>c) EO3 oranının medyan değerlerindeki yüzdesel değişimin, birleşen şirketler için artma-azalma-artma şeklinde dalgalı bir seyir izlerken, rakip firmalarda sürekli bir artış trendinde olduğu görülmekte olup, <b>rakip firmalarla kıyaslandığında birleşmenin çalışanların etkinliğini artırmadığı,</b></p> <p><b>sonucuna ulaşılmaktadır</b> (sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir, p&gt;0,05).</p>	Ret
	EO3post> EO3pre		Ret
		<p><b>DEĞERLENDİRME: Etkinlik oranları açısından birleşmenin, varlıkların etkinliğini hafif de olsa arttığı ancak satışlar/GYO oranı ve çalışanların etkinlik oranı üzerinde olumlu etkisinin bulunmadığı söylenebilecektir.</b></p>	

### **3.8.2. Birleşme Karakteristiğinin Performansa Etkisi Üzerindeki Ölçüm Bulguları**

Bu bölümde öncelikli olarak birleşme performansı üzerine etki etmesi beklenen karakteristik özelliklerin dağılımları örneği oluşturan 26 birleşme için ortaya konulacak, sonra sırasıyla bu özelliklere göre performans ölçütü olarak kullanılan 12 finansal oranın birleşme öncesi ve birleşme sonrası ne şekilde etkilendiğine ilişkin test sonuçları verilecektir.

#### **3.8.2.1. Araştırma Kapsamındaki Birleşmelerin Karakteristik Özellikleri**

Şirket birleşmelerinde birleşme işleminin karakteristik özelliklerinin performans üzerindeki etkisini araştıran pek çok çalışma bulunmaktadır. Birleşme işlemlerinin karakteristik özellikleri olarak; işlemin şekli (satınalma, devralma veya düşmanca ele geçirme), ödeme türü (nakit veya hisse senedi), hedef şirket ile devralan şirketin görece büyüklükleri, birleşmenin gerçekleştiği sektör (çalışmalarda genellikle devrolan şirketin sektörü dikkate alınmıştır) hedef şirket ile devralan şirketin sektörel ilişkisi yani birleşme işleminin yönü (yatay, dikey ve karma), satınalma/devralama niyetinde olan şirket sayısı veya hedef şirketin niteliği (halka açık veya kamu/özel teşebbüs ya da grup şirketi olup olmaması) sayılabilir (Tuch ve O'Sullivan, 2007:152).

Bu araştırmada da yurtdışı uygulamalarda olduğu gibi yukarıda sayılan karakteristik özellikler açısından birleşme performansının etkilenip etkilenmediği analiz edilmektedir.

Uluslararası literatürde yapılan çalışmalarda, birleşmelerin şekli (satınalma, devralma veya düşmanca ele geçirme), ödeme türü (nakit veya hisse senedi) ve satınalma/devralama niyetinde olan şirket sayısı açılarından inceleme yapılmakla birlikte, ülkemiz açısından bu kriterlerin etkisini incelemek pek mümkün değildir. Çünkü, ülkemizde 2004-2008 yılları arasındaki birleşmelerin tamamı vergi doğmaması için hedef şirketin tüm aktif ve pasifinin kül halinde devralınması yoluyla gerçekleştirilen birleşmelerdir. Dolayısıyla inceleme döneminde satın alma şeklinde birleşme bulunmamaktadır. Bu nedenle ödeme türü bakımından, satın alma şeklinde birleşme olmadığı için inceleme döneminde gerçekleşen birleşmelerde nakit ödeme şekli de bulunmamaktadır. Örnek kapsamındaki tüm birleşmelerde görülen ödeme şekli, devralan

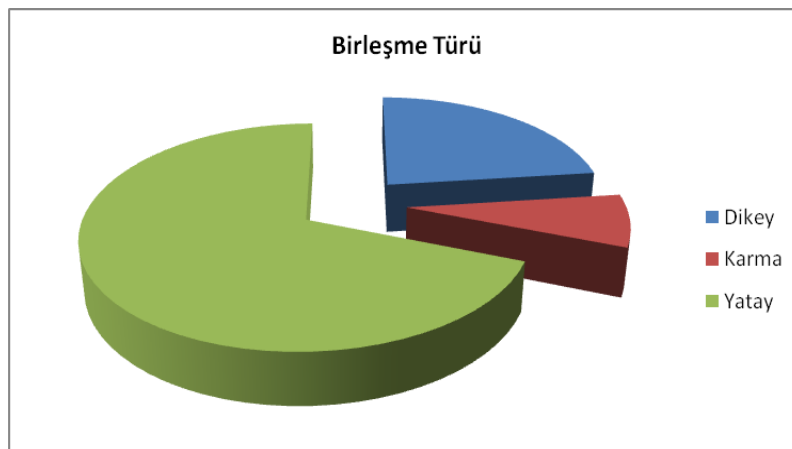
ortaklığın sermaye artırımı yoluyla ihraç ettiği hisselerin hedef şirket ortaklarına verilmesi yoluyla olmuştur. Aynı sebeple, ülkemizdeki birleşmelerde satınalma/devralama niyetinde olan şirket sayısı açısından inceleme yapmak mümkün değildir. Çünkü satın alma teklifi açıklayan şirket bulunmamaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmada faaliyet gösterilen sektör, birleşme türü (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görelî büyüklüğü ve hedef şirketin niteliği (halka açık/halka kapalı) gibi özelliklerin birleşme performansına etkisi analiz edilmiştir.

Örneği oluşturan birleşme işlemlerinde devralan ve devrolan şirketlerin İMKB'nin web sayfasında yayımlanan sektör kodları ile birleşmeye taraf şirketlerden halka kapalı olanlar için yerel ve ulusal çapta yayım yapan gazetelerde ilan edilen "birleşme duyuru metinleri"nde açıklanan faaliyet konularına bakılarak sektörler tespit edilmiştir. Ayrıca bu incelemeye bağlı olarak birleşmelerin yatay, dikey veya karma yapıda olup olmadıkları incelenmiştir. Bu kapsamda, incelemeye alınan birleşmelerin sektörlerine ve türlerine göre dağılımına aşağıda yer verilmiştir:

**Tablo 21: Birleşme Türüne Göre Örneğin Dağılımı**

Birleşme Türü	Şirket Sayısı	(%)
Dikey	6	23
Karma	2	8
Yatay	18	69
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>

**Şekil 19: Birleşme Türüne Göre Örneğin Dağılımı**



Karma birleşmeler çok az sayıda olduğundan analizde birleşme türü yatay ve yatay olmayan (dikey ve karma) şeklinde gruplandırılmıştır. Buna göre analizde kullanılan birleşme türüne göre dağılım aşağıda verilmiştir:

**Tablo 22: Analizde Kullanılan Birleşme Türü Gruplandırması**

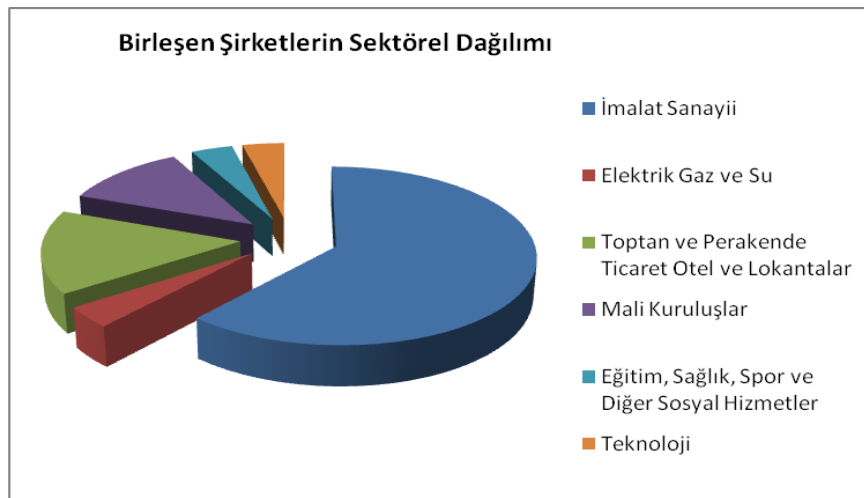
Birleşme Türü	Şirket Sayısı	(%)
Yatay Olmayan	8	31
Yatay	18	69
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>

Sektörel dağılımda ise, İMKB'nin sektör kodlarından ana grupları temsil eden ilk altı basamağı aynı olan sektör kodları esas alınmıştır. Bu bağlamda, örneği oluşturan birleşmelerde devralan şirketlerin sektör kodlarının dağılımı aşağıda verilmiştir:

**Tablo 23: 2004-2008 Yılları Arasındaki Birleşmelerin Sektörler İtibariyle Dağılımı**

İMKB Sektör Kodu	Sektörler	Şirket Sayısı	(%)
003000.	İmalat Sanayii	16	62
004000.	Elektrik Gaz ve Su	1	4
006000.	Toptan ve Perakende Ticaret Otel ve Lokantalar	4	15
008000.	Mali Kuruluşlar	3	12
009000.	Eğitim, Sağlık, Spor ve Diğer Sosyal Hizmetler	1	4
011000.	Teknoloji	1	4
	<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>

**Şekil 20: 2004-2008 Yılları Arasındaki Birleşmelerin Sektörler İtibariyle Dağılımı**



Analizde imalat sektörü, örneğin büyük bir kısmını oluşturduğu, diğer sektörlerin ise oransal olarak analize imkan verecek büyüklükte olmamaları nedeniyle, sektörel



etkinin incelenmesi imalat sanayiinde faaliyet gösteren firmalar ile diğer sektörlerin karşılaştırılması olarak iki grupta incelenmiştir. Bu bağlamda, analizde ele alınan sektörel dağılım aşağıda verilmiştir:

**Tablo 24: Analizde Kullanılan Sektörel Dağılım**

Sektör	Şirket sayısı	%
İmalat Sanayii	16	62
Diğer	10	38
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>

Ayrıca, inceleme kapsamındaki birleşmelerin göreceli büyüklükleri de incelenmiştir. Bu kapsamda, birleşmeye esas alınan finansal tablolarındaki aktif büyüklüklerine göre (devrolan aktif toplamı / devralan aktif toplamı) olarak tanımlanan göreceli büyüklük oranları hesaplanmıştır. Bu açıdan araştırma kapsamındaki birleşmeler 2 gruba ayrılmıştır:

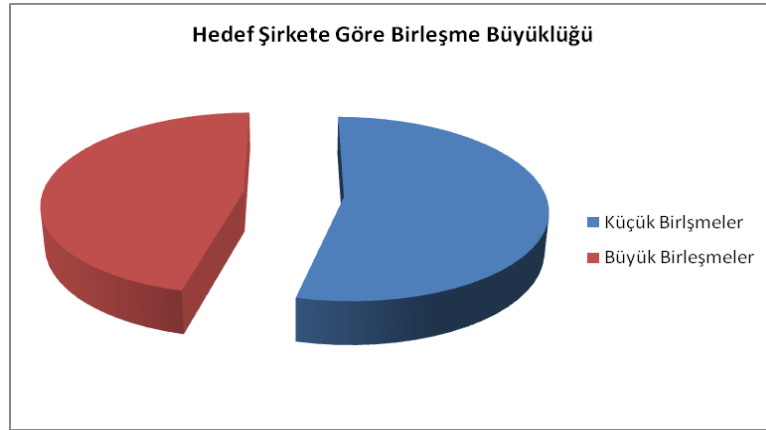
1. %0,01 - %31 aralığında olanlar küçük,
2. %32 - %99 aralığında olanlar büyük

birleşmeler olarak sınıflandırılmıştır. Aşağıdaki tabloda göreceli büyüklük açısından, yani devrolan ortaklığın devralana göre büyük olup olmamasına göre örneği oluşturan birleşmelerin dağılımı verilmiştir:

**Tablo 25: Birleşme Büyüklüğüne Göre Örnek Dağılımı**

Hedef Şirkete Göre Birleşme Büyüklüğü	Şirket Sayısı	(%)
Küçük Birleşmeler	14	54
Büyük Birleşmeler	12	46
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>

**Şekil 21: Birleşme Büyüklüğüne Göre Örnek Dağılımı**



Son olarak, örnek kapsamındaki birleşmeler hedef şirketin niteliği (halka açık/halka kapalı olup olmaması) açısından incelenmiş olup, aşağıdaki tabloda dağılımı verilmiştir:

**Tablo 26: Hedef Şirketin Halka Açık Olup Olmaması**

Hedef Şirketin Niteliği	
Borsa Şirketi	6
Halka Kapalı	20
<b>Toplam</b>	<b>26</b>

**Şekil 22: Hedef Şirketin Halka Açık Olup Olmaması**



### 3.8.2.2. Birleşme Karakteristiğinin Performansa Etkisine İlişkin Bulgular

Araştırmanın bundan sonraki bölümünde; birleşmelerin karakteristik özelliklerinin birleşme göstergeleri üzerinde olumlu etki yaratıp yaratmadığı incelenmiştir. Bunun için

karakteristik özellik bazında birleşen şirketlerde tüm örneklem için, performans göstergelerinin tümü, birleşme öncesi ile birleşme sonrası ortalama ve medyan değerleri incelenmiştir. Medyan değerlerinin farkının incelenmesi için Wilcoxon testi uygulanmıştır. Buradan bulunan z istatistiği ile birleşme sonrası performans göstergelerinin, birleşme öncesine göre artış gösterip göstermediğine bakılmıştır.

Bu incelemenin yanısıra, test edilen hipotezde (yani birleşme sonrası oranların birleşme öncesine göre artış göstermesi) tahmin edilen şekilde sonuç veren firmaların yüzdesi hesaplanarak, artış gösteren firma oranının %50'ye eşit olup olmadığı Binom testi ile test edilmiştir. %50'ye eşit olan performans göstergelerinin artış yada azalma göstermediği, bu test ile de teyit edilmiştir. %50'ye eşit olmayan performans göstergelerinin artış yada azalması incelenerek yorumlanmıştır. Aşağıda her bir karakteristik açıdan performans göstergelerinin birleşme öncesi ve sonrasına göre değişimi incelenmiştir:

Bu kapsamda, örnekleme oluşturan birleşmelerin karakteristik özellikler bazında analize tabi tutulacak gruplaması aşağıda özetlenmiştir:

**Şekil 23: Analizde Kullanılan Birleşmelerin Karakteristik Özellikleri Bakımından Dağılımı**

<b>Birleşme Türü</b>	<b>Şirket Sayısı</b>	<b>(%)</b>
Yatay Olmayan	8	31
Yatay	18	69
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>
<b>Sektör</b>	<b>Şirket sayısı</b>	<b>(%)</b>
İmalat Sanayii	16	62
Diğer	10	38
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>
<b>Birleşme Büyüklüğü</b>	<b>Şirket Sayısı</b>	<b>(%)</b>
Küçük Birleşmeler	14	54
Büyük Birleşmeler	12	46
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>
<b>Hedef Şirketin Niteliği</b>	<b>Şirket Sayısı</b>	<b>(%)</b>
Borsa Şirketi	6	23
Halka Kapalı	20	77
<b>Toplam</b>	<b>26</b>	<b>100</b>

### a) Birleşme Türünün Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi:

Analizde performans göstergelerinin tümüne birleşme türü yatay (18 birleşme) ve yatay olmayanlar (dikey ve karmalar, 8 birleşme) için bakılmıştır. Tablo 25’de test sonuçları verilmiştir.

Buna göre, *yatay birleşme gerçekleştiren firmaların*, göre aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve brüt kar marjı oranlarının medyan değerinin birleşme öncesine göre sırasıyla 0.03, -0.06 ve -0.06 değişim gösterdiği, aynı oranların yatay olmayan grup için 0.06, 0.15 ve -0.01 değişim gösterdiği görülmektedir. Karlılık oranları açısından birleşme sonrasında bu oranlardaki değişimin artmasının birleşmenin karlılık performansını artırdığı şeklinde yorumlanacağı dikkate alındığında, **yatay olmayan birleşmelerdeki değişimin aktif ve özsermaye karlılığı açısından daha başarılı olduğu, kar marjı açısından ise her iki grubunda değişiminin azalma yönünde gerçekleşmesi sebebiyle fark yaratmadığı sonucuna ulaşılmaktadır** (sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir,  $p>0,05$ ).

Nakit yaratma gücü açısından yatay ve yatay olmayan birleşmeler faaliyet nakit akışı oranının (OCF) ortalaması bakımından benzer yönde değişim göstermiştir. Birleşme öncesine göre birleşme sonrasında yataylarda %14’lük düşme (oransal olarak 18 birleşmenin %5.6’sı), yatay olmayanlarda ise %18’lik düşme (oransal olarak 8 birleşmenin %25’i) görülmüş olup, **yatay birleşmedeki düşüş istatistiksel olarak ileri düzeyde anlamlıdır ( $p<0,001$ )**. Buradan, **her iki grubun da birleşme sonrası faaliyet nakit akışı oranında ortalama ve medyan değerleri bakımından düşme yaşanması nedeniyle, birleşmenin yatay olup olmamasının faaliyet nakit akışları üzerinde fark yaratacak bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır**. Diğer taraftan, yatay ve yatay olmayan şirketler bakımından likidite oranındaki değişim önemli bir fark yaratmamakta olup, sözkonusu değişimlerin istatistiksel olarak anlamlılığı bulunmamaktadır ( $p>0,05$ ).

Finansal yapı oranları açısından ise yatay ve yatay olmayanlar karşılaştırıldığında, birleşme sonrasına göre FYO1 oranının medyan değerinde yataylar artış göstererek olumlu performans sergilerken, borç/özkaynak (FYO2) oranı açısından her iki grubunda medyan değerlerinin birleşme sonrasında artış göstererek olumsuz performans sergiledikleri görülmüştür. Bu durum finansal yapının yatay birleşmelerde özkaynak/toplam pasif oranı açısından olumlu gittiğini fakat borç/özkaynak dengesinin bozulduğunu göstermektedir

**Tablo 27. Birleşme Türünün Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi**

Değişkenler	Test Edilen Hipotez	N	Birleşme öncesi			Birleşme sonrası			Ortalama değişimi	Medyan değişimi	z istatistik (b)	%	p değeri (a)	Kabul /red	
			Ortalama	Std. Sap.	Medyan	Ortalama	Std. Sap.	Medyan							
Yatay	ROA	ROApost>ROApre	18	0,04	0,03	0,05	0,06	0,06	0,09	0,02	0,03	-0,81	61,1%	0,481	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	18	0,11	0,08	0,18	0,10	0,12	0,12	0,00	-0,06	-0,22	44,4%	0,815	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	18	0,24	0,23	0,18	0,24	0,21	0,12	0,00	-0,06	-0,85	72,2%	0,096	Ret
	<b>OCF</b>	<b>OCFpost&gt;OCFpre</b>	<b>18</b>	<b>0,25</b>	<b>0,21</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,04</b>	<b>-3,38*</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,000***</b>	<b>Kabul<sup>(d)</sup></b>
	LO	LOpost>LOpre	18	1,59	1,46	0,98	1,58	1,33	0,93	0,00	-0,04	-0,24	50,0%	0,999	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	18	0,54	0,47	0,17	0,55	0,55	0,19	0,01	0,03	-0,28	50,0%	0,999	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	18	1,16	1,09	0,90	1,23	0,83	1,18	0,06	0,28	-0,37	44,4%	0,815	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	18	0,38	0,18	0,74	0,12	0,11	0,16	-0,26	-0,59	-1,37	44,4%	0,815	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	18	0,18	0,13	0,21	0,12	0,10	0,10	-0,06	-0,11	-1,29	38,9%	0,481	Ret
	EO1	EO1post> EO1pre	18	15,48	15,33	8,25	16,60	18,82	7,77	1,13	-0,48	-0,85	55,6%	0,815	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	18	0,87	0,69	0,58	0,91	0,91	0,48	0,04	-0,10	-1,02	66,7%	0,238	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	18	353.358	282.272	337.746	396.829	301.412	322.939	43.470	-14.807	-1,50	61,1%	0,481	Ret	
Yatay olmayan	ROA	ROApost>ROApre	8	0,10	0,09	0,07	0,11	0,10	0,13	0,01	0,06	-0,56	50,0%	0,999	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	8	0,20	0,17	0,17	0,14	0,14	0,32	-0,06	0,15	-0,84	37,5%	0,727	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	8	0,26	0,27	0,12	0,25	0,22	0,11	-0,01	-0,01	-0,56	50,0%	0,999	Ret
	OCF	OCFpost>OCFpre	8	0,28	0,20	0,26	0,09	0,11	0,05	-0,18	-0,21	-1,54	25,0%	0,289	Ret
	LO	LOpost>LOpre	8	3,07	2,71	2,36	2,54	2,11	1,68	-0,53	-0,69	-1,54	12,5%	0,070	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	8	0,53	0,50	0,21	0,54	0,57	0,22	0,01	0,00	-0,42	50,0%	0,999	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	8	1,37	1,14	1,06	1,42	0,78	1,78	0,04	0,72	-0,70	37,5%	0,727	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	8	0,17	0,20	0,34	0,13	0,10	0,08	-0,04	-0,26	-0,70	25,0%	0,289	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	8	0,19	0,15	0,48	0,11	0,09	0,16	-0,07	-0,33	-0,84	25,0%	0,289	Ret
	EO1	EO1post> EO1pre	8	18,85	19,35	10,14	19,16	14,09	10,77	0,30	0,63	-0,84	75,0%	0,289	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	8	1,29	1,32	0,69	0,92	0,92	0,38	-0,37	-0,31	-1,40	37,5%	0,727	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	8	388.992	346.702	274.313	330.664	268.050	206.079	-58.328	-68.233	-0,28	62,5%	0,727	Ret	

\*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$  düzeyde anlamlıdır, (a) Yüzdesele dağılım için p değeri Binomial Proportion testinden hesaplanmıştır, (b) Medyan farkları için z istatistiği parametrik olmayan Wilcoxon testinden hesaplanmıştır, (c) Test edilen hipotezde beklenen şekilde sonuç veren firmaların yüzdesini ifade etmektedir, (d) Hipotez kabul edildi ama beklenen yönde değil.

(bulunan değişimlerin istatistiksel anlamlılıkları saptanamamıştır). Buradan, **yatay birleşmelerin finansal sinerji yaratabilme açısından (öz kaynak/toplam pasif oranı bakımından) daha başarılı oldukları söylenebilecektir** (sonuçların istatistiksel olarak anlamlılığı bulunmamaktadır,  $p>0,05$ ).

Büyüme açısından bakıldığında, satışların ve aktiflerin büyümesinin her iki grup için ortalama ve medyan değerleri bakımından düşüş gösterdiği, yani **birleşme sonrasında şirketlerin büyüme hızlarının teorisine aksine düştüğü ve bu durumun yatay ve yatay olmayanlar açısından farklı olmadığı görülmüştür** (bulunan sonuçlar istatistiksel öneme sahip değildir  $p<0,05$ ).

Etkinlik oranları açısından ise, satışlar/GYG oranının ortalama değer açısından birleşme sonrasındaki artışının yatay olanlarda daha çok arttığı (yatayda birleşme sonrasına göre 1.30, yatay olmayanlarda ise 0.3) görülmekte olup, buradan **yatay birleşmelerin yönetsel etkinlik açısından daha olumlu etkilendiği söylenebilecektir**. Varlık devir hızının ise ortalama değerler açısından yataylarda artış gösterdiği yatay olmayanlarda ise düştüğü (0,04 ve -0,37) görülmektedir. Her ne kadar değişimler çok düşük seviyede olsa da, değişimlerin yönü bize **yatay birleşmelerde şirketlerin varlıklarını satış yaratmada yatay olmayanlara göre daha etkin kullanabildiğini göstermektedir** (bulunan farklılıklar istatistiksel olarak anlamlı değildir,  $p>0,05$ ). Son olarak, her bir çalışanın yarattığı satış tutarları açısından yatay birleşmeler ortalama değer açısından 43.470 TL artış gösterirken, yatay olmayanlarda ise bu tutar -58.328 TL azalış göstermiş olup, **çalışan verimliliği açısından yatay birleşmelerin başarılı olduğu söylenebilecektir** (bulunan farklılıklar istatistiksel olarak anlamlı değildir,  $p>0,05$ ).

#### **b) Birleşme Büyüklüğünün Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi:**

Analizde performans göstergelerinin tümüne büyük ve küçük birleşmeler için bakılmıştır. Örneklem devrolan şirketin devralanın aktifine oranı açısından %1 - %32 arasında ise küçük birleşme olarak (ki bunların sayısı 14'dür), %32'den büyük orana sahip birleşmeler ise büyük birleşme olarak sınıflandırılmıştır (büyüklerin sayısı 12'dir).

Tablo 26’da test sonuçları verilmiştir. Buna göre, büyük bir şirketi devralan firmaların aktif karlılığının medyan değerinin birleşme sonrasında 0,07 artış gösterdiği küçük birleşmelerde ise bu artışın 0,01 olduğu dolayısıyla her iki grup için  $ROA_{post} > ROA_{pre}$  koşulunun düşük bir seviyede de olsa karşılandığı, ancak büyük birleşmelerdeki farkın daha belirgin olduğu görülmektedir. Özsermaye karlılığının medyan değerlerinin ise, büyüklerde 0,08 arttığı küçüklerde ise -0,06 azaldığı saptanmıştır. Bu durum bize, büyük birleşmelerdeki birleşme sonrası özsermaye karlılığının olumlu etkilendiğini, düşük bir seviyede de olsa  $ROE_{post} > ROE_{pre}$  koşulunun sağlandığını göstermektedir. Karlılık marjı açısından ise her iki grubun da medyan değerleri birleşme sonrasında düşme göstermiştir. **Sonuç olarak, hedef şirketin büyüklüğünün birleşmelerin karlılık performansına aktif ve özsermaye karlılığı açısından fark yarattığı, bu farkın büyük şirketler lehine olduğu görülmüştür** (ancak bulunan sonuç istatistiksel öneme sahip değildir,  $p < 0.05$ ).

Birleşme büyüklüğünün nakit yaratma gücü üzerindeki etkisine bakıldığında ise, faaliyet nakit akışı oranının (OCF) ve likidite oranının (LO) her iki grup birleşmede de birleşme sonrası ortalama ve medyan değerlerinde düşme olduğu görülmüştür. Büyüklerde ortalama ve medyan değişimi OCF için -0,13 ve -0,04 iken küçüklerde aynı değerler -0,18 ve -0,13 olmuştur. LO’da ise ortalama ve medyan değişimleri büyüklerde -0,33 ve -0,43 iken küçüklerde -0,02 ve 0,50 olmuştur. Faaliyet nakit akışı oranlarında her iki grup için gerçekleşen düşmeler istatistiksel olarak anlamlılığa sahiptir ( $p < 0,01$ ). **Buradan, birleşmelerin büyük ya da küçük olmasının faaliyet nakit akışları ve likidite oranı açısından herhangi bir fark yaratmadığı ve bu sonucun faaliyet nakit akış oranı için istatistiksel anlamlılığa sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.**

Finansal yapı oranları açısından ise, özsermaye/(toplam borçlar+özsermaye) (FYO1) oranının ortalaması birleşme sonrasında büyüklerde değişim göstermezken küçüklerde 0.03 artmıştır. Bu durum, küçük birleşmelerin FYO1 oranı açısından çok az bir farkla olumlu yönde etkilendiğini göstermektedir. Diğer taraftan, borç-öz kaynak dengesini gösteren (toplam borçlar/özsermaye) oranı açısından her iki grubun da olumsuz etkilendiği görülmektedir (birleşme sonrasına göre medyan değerindeki değişim büyüklerde 0,32

**Tablo 28: Birleşme Büyüklüğünün Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi**

Değişkenler	Test Edilen Hipotez	N	Birleşme öncesi			Birleşme sonrası			Ortalama değişimi	Medyan değişimi	Medyan farkları için z istatistik (b)	%	p değeri (a)	Kabul /ret	
			Ortalama	Std. Sap.	Medyan	Ortalama	Std. Sap.	Medyan							
Büyük	ROA	ROApost>ROApre	12	0,05	0,04	0,06	0,06	0,05	0,13	0,01	0,07	-0,47	50,0%	0,999	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	12	0,16	0,11	0,19	0,09	0,12	0,27	-0,06	0,08	-0,55	33,3%	0,388	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	12	0,25	0,20	0,21	0,24	0,19	0,15	0,00	-0,07	-0,39	66,7%	0,388	Ret
	<b>OCF</b>	<b>OCFpost&gt;OCFpre</b>	<b>12</b>	<b>0,19</b>	<b>0,19</b>	<b>0,09</b>	<b>0,07</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,04</b>	<b>-2,67*</b>	<b>8,3%</b>	<b>0,006</b>	<b>Kabul (d)</b>
	LO	LOpost>LOpre	12	1,77	1,73	0,91	1,44	1,49	0,48	-0,33	-0,43	-1,33	25,0%	0,146	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	12	0,52	0,48	0,19	0,52	0,52	0,19	0,00	0,00	-0,16	41,7%	0,774	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	12	1,48	1,23	1,16	1,45	0,98	1,49	-0,03	0,32	-0,86	41,7%	0,774	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	12	0,43	0,14	0,91	0,11	0,12	0,18	-0,32	-0,73	-0,86	50,0%	0,999	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	12	0,22	0,11	0,29	0,11	0,12	0,12	-0,11	-0,17	-0,71	50,0%	0,999	Ret
	EO1	EO1post> EO1pre	12	14,04	13,83	9,13	16,46	17,03	10,35	2,42	1,22	-1,57	75,0%	0,146	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	12	0,80	0,63	0,58	0,81	0,91	0,42	0,01	-0,15	-0,63	75,0%	0,146	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	12	293518	251573	227978	340648	280254	229548	47.129	1570	-1,26	58,3%	0,774	Ret	
Küçük	ROA	ROApost>ROApre	14	0,07	0,06	0,07	0,09	0,08	0,08	0,02	0,01	-0,72	64,3%	0,424	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	14	0,12	0,11	0,17	0,13	0,12	0,11	0,01	-0,06	-0,03	50,0%	0,999	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	14	0,25	0,26	0,11	0,25	0,25	0,08	0,00	-0,03	-0,35	64,3%	0,424	Ret
	<b>OCF</b>	<b>OCFpost&gt;OCFpre</b>	<b>14</b>	<b>0,32</b>	<b>0,22</b>	<b>0,20</b>	<b>0,14</b>	<b>0,13</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,13</b>	<b>-2,48*</b>	<b>14,3%</b>	<b>0,013</b>	<b>Kabul (d)</b>
	LO	LOpost>LOpre	14	2,28	1,77	2,09	2,26	1,52	1,59	-0,02	-0,50	-0,03	50,0%	0,999	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	14	0,55	0,50	0,17	0,58	0,58	0,20	0,03	0,03	-0,85	57,1%	0,791	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	14	1,01	0,97	0,66	1,14	0,72	1,28	0,13	0,62	-0,22	42,9%	0,791	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	14	0,22	0,22	0,30	0,14	0,11	0,09	-0,09	-0,21	-1,22	28,6%	0,180	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	14	0,15	0,15	0,33	0,13	0,10	0,11	-0,03	-0,21	-1,54	21,4%	0,057	Ret
	EO1	EO1post> EO1pre	14	18,63	18,56	8,26	18,18	18,33	7,22	-0,45	-1,04	-0,47	50,0%	0,999	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	14	1,17	1,00	0,65	1,00	0,88	0,46	-0,17	-0,18	-1,10	42,9%	0,791	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	14	425012	282272	371023	407175	305664	338.121	-17.837	-32.902	-0,72	64,3%	0,424	Ret	

\*  $p<0,05$ , \*\*  $p<0,01$ , \*\*\*  $p<0,001$  düzeyde anlamlıdır, (a) Yüzdesele dağılım için p değeri Binomial Proportion testinden hesaplanmıştır, (b) Medyan farkları için z istatistiği parametrik olmayan Wilcoxon testinden hesaplanmıştır, (c) Test edilen hipotezde beklenen şekilde sonuç veren firmaların yüzdesini ifade etmektedir, (d) Hipotez kabul edildi ama beklenen yönde değil.



artış, küçüklerde 0,62 artış şeklinde gerçekleşmiştir). Borç özkaynak dengesindeki değişimin büyüklüğü dikkate alındığında küçüklerin daha olumsuz etkilendiği anlaşılmaktadır. **Ancak her iki oranın birbiriyle ters yönlü hareket etmesi ve küçüklerin FYO1 oranı açısından çok fark yaratamaması ve büyüklerin de FYO1 açısından değişim göstermemesi, FYO2 açısından da her iki grubun da olumsuz yönde performans göstermesi mali yapı oranları bakımından birleşme büyüklüğünün bir etkisi bulunmadığı sonucuna götürmektedir.**

Büyüme bakımından, **hedef şirket büyüklüğünün etkisi incelendiğinde, gerek büyük ve gerekse küçük birleşmelerin satışların ve aktiflerin büyümesi açısından herhangi bir fark oluşturmadıkları, her iki grubun da birleşme sonrasındaki ortalama büyüme hızlarının düştüğü görülmektedir** (küçüklerde satışların büyüme hızı ortalamada birleşme sonrasında -0.09 değişim gösterirken, büyüklerde bu değişim -0.32 olmuştur). Aktif büyümesinin ortalama değeri ise, birleşme sonrasında küçüklerde -0.03 azalırken büyüklerde -0.11 azalmıştır. Bulunan sonuçların istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır ( $p < 0.05$ ).

Etkinlik açısından büyük küçük birleşme farkına bakıldığında, katlanılan GYG'leri ile yaratılan satış tutarının, varlık devir hızının yani aktiflerle yaratılan satış tutarının ve herbir çalışan tarafından yaratılan satış tutarının büyük birleşmelerde ortalamasının arttığı, küçük birleşmelerde ise azalış gösterdiği görülmekte olup, **büyük birleşmelerin etkinlik açısından daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır**. Ancak sözkonusu artışların çok yüksek seviyelerde gerçekleşmemesi nedeniyle istatistiksel anlamlılık yakalanamamaktadır ( $p < 0.05$ ).

### **c) Hedef Şirketin Niteliğinin Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi:**

Hedef şirketin halka açık/kapalı olmasının birleşme performansı üzerindeki etkisine performans göstergelerinin tümü için bakılmıştır. Örnekleme oluşturan birleşmelerin 20'sinde hedef şirketin halka kapalı olduğu, 6'sında ise hisseleri İMKB'de işlem gören borsa şirketi olduğu saptanmıştır. Bu dağılım çerçevesinde yapılan analizin sonuçları Tablo 27'de verilmiştir.

Aktif karlılığı ve özsermaye karlılık oranlarının medyan değerleri açısından halka kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelerin borsa şirketlerinin devralındığı birleşmelere göre daha başarılı olduğu görülmektedir. Medyan değişimleri kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelerde ROA için 0,05 ve ROE için 0,04 olarak artarken, borsa şirketlerinin devralındığı birleşmelerde bu değerler -0,05 ve -0,13 olarak azalma göstermiştir. Beklenen durumun  $ROA_{post} > ROA_{pre}$  ve  $ROE_{post} > ROE_{pre}$  koşulunu sağlamak olduğu dikkate alındığında, **halka kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelerde karlılık açısından daha başarılı olduğunu göstermektedir** (artışın çok düşük seviyede olması nedeniyle istatistiksel anlamlılık yakalanamamıştır,  $p < 0.05$ ). Brüt karmarjı (GPM) açısından halka açık olup olmama durumunun medyan değerler açısından önemli bir değişiklik göstermediği Tablo 27'den görülmektedir.

Nakit yaratma gücü açısından bakıldığında ise, faaliyet nakit akış oranı ortalamaları ve medyan değerleri açısından halka kapalı ile borsa şirketleri açısından fark bulunmadığı (her iki grubun da birleşme sonrasında faaliyet nakit akışı oranları azalmıştır) görülmektedir. OCF oranı için borsa şirketlerinin ortalama ve medyan değeri -0,16 ve -0,03 iken, kapalı şirketler için bu değerler -0,15 ve -0,11 olmuştur. **Birleşme sonrasında her iki grupta yaşanan azalmalar istatistiksel olarak anlamlı olup, buradan devralınan şirketin halka kapalı veya borsa şirketi olmasının faaliyet nakit akışı oranı üzerinde etkiye sahip olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.**

Diğer taraftan, halka açık olup olmama durumunun likidite oranı açısından etkisi bulunduğu gözlenmekte olup, likidite oranının medyan değeri kapalı şirketlerde birleşme sonrasına göre -0,49 düşerken, borsa şirketlerinde 0,48 artış göstermektedir. Medyan değerlerine paralel şekilde likidite oranı ortalamasının birleşme öncesine göre %32 azalma gösterdiği, buna karşılık borsa şirketlerinde %36 arttığı saptanmıştır. Buradan, **borsa şirketlerini devralan şirketlerin likidite oranının birleşme sonrası dönemde kapalıya göre olumlu performans sergilediği söylenebilecektir**, ama bu sonucun istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır ( $p < 0.05$ ).

**Tablo 29: Hedef Şirketin Halka Açık/Kapalı Olmasının Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi**

		Test Edilen Hipotez	N	Birleşme öncesi			Birleşme sonrası			Ortalama değişimi	Medyan değişimi	Medyan farkı için z istatistik (b)	%	p değeri (a)	Kabul /ret
				Ortalama	Std. Sap.	Medyan	Ortalama	Std. Sap.	Medyan						
Kapalı	ROA	ROApost>ROApr	20	0,06	0,04	0,06	0,08	0,06	0,12	0,02	0,05	-0,19	55,0%	0,824	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	20	0,14	0,08	0,18	0,10	0,11	0,22	-0,04	0,04	-0,41	45,0%	0,824	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	20	0,24	0,20	0,18	0,24	0,20	0,12	0,00	-0,05	-0,52	65,0%	0,263	Ret
	OCF	OCFpost>OCFpre	20	<b>0,26</b>	<b>0,21</b>	<b>0,19</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,11</b>	<b>-2,99*</b>	15,0%	<b>0,003**</b>	<b>Kabul</b> <sup>(d)</sup>
	LO	LOpost>LOpre	20	2,26	1,92	1,79	1,94	1,62	1,30	-0,32	-0,49	-1,31	30,0%	0,115	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	20	0,54	0,48	0,19	0,55	0,56	0,20	0,01	0,02	-0,34	45,0%	0,824	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	20	1,12	1,09	0,78	1,34	0,81	1,48	0,22	0,71	0,00	50,0%	0,999	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	20	0,35	0,17	0,74	0,13	0,12	0,15	-0,22	-0,59	-0,93	40,0%	0,503	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	20	0,14	0,11	0,31	0,12	0,10	0,12	-0,03	-0,19	-0,49	40,0%	0,503	Ret
	EO1	EO1post> EO1pre	20	16,88	17,60	9,35	17,26	16,17	9,17	0,37	-0,18	-0,71	60,0%	0,503	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	20	1,03	0,88	0,68	0,93	0,91	0,48	-0,11	-0,20	-0,41	55,0%	0,824	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	20	367.658	249.977	352.621	356.994	244.398	314.087	-10.664	-38.534	-0,67	55,0%	0,824	Ret	
Borsa	ROA	ROApost>ROApr	6	0,07	0,06	0,07	0,08	0,08	0,02	0,00	-0,05	-0,31	66,7%	0,688	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	6	0,12	0,16	0,17	0,15	0,13	0,04	0,02	-0,13	-0,21	33,3%	0,688	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	6	0,27	0,28	0,11	0,27	0,26	0,07	0,00	-0,04	-0,32	66,7%	0,688	Ret
	OCF	OCFpost>OCFpre	6	<b>0,27</b>	<b>0,28</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,03</b>	<b>-2,20*</b>	0,0%	<b>0,031**</b>	<b>Kabul</b> <sup>(d)</sup>
	LO	LOpost>LOpre	6	1,32	1,28	0,71	1,68	1,28	1,19	0,36	0,48	-0,31	66,7%	0,688	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	6	0,53	0,50	0,15	0,55	0,56	0,18	0,03	0,03	-0,52	66,7%	0,688	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	6	1,59	1,30	1,37	1,10	0,88	0,90	-0,50	-0,47	-1,57	16,7%	0,219	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	6	0,21	0,20	0,13	0,10	0,07	0,06	-0,11	-0,07	-1,57	33,3%	0,688	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	6	0,32	0,17	0,27	0,12	0,09	0,11	-0,20	-0,17	<b>-1,99*</b>	16,7%	0,219	<b>Kabul</b> <sup>(d)</sup>
	EO1	EO1post> EO1pre	6	15,30	15,33	7,30	17,84	20,53	7,40	2,54	0,10	-1,36	66,7%	0,688	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	6	0,89	0,75	0,44	0,86	0,81	0,34	-0,03	-0,10	-0,73	66,7%	0,688	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	6	353.205	301.208	148.017	441.391	333.596	193.500	88.186	45.483	-1,78	83,3%	0,219	Ret	

\*  $p<0,05$ , \*\*  $p<0,01$ , \*\*\*  $p<0,001$  düzeyde anlamlıdır., (a)Yüzdesel dağılım için p değeri Binomial Proportion testinden hesaplanmıştır, (b) Medyan farkları için z istatistiği parametrik olmayan Wilcoxon testinden hesaplanmıştır, (c) Test edilen hipotezde beklenen şekilde sonuç veren firmaların yüzdesini ifade etmektedir, (d) Hipotez kabul edildi ama beklenen yönde değil.

Finansal yapı oranları bakımından ise [özsermaye/(toplam borçlar+özsermaye)] **(FYO1) oranının kapalı olma/olmama durumu açısından çok fazla değişmediği** (ortalama değer için kapalılarda 0,01 artış, borsalarda 0,03 artış, medyan için kapalılarda 0,02 artış, borsalarda 0,03 artış) görülmekle birlikte, borç-öz kaynak dengesi (FYO2) açısından fark olduğu saptanmıştır. Kapalı şirketlerin toplam borçlar/öz kaynak oranının ortalama ve medyan değerleri açısından artış gösterdiği, yani borçlanma artış hızının, öz kaynak artış hızından daha yüksek gerçekleşerek birleşme sonrasında öz kaynak güçlülüğünün azaldığı görülmektedir (birleşme sonrasında FYO2'nin ortalama değeri kapalılarda 0,22, medyan değeri de 0,71 artmıştır). Buna karşın FYO2 açısından borsa şirketleri olumlu etkilenmiştir. Borsa şirketleriyle yapılan birleşmelerde borç/öz kaynak oranının birleşme sonrasında ortalamada 0,50 düştüğü (medyan açısından da 0,47 düştüğü) görülmüştür. Buradan, **halka kapalı açık olma durumunun borç-öz kaynak dengesi üzerinde etkisi olduğu, borsa şirketlerinin bu gösterge açısından başarılı performans sergilediği görülmektedir** ( $p < 0.05$ 'de istatistiksel anlamlılığı saptanamamıştır).

**Aktif ve satış büyüme hızları açısından bakıldığında ise, borsa şirketleriyle kapalı şirketler bakımından herhangi bir fark oluşmadığı, her iki grubun ortalama ve medyan değerleri bakımında düşüş gösterdiği görülmüştür.** Borsalar için satış büyüme hızının ortalama ve medyan değişimi sırasıyla -0,11 ve -0,07 olmuş, kapalıları için ise -0,22 ve -0,59 olmuştur. Aktif büyüme hızının da borsalar için ortalama ve medyan değişimi sırasıyla -0,20 ve -0,17 düşüş, kapalıları için de -0,03 ve -0,19 düşüş şeklinde gerçekleştiği Tablo 27'den görülmüştür.

Etkinlik oranları bakımından Satışlar/GYG oranı (EO1) ile her bir çalışanın yarattığı satış tutarındaki (EO3) değişimin halka kapalı olup olmama durumundan etkilendiği görülmektedir. Halka kapalılarda EO1'in ortalaması birleşme öncesi ve sonrasında 0,37'lik bir artış gösterirken, borsa şirketlerinde bu artış 2,54 olmuştur (aynı oranın medyan değişimi de kapalılarda -0,18 azalma, borsalarda 0,10 artış göstererek ortalama değeri ile paralellik göstermektedir). Çalışanların yarattığı satış tutarlarına bakıldığında ise, kapalıların ortalama değerinde birleşme sonrasında 10.664 TL düşüş gözlenirken, borsa şirketlerinde 88.186 TL artış görülmüştür (medyan değişimleri de paraleldir). Bu bağlamda, **devralınan şirketin borsa şirketi veya kapalı bir şirket**

**olmasının etkinlik performansı üzerinde etkisi bulunduğu söylenebilecektir.** Ne var ki bulunan bu sonuçların istatistiksel anlamlılığı saptanamamıştır ( $p < 0.05$ ).

#### **d) Sektörel Farklılığın Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi**

Analizde son olarak sektörel farklılığın birleşme performansı üzerindeki etkisi test edilmiştir. Bu analizde sektörel ayırım imalat sanayiinde ve diğer sektörlerde faaliyet gösterenler olarak iki gruba ayrılmış olup, imalat sanayi için gözlem sayısı 16 iken diğer grubunda 10 gözlem bulunmaktadır. Tablo 28’de test sonuçları verilmiştir.

Buna göre, **karlılık oranları bakımından ortalama ve medyan değerlerinde birleşme sonrasındaki değişime bakıldığında imalat sektörü ve diğer sektörler için azalma yönünde değişimler olduğu görülmekte olup sektörel farklılığın karlılık oranları üzerinde etkisi bulunmadığı görülmüştür.** Elde edilen test sonuçları istatistiksel olarak anlamlı değildir ( $p > 0,05$ ).

Nakit yaratma oranları açısından da sektör farklılığının etki yaratmadığı her iki grupta da düşüş görülmesinden anlaşılmaktadır. Özellikle **faaliyet nakit akışının ortalama ve medyan değerlerindeki düşme (imalat için -0,14, diğer sektörler için -0,19) gösterdiği saptanmış olup, sözkonusu düşmenin istatistiksel anlamlılığı bulunmaktadır ( $p < 0.05$ ).** Bu durum, nakit yaratma oranları açısından sektörel farklılığın bir etkisinin bulunmadığını ortaya koymaktadır.

Finansal yapı oranları açısından [toplam borçlar/(toplam borçlar+özsermaye)] oranının ve borç/özkaynak dengesi açısından ortalama ve medyan değerlerinin aynı yönlü ve yaklaşık aynı büyüklükte değişim gösterdiği tablo 28’den görülmekte olup, **sektörel farklılığın finansal yapı oranları açısından bir fark yaratmadığı söylenebilecektir.** Elde edilen test sonuçları istatistiksel olarak anlamlı değildir ( $p > 0,05$ ).

Aktif ve satış büyüme hızlarına bakıldığında ise her iki grubun birleşme sonrasında aynı yönde (düşme) bir değişim gösterdiği görülmektedir. Buradan yine **sektörel farklılığın büyüme oranları üzerinde etkisinin bulunmadığı söylenebilecektir** (test sonucu istatistiksel anlamlı değildir,  $p < 0.05$ ).

**Tablo 30: Sektörel Farklılığın Birleşme Performansı Üzerindeki Etkisi**

Değişkenler	Test Edilen Hipotez	N	Birleşme öncesi			Birleşme sonrası			Ortalama değişimi	Medyan değişimi	Medyan farkları için z istatistik (b)	%	p değeri (a)	Kabul /ret	
			Ortalama	Std. Sap.	Medyan	Ortalama	Std. Sap.	Medyan							
İmalat Sanayii	ROA	ROApost>ROApr	16	0,08	0,08	0,07	0,10	0,08	0,12	0,02	0,05	-0,26	50,0%	0,999	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	16	0,17	0,13	0,20	0,13	0,13	0,24	-0,04	0,04	-0,36	43,8%	0,804	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	16	0,23	0,23	0,12	0,24	0,20	0,11	0,01	-0,01	-0,62	68,8%	0,210	Ret
	<b>OCF</b>	<b>OCFpost&gt;OCFpre</b>	16	<b>0,26</b>	<b>0,21</b>	<b>0,19</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,12</b>	<b>-2,43*</b>	<b>18,8%</b>	<b>0,021*</b>	<b>Kabul (d)</b>
	LO	LOpost>LOpre	16	2,25	1,92	1,94	2,15	1,59	1,48	-0,10	-0,45	-0,36	37,5%	0,454	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	16	0,55	0,57	0,17	0,59	0,59	0,20	0,03	0,02	-1,03	56,3%	0,804	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	16	1,08	0,78	0,84	1,12	0,72	1,36	0,04	0,52	-0,62	37,5%	0,454	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	16	0,39	0,20	0,82	0,10	0,09	0,14	-0,29	-0,68	-1,40	31,3%	0,210	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	16	0,14	0,10	0,34	0,08	0,08	0,10	-0,06	-0,24	-1,03	31,3%	0,210	Ret
	EO1	EO1post> EO1pre	16	16,88	17,01	8,84	18,33	17,03	8,96	1,46	0,12	-1,55	75,0%	0,077	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	16	1,07	0,98	0,64	0,96	0,95	0,42	-0,10	-0,22	-0,16	68,8%	0,210	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	16	349.085	284.893	228.365	347.040	298.848	194.670	-2.045	-33.694	-1,29	68,8%	0,210	Ret	
Diğer	ROA	ROApost>ROApr	10	0,04	0,03	0,05	0,04	0,05	0,05	0,01	0,01	-0,46	70,0%	0,344	Ret
	ROE	ROEpost>ROEpre	10	0,08	0,08	0,12	0,09	0,10	0,10	0,00	-0,03	-0,26	40,0%	0,754	Ret
	GPM	GPMpost>GPMpre	10	0,28	0,23	0,22	0,26	0,24	0,12	-0,03	-0,09	-0,05	60,0%	0,754	Ret
	<b>OCF</b>	<b>OCFpost&gt;OCFpre</b>	10	<b>0,27</b>	<b>0,22</b>	<b>0,14</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,08</b>	<b>-2,80*</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,002**</b>	<b>Kabul (d)</b>
	LO	LOpost>LOpre	10	1,71	1,65	1,02	1,44	1,24	0,63	-0,27	-0,39	-0,76	40,0%	0,754	Ret
	FYO1	FYO1post>FYO1pre	10	0,51	0,46	0,19	0,49	0,52	0,19	-0,02	0,00	-0,56	40,0%	0,754	Ret
	FYO2	FYO2post<FYO2pre	10	1,47	1,28	1,08	1,55	1,11	1,39	0,08	0,31	-0,46	50,0%	0,999	Ret
	SBO	SBO post> SBO pre	10	0,20	0,17	0,16	0,16	0,16	0,13	-0,03	-0,03	-0,56	50,0%	0,999	Ret
	ABO	ABO post> ABO pre	10	0,25	0,15	0,25	0,18	0,15	0,12	-0,07	-0,12	-0,97	40,0%	0,754	Ret
	EO1	EO1post> EO1pre	10	15,94	15,33	9,21	15,88	17,96	8,39	-0,06	-0,82	-0,15	40,0%	0,754	Ret
	EO2	EO2post> EO2pre	10	0,89	0,68	0,63	0,83	0,66	0,49	-0,07	-0,14	-0,76	40,0%	0,754	Ret
EO3	EO3post> EO3pre	10	388.702	271.508	432.188	423.558	301.412	406.881	34.856	-25.307	-0,56	50,0%	0,999	Ret	

$p<0,05$ , \*\*  $p<0,01$ , \*\*\*  $p<0,001$  düzeyde anlamlıdır, (a) Yüzdesele dağılım için p değeri Binomial Proportion testinden hesaplanmıştır, (b) Medyan farkları için z istatistiği parametrik olmayan Wilcoxon testinden hesaplanmıştır, (c) Test edilen hipotezde beklenen şekilde sonuç veren firmaların yüzdesini ifade etmektedir, (d) Hipotez kabul edildi ama beklenen yönde değil.

Etkinlik oranları bakımından Satışlar/GYG oranı (EO1), varlık devir hızı (EO2) ve herbir çalışanın yarattığı satış tutarının (EO3), medyan değerleri her iki sektör için birleşme sonrasında düşüş yönünde ( imalat sektörü için her bir oranın medyan değişimi sırasıyla -1,55, -0,16 ve -1,29 iken diğer sektörler için -0,15, -0,76 ve -0,56) gerçekleşmiştir. Buradan, **sektörel farklılığın etkinlik oranları açısından fark yaratmadığı söylenebilecektir** (ancak sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır,  $p < 0.05$ ).

Sonuç olarak, birleşme karakteristiğinin performans göstergeleri olan karlılığı, nakit yaratma gücünü, mali yapıyı, büyümeyi ve etkinliği ne şekilde etkilediğine ilişkin bulgular aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

**Tablo 31: Birleşme Karakteristiğinin Performans Üzerine Etkisine İlişkin Ölçüm Bulguları**

Karakteristik Özellikler	Performans Göstergesi	Karakteristik Özelliğin Fark Yaratıp Yaratmadığı	Sonuç
Yatay/Yatay Olmayan Birleşme	Karlılık	<b>Fark vardır</b>	Yatay birleşmeler başarılı
	Nakit Yaratma	Fark yoktur	-
	Mali Yapı	<b>Fark vardır</b>	Yatay birleşmeler başarılı
	Büyüme	Fark yoktur	-
	Etkinlik	<b>Fark vardır</b>	Yatay birleşmeler başarılı
Büyük/Küçük Birleşme	Karlılık	<b>Fark vardır</b>	Büyük birleşmeler başarılı
	Nakit Yaratma	Fark yoktur	- <sup>(*)</sup>
	Mali Yapı	Fark yoktur	-
	Büyüme	Fark yoktur	-
	Etkinlik	<b>Fark vardır</b>	Büyük birleşmeler başarılı
Hedef Şirket Kapalı/Açık	Karlılık	<b>Fark vardır</b>	Kapalılar başarılı
	Nakit Yaratma	Fark yoktur (OCF için) <sup>(a)</sup>	- <sup>(*)</sup>
	Mali Yapı	<b>Fark vardır</b>	Borsa şirketleri başarılı
	Büyüme	Fark yoktur	-
	Etkinlik	<b>Fark vardır</b>	Borsa şirketleri başarılı
İmalat/Diğer Sektördeki Birleşme	Karlılık	Fark yoktur	-
	Nakit Yaratma	Fark yoktur	- <sup>(*)</sup>
	Mali Yapı	Fark yoktur	-
	Büyüme	Fark yoktur	-
	Etkinlik	Fark yoktur	-

<sup>(\*)</sup> Sonuç istatistiksel olarak anlamlıdır ( $p < 0,05$ )

<sup>(a)</sup> Hedef şirketin kapalı/açık olması likidite oranı açısından fark yaratmakla birlikte (borsalar başarılı), bu sonucun istatistiksel anlamlılığı tespit edilemediği için istatistiksel anlamlılığı bulunan sonuç tabloya alınmıştır.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, analizde devralan şirketin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmama durumunun) birleşme sonrası faaliyet göstergeleri üzerinde olumlu etkisi olup olmadığına ilişkin olarak;

- a) Birleşme türünün (yatay/yatay olmayan) birleşmeler için sadece karlılık, mali yapı ve etkinlik oranları açısından fark yarattığı ve yatay birleşmelerin yatay olmayanlara göre daha başarılı olduğu,
- b) Devralınan hedef şirket büyüklüğünün, karlılık ve etkinlik oranları açısından fark yarattığı ve büyük birleşmelerin küçüklere göre bu açılarından daha başarılı olduğu,
- c) Hedef şirketin halka açık ya da kapalı olmasının, karlılık, mali yapı ve etkinlik oranları açısından fark yarattığı, karlılık açısından kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelerin daha başarılı olduğu buna karşın mali yapı ve etkinlik açılarından borsa şirketlerinin devralındığı birleşmelerin daha başarılı olduğu,
- d) Devralan şirketlerin sektörel farklılıklarının performans göstergeleri üzerinde fark yaratan bir etkisinin ise bulunmadığı,

tespit edilmiştir. Bu analizin sonuçları literatürde yer alan diğer araştırmaların sonuçlarıyla paralellik göstermektedir.



## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ**

Günümüzde küreselleşme nedeniyle artan rekabet karşısında büyümeyi sürekli kılmak, istikrarı arttıracak güçlü bir pozisyona ulaşmak ve böylelikle firma değerini maksimize etmek şirketlerin temel amacı haline gelmiştir. Bu bağlamda şirket birleşme ve devralmaları bu amaca en hizmet eden en etkili ve hızlı çözümlerden biri olarak ön plana çıkmıştır.

Şirketleri birleşmeye iten nedenlere ilişkin teorik alt yapının iyi anlaşılması, şirketlerin birleşme ile ulaşmak istedikleri hedefler ile birleşme sonrasında fiilen ulaştıkları sonuçların karşılaştırılmasında yani ölçüm ve değerlendirilmesinde büyük önem taşımaktadır. Bu kapsamda, konuya ilişkin literatür birleşme veya devralmaların temel sebebinin değer maksimizasyonu olduğunu ileri sürmekle birlikte, bu işlemlerin yapılmasına sebebiyet veren başka pek çok nedenin bulunduğu üzerinde de durmaktadır. Ancak her ne sebeple olursa olsun, birleşme ve devralmalara sebebiyet veren nedenleri araştırmak ve incelemek kolay olmamaktadır. Bu işlemlerin nedenleri genellikle birden fazla ve çok çeşitli olabilmektedir.

Bu bağlamda şirketleri birleşmeye iten nedenlere en üst çerçeveden bakıldığında, makro, sektör ve firma düzeyindeki nedenler olmak üzere üç ayrı grupta incelenmesi mümkün olmaktadır. Ekonominin canlanma dönemine girmesi nedeniyle firmaların hızlı büyüme ihtiyacı içine girmeleri, teknolojik gelişmeler, ve yeni yasal düzenlemelerin getirdiği bazı gereksinimler makro düzeyde birleşme nedenleri olarak ortaya çıkabilmektedir. Sektörel bazda yaşanan çeşitli şoklar da o sektördeki şirketleri zaman zaman birleşmeye zorlamaktadır.

Son olarak firma düzeyindeki nedenler diğer iki gruba göre en fazla çeşitlilik gösteren nedenleri oluşturmaktadır. Firma düzeyindeki nedenler, ekonomik ve/veya finansal kökenli nedenlerden (sinerji yaratma, büyüme, çeşitlendirme, rekabetin azaltılması ve vergi avantajından yararlanma gibi) yönetsel nedenlere (yönetimde

etkinliğin sağlanmak istenmesi, yöneticilerin kişisel tercihleri, şirketlerde bulunan atıl fonların değerlendirilmek istenmesi, vb.) kadar geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır.

Şirket birleşmelerinin ekonomik açıdan anlamlı olması, birleşme sonucunda oluşan bütünleşik şirketin değerinin ve karlılığının, birleşme öncesinde ayrı ayrı şirket değeri ve karlılıkları toplamından daha fazla olmasına bağlı olmaktadır. Şirketler birleşme ile var olan kaynaklarını bir araya getirerek, ilk durumlarına göre daha fazla kaynağa sahip olabilmektedirler. Bu durum, “ $2 + 2 = 4$ ” sonucundan daha fazlasını yaratmaktadır. Bu fazla, sinerji nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle sinerji, bütünün ayrı ayrı parçalar toplamından fazla olmasıdır. Bu nedenle, birleşme kararında en kritik ölçü, sinerjinin varlığı veya yokluğu olmaktadır. Birleşmelerde sinerji etkisi genelde finansal, faaliyet ve piyasa sinerjisi olarak ortaya çıkmaktadır. Teori birleşmenin türüne göre (yatay, dikey ve karma) oluşabilecek sinerjinin farklılaştığını ileri sürmektedir. Bu kapsamda, yatay birleşmelerde finansal sinerji, faaliyet sinerjisi ve piyasa sinerjisinin hepsi birlikte oluşması beklenirken, dikey birleşmelerde finansal ve faaliyet sinerjisinin, karma birleşmelerde ise sadece finansal sinerjinin ortaya çıkması beklenmektedir. Bu bağlamda, teorik olarak şirketleri birleşmeye iten nedenler, yani şirketleri birleşme ile ulaşmak istedikleri hedeflerin iyi anlaşılması, fiilen ulaştıkları sonuçların ölçüm ve değerlendirmesinde büyük önem taşımaktadır.

Diğer taraftan, şirket birleşmeleri üzerine oluşmuş literatürün sadece birleşme nedenlerine odaklanmadığı, esas itibariyle birleşme konusunda çok sayıda ve çok farklı açıdan akademik çalışma yapılmış olduğu görülmektedir. Bunun nedeni, Şirket birleşmelerinin finans, muhasebe, organizasyon teorisi, stratejik yönetim gibi pek çok disiplini ilgilendiren karmaşık bir işlemler bütününden oluşmasıdır. Bu itibarla, hemen hemen her dönem akademisyenlerin ilgisini çekmiştir. Özellikle son yıllarda şirket birleşmelerinin performansı üzerine yapılan çalışmaların stratejik yönetim, finans ve organizasyon teorisi açısından ele alındığı görülmektedir. Yapılan çalışmalarda, birleşme işlemleri birleşme nedenlerinden yarattığı sonuçlara kadar farklı açılardan ele alınmaktadır.

Tüm bu çalışmalar içerisinde üzerinde en çok durulan husus ise söz konusu işlemlerin başarılı olup olmadığıdır. Birleşme işlemlerinde “başarı”nın tanımlanması

üzerine çeşitli görüşler bulunmakta olup, başarının ölçülebilir olması bu görüşler içinde en öne çıkanı olmuştur. Bu noktada performans değerlemesi/ölçümü gündeme gelmektedir. Bu konu üzerine yabancı literatürde oldukça fazla çalışma olmasına rağmen, birleşme performansının ölçümü konusunda yukarıda anılan üç disiplin arasında gerek ölçüm yöntemleri ve gerekse kullanılan ölçütler bakımından çok az ortak nokta bulunmaktadır. Birleşme işlemi çok aşamalı bir süreci kapsadığı için her disiplin bu süreçte ilgili olduğu alanı ölçmektedir.

Organizasyon teorisi alanında yapılan çalışmalarda birleşme performansının başarısı temelde sinerji yaratılıp yaratılmadığı açısından incelenirken, stratejik yönetim açısından rekabet gücü yaratılıp yaratılmadığı, birleşen şirketlerin stratejik açıdan uyum sağlayıp sağlayamadıkları ele alınmaktadır. Finans alanında yapılan araştırmalarda ise birleşen şirket ortakları açısından değer yaratılıp yaratılmadığı veya faaliyet performansı göstergelerinin birleşme sonrasına göre olumlu gelişme gösterip göstermediğine bakılmaktadır. Birleşme sürecinin her üç disiplini ilgilendiren bu karakteristik özelliği, birleşmenin başarılı olup olmadığı konusundaki ölçümleri yoğunlaştırmış ve kullanılan metodolojileri ve ölçütleri son derece çeşitli hale getirmiştir.

Bu çalışmanın da temel konusunu oluşturan, finansal açıdan birleşme performansının ölçümünde, ölçümün kimin için yapılacağı, ölçüm yöntemleri, kısa veya uzun dönem için yapılıp yapılmayacağı ve birleşme işleminin karakteristiği konuları önem arz etmektedir. Genel olarak, yabancı literatürü oluşturan çalışmalarda birleşme performansının ölçümünde dört farklı yöntemin tüm disiplinler tarafından kullanıldığı görülmektedir: (i) Olay Çalışmaları (event studies), (ii) Muhasebe Verilerine Dayalı Çalışmalar (accounting based studies), (iii) Yönetici Anketleri (surveys of executives) ve (iv) Klinik Çalışmaları (clinical studies). Bu çalışma ile birleşme performansının ölçümünde muhasebe verilerine dayalı yapılan (accounting studies) ölçüm yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kısaca geleneksel yöntem (traditional approach) ya da faaliyet performansı yöntemi (operating performance approach) olarak adlandırılmaktadır.

Muhasebe verilerine dayalı ölçüm yönteminde, genel olarak nakit akımları, satışlar veya karlılık oranları vb. göstergeler birleşme öncesi ve sonrasındaki belli bir

dönem için karşılaştırılarak birleşmenin ekonomik etkisi ölçülmeye çalışılmaktadır. Finansal tablolardan elde edilen temel göstergelerdeki pozitif gelişmeler, birleşme işlemiyle sağlanması beklenen faydalar hakkında bilgi vermektedir. Bu çerçevede, birleşme öncesine ve sonrasına ait karlılık oranları (özkaynak karlılığı, aktif karlılığı gibi), verimlilik oranları (çalışan başına üretim miktarı, çalışan başına satış) gibi göstergeler birleşme işlemi gerçekleştirilmeyen, benzer özelliklere (aktif büyüklüğü, faaliyet alanı benzerliği bakımlarından) sahip şirketlerin değerleriyle (kontrol grubu) karşılaştırılarak birleşme işleminin başarı derecesi ölçülmektedir. Genel bir ifadeyle, birleşme işlemiyle ölçülebilir biçimde nakit akışı ve faaliyetlerde verimlilik artışı sağlanması durumunda işlem başarılı sayılmaktadır. Bu yöntemde, inceleme dönemi genellikle, birleşme yılı  $t_0$  kabul edildiğinde, birleşme öncesi için -1 ila -3 yıl arası kapsarken birleşme sonrası dönem 2 ila 5 yılı kapsamaktadır. Birleşme yılının incelenen tüm ampirik çalışmalarda 0 olarak kabul edilmiş olduğu tespit edilmiştir. Healy, Palepu ve Rubak (1992) bunun iki nedeni olduğunu ileri sürmüşlerdir. Öncelikle, devralan veya satın alan şirketler genellikle, birleşmenin gerçekleştiği yıl sadece muhasebesel açıdan birleşik bir finansal tablo oluşturmaktadırlar, yani birleşme yılındaki ilk bütünleşik finansal tablolar gerçek anlamda ortak/birleşik bir faaliyet sonucu oluşmuş bir finansal tablo olmamaktadır. Dolayısıyla bu finansal tablolar ne şirketler arası ne de endüstri karşılaştırmasına uygun olmamaktadır. İkinci olarak ise, birleşmenin gerçekleştiği ilk yıl çıkarılan finansal tablolarda bir kereliğe mahsus olmak üzere gerçekleşen birleşme işlemine özel maliyetler bulunmaktadır ki, bu da 0 yılındaki mali tabloların diğer yıllar ile karşılaştırılmasını engellemektedir.

Şirket birleşme ve devralmalarının performans ölçümü konusundaki bir diğer husus da doğru performans ölçütü belirlemektir. Finans ve buna bağlı disiplinler hisse senedi fiyat hareketi veya muhasebe verileri (likidite, nakit yaratma, mali yapı, karlılık, faaliyet oranları ve büyüme oranlar) gibi objektif ölçütler kullanılırken, organizasyon teorisi, stratejik yönetim gibi disiplinler ise genellikle yöneticilerin raporları veya yorumları gibi subjektif verilere dayanmaktadır.

Başta da belirtildiği üzere, birleşmeler farklı amaç ve güdülerle gerçekleştirilmektedirler. İşletmeleri birleşmelere yönlendiren bu amaç ve güdülerin birleşme sonrasında gerçekleştirilip gerçekleştirilmemesi birleşme performansının ölçüsü olarak değerlendirilmektedir. Birleşme sonrası muhtemel kazançları açıklayan

birçok teori vardır. Bunlardan en yaygın olan üçü: sinerji teorisi, kurumsal kontrol teorisi ve serbest nakit akımı teorisidir. **Sinerji teorisine göre**, birleşmeler ölçek ekonomisi, alan ekonomisi ve piyasa gücü olmak üzere üç farklı şekilde devralan firmalara kazanç sağlamaktadır. **Kurumsal kontrol teorisine göre**, karlılık potansiyeli yüksek bir firmanın birleşme sonrasında yeni bir yönetim tarafından daha etkin ve verimli yönetilmesi sonucunda faaliyetleri daha başarılı hale getirilecek, bu da birleşme sonrasında karlılığı olumlu etkileyecektir. **Serbest nakit akışları teorisinde** ise, bir şirkette bulunan fazla nakdin yöneticiler tarafından verimsiz kullanılarak hissedarların zenginliklerinin artırılmaması ihtimali vardır. Çıkar çatışması olarak da adlandırılan bu durum, serbest nakdin birleşmede kullanılması yoluyla verimli kullanılarak çözülmektedir. Bu üç teorinin ortak noktası birleşmelerin faaliyetleri olumlu etkilediği ve bunun da sonuçta karlılığa olumlu etki yaptığı noktasında kesilmektedir. Bu bağlamda; çalışmamızda teoride belirtildiği gibi şirket birleşmelerinin faaliyet performansını artırıp artırmadığı test edilmektedir.

Yukarıda yer alan açıklamalar çerçevesinde; bu çalışma ile, ülkemizde hisseleri İMKB’de işlem gören şirketler tarafından 2004-2008 yılları arasındaki beş yıllık dönemde gerçekleştirilen birleşmelerin faaliyet performansının karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından ölçülmesi ve faaliyet gösterilen sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmama durumunun) birleşme performansına etkisinin analiz edilmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda, 2004-2008 yılları arasındaki beş yıllık dönemde İMKB’de işlem gören şirketlerce gerçekleştirilen 26 birleşmenin performansına birleşme öncesi bir ve birleşme sonrası üç (-1/+3) yıllık bir pencereden bakılmıştır. Bu kapsamda, bu çalışmada iki temel soruya cevap aranmıştır: (i) Birleşme sonrası faaliyet performansı (karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik oranları bakımından) birleşme öncesi göstergelere göre olumlu yönde gelişme göstermiş midir? (ii) Devralan şirketin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmama durumunun) birleşme sonrası faaliyet göstergeleri üzerinde olumlu etkisi var mıdır?

Muhasebe verilerine dayalı olarak birleşmelerin faaliyet performansını ölçen çalışmalar incelendiğinde, bazı çalışmaların performans artışı ile (Healy, Palepu ve Rubak,1992; Cornet ve Tehranian, 1992; Manson, Stark ve Thomas, 1995; Ramaswamy ve Slatka, 1996), bazılarının performans düşüşü ile (Hogarty, 1978; Philippatos, Choi ve Dowling, 1985; Ravenscraft ve Scherer, 1987) bazılarının ise ölçümü yapılan belli göstergeler için artış, belli göstergeler için ise azalış olmak üzere karma bir yapıda sonuçlandığı (Neely ve Rochester, 1987; Herman ve Lowenstein, 1988) görülmektedir (Sharma ve Ho, 2002:156). Türkiye bazında yapılan bu test sonucunda, faaliyet performansı sadece nakit yaratma gücü açısından istatistiksel olarak anlamlı sonuç vermiş olup, birleşme öncesine göre birleşme sonrasında hem birleşen şirketler hem de kontrol firmaları için düşüş göstermiştir. Sadece birleşen şirketler için birleşme öncesi ve sonrası dönem kıyaslandığında, birleşme sonrasında faaliyet nakit akışı (OCF) oranı ortalama için %16 ve medyan için %11 azalma göstermekte olup, birleşme sonrası meydana gelen bu düşüş istatistiksel olarak ileri düzeyde anlamlı bulunmuştur ( $p < 0,001$ ). Bu nedenle **OCF<sub>post</sub> > OCF<sub>pre</sub> hipotezi ters yönde yani birleşme faaliyet nakit akışı oranını azaltmaktadır şeklinde kabul edilmiştir**. Binom testi sonucu da tüm birleşmelerin %88'inde birleşme öncesi faaliyet nakit akışı oranının birleşme sonrasında düştüğünü göstermekte olup medyan farkları testini desteklemektedir. Binom testinin sonucu da istatistiksel olarak anlamlıdır. Diğer taraftan, faaliyet nakit akışı oranının birleşme öncesine göre birleşme sonrası 1., 2. ve 3. yıllardaki ortalama ve medyan değerlerindeki değişim incelendiğinde, birleşme sonrası ilk yılda %50,04, ikinci yılda %9,96 azaldığı, üçüncü yılda %7,48 arttığı görülmektedir. Aynı dönem için rakip firmalarda bu oranın medyan değerlerinin sürekli bir azalma içinde olduğu (sırasıyla %42,3, %48,06 ve %25,5'lik bir azalış yaşandığı) görülmektedir. **Buradan, faaliyet nakit akışının rakip firmalara göre birleşen şirketlerde daha olumlu seyrettiği (yani daha düşük oranlarda düşme gösterdiği), birleşmenin faaliyet nakit akışları üzerinde olumlu etki yarattığı söylenebilecektir.**

Faaliyet nakit akışı  $[Net \text{ Satışlar} - (SMM + GYG + Paz. Sat. Dağ. Gid.) + Amortisman] / \text{Toplam Varlıklar}$  olarak hesaplanmakta olup, bu orandaki azalışın ya satışlardaki düşmeden veya aktiflerin satışlara göre daha hızlı artmasından ya da her iki unsurdan farklı olarak faaliyet giderlerinde birleşmeden sonra önemli ölçüde artış olmasından kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Aktif ve satışların birleşme öncesi

ve sonrası büyümesine bakıldığında, aktif büyüme hızının birleşme öncesinde ortalamasının %18 iken birleşme sonrasında %12'ye düştüğü, satışların büyüme hızının ise ise %32'den %12'ye düştüğü görülmekte olup, buradan birleşme sonrasında faaliyet nakit akışındaki ciddi azalmaya sebebiyet veren faktörün satışlardaki düşüş olduğu anlaşılmaktadır. Bunun dışında analizde test edilen diğer değişkenlerin test sonuçlarının istatistiksel olarak anlamlılıkları bulunmamıştır. Bu bağlamda, birleşen ve kontrol grubu şirketler için yapılan test sonuçları karlılık, nakit yaratma, mali yapı, büyüme ve etkinlik açısından aşağıda özetlenmiştir:

Performans Göstergesi	Birleşenlerin BÖ'ne Göre BS Durumu <sup>31</sup>	Kontrol Grubu ile BÖ'ne Göre BS Kıyaslama <sup>32</sup>	Birleşmenin Etkisi
<b>Karlılık</b>	ROA → Artmış ROE → Artmış Kar Marjı → Azalmış	ROA → Azalmış ROE → Azalmış Kar Marjı → Azalmış	ROA → <b>Olumlu</b> (*) ROE → <b>Olumlu</b> (*) Kar Marjı → Etkisi bulunamadı
<b>Nakit Yaratma</b>	OCF → Azalmış LO → Azalmış	OCF → Azalmış LO → Azalmış	OCF → <b>Olumlu</b> (**) (Rakiplerdeki azalma birleşenlerden daha yüksek seviyede olduğu için) LO → <b>Olumlu</b> (*) (Rakiplerdeki azalma birleşenlerden daha yüksek seviyede olduğu için)
<b>Mali Yapı</b>	FYO1 → Artmış(*) FYO2 → Azalmış	FYO1 → Azalmış(**) FYO2 → Artmış	FYO1 → <b>Olumlu</b> (**) FYO2 → <b>Olumlu</b> (*)
<b>Büyüme</b>	SBO → Azalmış ABO → Azalmış	SBO → Azalmış ABO → Azalmış	SBO → Etkisi bulunamadı ABO → Etkisi bulunamadı
<b>Etkinlik</b>	EO1 → Artmış EO2 → Artmış EO3 → Artmış	EO1 → Artmış EO2 → Azalmış EO3 → Artmış	EO1 → Etkisi bulunamadı EO2 → <b>Olumlu</b> (*) EO3 → <b>Olumsuz</b> (*) (Rakiplerde BS dönemde sürekli artış ve daha yüksek seviyede olduğu için)

(\*) *Bulunan sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değil (p<0,05).*

(\*\*) *Bulunan sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı (p<0,05).*

Bu bağlamda, birleşen şirketlerin performans ölçütlerinin birleşme öncesi ile birleşme sonrasına göre kendi içinde karşılaştırılmasından nakit yaratma gücünün (faaliyet nakit akış oranının) azaldığı (istatistiksel olarak anlamlı) sonucuna ulaşılmıştır. İstatistiksel olarak anlamlı bulunmasa da, karlılığın arttığı, özsermayesinin toplam pasif içindeki payının artması nedeniyle mali yapının

<sup>31</sup> *Birleşen şirketlerin birleşme öncesi ve sonrasına ilişkin kendi arasında karşılaştırılmasına yönelik analiz sonuçlarına göre (mutlak karşılaştırma, Tablo 19'dan yararlanılarak) yapılan karşılaştırmadır.*

<sup>32</sup> *Birleşen şirketlerle kontrol grubunun birleşme öncesi ve birleşme sonrası görelisi (Tablo 18'den yararlanılarak) karşılaştırmadır.*

güçlendiği ve etkinlik oranlarının iyileşme gösterdiği bulgularına ulaşılmıştır. Aynı ölçütlerin birleşme öncesine göre birleşme sonrasındaki seyri birleşen ve kontrol şirketleri arasında kıyaslandığında ise, kontrol grubu firmalardaki azalmanın birleşen firmalardakinden daha fazla olması nedeniyle birleşmenin nakit yaratma gücünün bir göstergesi olan faaliyet nakit akışı oranı üzerinde istatistiksel anlamlılığı bulunan olumlu bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İstatistiksel anlamlılığı bulunmama ile birlikte, kontrol grubu ile yapılan kıyaslamadan karlılık, mali yapı ve etkinlik açısından birleşen grubun daha başarılı olduğu bulgusu edinilmiştir.

Diğer taraftan, analizde devralan şirketin faaliyet gösterdiği sektörün, birleşme türünün (yatay-dikey-karma), devrolan ve devralan şirketin görece büyüklüğünün ve devralınan şirketin niteliğinin (halka açık olup olmama durumunun) birleşme sonrası faaliyet göstergeleri üzerinde olumlu etkisi olup olmadığı test edilmiştir. Buna analizin sonuçlarına göre;

- e) Birleşme türünün (yatay/yatay olmayan) birleşmeler için sadece karlılık, mali yapı ve etkinlik oranları açısından fark yarattığı ve yatay birleşmelerin yatay olmayanlara göre daha başarılı olduğu,
- f) Devralınan hedef şirket büyüklüğünün, karlılık ve etkinlik oranları açısından fark yarattığı ve büyük birleşmelerin küçüklere göre bu açıdan daha başarılı olduğu,
- g) Hedef şirketin halka açık ya da kapalı olmasının, karlılık, mali yapı ve etkinlik oranları açısından fark yarattığı, karlılık açısından kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelerin daha başarılı olduğu buna karşın mali yapı ve etkinlik açılarından borsa şirketlerinin devralındığı birleşmelerin daha başarılı olduğu,
- h) Devralan şirketlerin sektörel farklılıklarının performans göstergeleri üzerinde fark yaratan bir etkisinin ise bulunmadığı,

tespit edilmiştir. Bu analizin sonuçları literatürde yer alan diğer araştırmaların sonuçlarıyla paralellik göstermekle birlikte, sadece kapalı şirketlerin devralındığı birleşmelerin karlılık oranları açısından başarı sağlamış olmaları beklenilenin dışında bir sonuç olarak karşımıza çıkmıştır.



Diğer taraftan, bu araştırmanın birinci bölümünü oluşturan ve yukarıdaki tabloda özetlenen analizin sonuçları da esas itibariyle yabancı literatürdeki örneklerine pek çok açıdan paralellik göstermektedir. Bunlardan ilki faaliyet nakit akışı oranı performans ölçümünde kullanan tüm çalışmalarda (Healy vd. (1992), Cornett ve Tehranian (1992), Rahman ve Limmack (2004), Manson vd. (2000), Sharma ve Ho (2002), Ramakrishnan (2008), vd.) faaliyet nakit akışı oranı (OCF) istatistiksel olarak anlamlı sonuç vermiştir. Ancak bu çalışmalarda bu oran birleşme sonrasında artış gösterirken bizim çalışmamızda istatistiksel olarak anlamlı fakat azalma yönünde bir değişim göstermiş olduğu görülmüştür. Diğer taraftan, diğer çalışmaların bir çoğunda da, tıpkı bizim çalışmamızda olduğu gibi ölçülen pek çok oranda birleşmenin başarı sağlamadığı sonucu elde edilmiştir. Bir başka benzer husus da diğer çalışmalarda da istatistiksel anlamlılığı bulunan sonuçların test edilen oranlar setinin büyük bir kısmında yakalanamadığı yönündedir.

Ancak bizde sadece bir oranın istatistiksel anlamlılığı olan bir sonuç vermesi de dikkat çekicidir. Esas itibariyle bu durumun iki temel sebebi olduğu düşünülmektedir. Öncelikli olarak, analiz sonuçlarının, bu şekilde çıkmasının en temel sebeplerinden biri, örneği oluşturan birleşmelerin neredeyse tamamına yakınının grup şirketleri arasında gerçekleştirilmesi olduğu düşünülmektedir. Özellikle devralan ve hedef şirketlerin ortaklık yapılarına bakıldığında, devralan şirketin devralınan hedef şirketin hakim ortağı konumunda olduğu (genel olarak sermayesindeki payı %90 civarında) veya her iki şirketin başka bir ana ortağın altında bağlı ortaklık konumunda bulunduğu görülmektedir. Bu durum birleşme oranlarının çok yüksek oluşmasından da anlaşılmaktadır. Ülkemizde gerçekleştirilen birleşmelerin bu temel özelliği araştırmada elde edilen bulgularla birlikte değerlendirildiğinde, inceleme kapsamına alınan birleşmelerin önemli bir kısmının özü itibariyle sadece bir organizasyon değişikliği ve/veya grup içi yeniden yapılanma faaliyetinin ötesine geçemediği, bu sebeple de şirket birleşmelerinin teorik alt yapısını oluşturan faaliyet, finansal ve piyasa sinerjilerini yaratamadığı görülmektedir.

Diğer taraftan, incelemede ele alınan birleşmelerde işleme taraf şirketlerin grup şirketi olmasının bir başka sonucu da mali tablolar açısından ortaya çıkmıştır. İnceleme döneminde birleşme öncesi ve sonrasına ait finansal tabloların konsolide tablolar olması nedeniyle, birleşmenin mali tablolar üzerinde hesap kalemleri bazında

önemli bir değişikliğe yol açmadığı görülmektedir. Devraldıkları hedef şirketlerin bağlı ortaklığı olması sebebiyle, devralan şirketlerin birleşme öncesi finansal tablolarında zaten hedef şirket konsolide edildiğinden, birleşme sonrası finansal tablolar ile birleşme öncesi finansal tablolar arasında çok fark bulunmamaktadır. Bu bağlamda, ülkemizde konsolide mali tablo düzenlenmeyen dönem olan 1997-1999<sup>33</sup> yılları arasında gerçekleştirilen birleşmeler üzerinde performans ölçümü yapılması muhasebe uygulaması değişikliğinin net etkisinin görülmesi bakımından önem taşımaktadır. Bu çalışma kapsamında olmamakla birlikte, daha sonraki bir çalışmada bu analizde yapılan ölçümlerin aynısının 1997-1999 dönemi birleşmeleri için de yapıp elde edilecek sonuçların bu analizin sonuçlarıyla karşılaştırılması, uygulanan muhasebe ilke ve esaslarındaki değişikliğin birleşme sonrası performans göstergeleri üzerindeki etkisinin net olarak görülebilmesini sağlayacaktır.

Öte yandan, konsolidasyon uygulamasına ilişkin olarak, şirket birleşmelerinin faaliyet performansı ölçümü konusunda çalışma yapılan başka ülkelerde de inceleme kapsamına alınan dönemde konsolidasyon uygulandığı görülmekle birlikte (özellikle İngiltere ve ABD uygulamalarında), bu ülkelerde gerçekleştirilen birleşmelerin gerçek anlamda grup dışı şirket ele geçirme faaliyeti olarak yapılması nedeniyle, analizde elde edilen sonuçlar bizdeki sonuçlara nazaran daha çok ölçüt açısından istatistiksel anlamlılığa sahiptir.

Her ne kadar teoride şirketleri birleşmeye iten temel güdü, birleşme sonrası faaliyet performansının (karlılığı ve nakit yaratma gücünü artırarak, likiditeyi ve mali yapıyı güçlendirerek, etkinlik ve büyümeyi sağlayarak) artırılması ise de, gerçekleşen birleşmeler üzerinde yapılan ex-post çalışmalar tüm dünyada bu amaçların hepsine birden ulaşamadığını ortaya koymaktadır. Bu durum bize şirket birleşmelerinde teoride ortaya konulan hedefler ile fiili olarak elde edilen sonuçlar arasında önemli bir fark oluştuğunu göstermektedir. Ayrıca bu sonuç sadece ülkemiz gibi gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelere özgü olmayıp, ABD, İngiltere, Japonya gibi sermaye piyasaları gelişmiş ülkeler için de geçerli olmaktadır. Bu noktada, birleşme sonrası performansın olumlu gelişme göstermemesinin nedenlerinin, bir başka ifade ile başarısızlığın nedenlerinin bu çalışmada kullanılan örnek şirketler açısından

---

<sup>33</sup> Birleşme sonrası 3 yıllık mali tabloya ihtiyaç duyulacağından t+3. yıl tabloları konsolide olmayan 2002 yılı tabloları olacaktır.

araştırılması, bundan sonraki çalışmalara konu olabilecek önemli bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır.

Diğer taraftan, şirket birleşmesi süreci, birleşme kararının alınması, birleşmenin planlanması, birleşilecek şirketlerin araştırılması, seçilmesi, birleşilecek aday şirketlerin finansal analizi ve belirlenen hedef şirketle görüşme ve birleşmenin sonuçlandırılması gibi pek çok aşamayı içermektedir. Bu açıdan, birleşme işlemleri olabildiğince karmaşık ve çok yönlü ve de çok paydaşlı (devralan ve devrolan şirket ortakları, şirket tüzel kişiliği, kreditorler, potansiyel yatırımcılar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar, çalışanlar, devlet ve sosyal kuruluşlar vd.) bir işlemler dizisidir. Bu çerçevede, birleşme kararının stratejik bir karar olması nedeniyle iyi planlanmadığı takdirde sonuçları işletmeyi uzun yıllar olumsuz etkileyebilmektedir.

Ayrıca, dünya literatüründeki tüm araştırmaların da ortaya koyduğu üzere, şirket birleşmelerinde teorideki hedefler ile fiili olarak elde edilen sonuçlar arasında önemli farklar olduğu ve teorideki hedefler açısından birleşmelerin başarısızlıkla sonuçlandığı dikkate alındığında, birleşme kararı alan şirketlerin birleşme sonucunu önceden tahmin edebilecekleri analizler yapmaları bir gereklilik olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda, ülkemizde İMKB şirketlerince gerçekleştirilen birleşmelerin sonuçlarını ortaya koyan bu çalışmanın sonucunda ediniler bulguların, birleşme kararı alacak olan şirket yöneticilerine bu önemli karar sürecinde katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKLAR

- Agrawal, A., Jaffe, J.F. ve Mandelker, G.N. 1992. The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly. *Journal of Finance*. 47. s.1605-1621.
- Ağca, V., Tunçer, E. 2006. Çok Boyutlu Performans Değerleme Modelleri ve Bir Balanced Scorecard Uygulaması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi. İ.İ.B.F. Dergisi* (C.VIII ,S.1, 2006). s. 173-194.
- Ahuja, S. 1999. Efficiency and Market Demand: Indian and Foreign Corporate Sector in India. *Economic and Political Weekly*. July 10. s.1948-1954.
- Akal, Z. 2005. *İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi-Çok Yönlü Performans Göstergeleri*. Milli Produktivite Merkezi Yayınları. Ankara.
- Akay, H. 1997. *İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi*. İstanbul. Yaylım Matbaası.
- Akdoğan, Nalan ve Tenker, N. 2007. *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. 11. Baskı. Gazi Kitabevi. Ankara.
- Akgüç, Öztin. 2010. *Mali Tablolar Analizi*. 14. Baskı. Avcıol Basım Yayınevi. İstanbul.
- Altınırnak, S. 2004. *Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık*. (H. Sumer ve H. Pernsteiner (ed.) “Şirket Birleşmeleri” içinde) İstanbul. Alfa Yayınevi. s.213-230.
- Altunbas, Y. ve Ibanez, D.M. 2004. *Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe, The Role of Strategic Similarities*. European Central Bank. Working Paper Series No:398.
- Anandan, R., Kumar, A., Kumra, G. ve Padhi, A. 1998. *M&A in Asia*. The McKinsey Quarterly. Number 2. s.64-75.

- Andrade, G., Mitchell, M. ve Stafford, E. 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*. Volume 15. Number 2. s.103-120.
- Arzac, E. R. 2005. *Valuation For Mergers, Buyouts, and Restructuring*. John Wiley& Sons Inc.
- Aydın, N. 2004. *Birleşme ve Satınalmalarda İşletme Değerlemesi*. (H. Sumer ve H. Pernsteiner (ed.) “Şirket Birleşmeleri” içinde) İstanbul. Alfa Yayınevi. s.193-212.
- Bayrak, A, Özcan, A.İ., Anıl, N.K. ve Emre, F. 2004. İstanbul İlinden Seçilmiş Tekstil Sektörüne Ait Firmaların Veri Zarflama Analizi ile Etkinliklerinin Ölçülmesi. *Review of Social, Economic & Business Studies*. Vol.3/4. 161-177.
- Bernile, G. ve Bauguess S. 2010. *Do Merger Synergies Exist?*. <http://ssrn.com.abstract=642322> .
- Bessler, W., Murtagh, J.P. 2002. The Stock Market Reaction to Cross-border Acquisitions of Financial Services Firms: An Analysis of Canadian Banks. *Journal of Financial Markets*. Institutions & Money. 12. s.419-440.
- Boeh, K.K. ve Beamish, P.W. 2007. *Mergers and Acquisitions- Text and Cases*. Sage Publications Inc.California, USA.
- Bouwman, H. S. C., Fuller, K. ve Nain, S. A. 2003. Stock Market Valuation and Mergers. *MIT Sloan Management Review*. Fall. s. 9-11.
- Bradley, M., Desai, A. ve Kim, E. 1983. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*. 11. s.183-206.
- Bradley, M., Desai, A. ve Kim, E. 1988. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*. 21. s.3-40.
- Brealey, R.A. ve Myers S.C. 2003. *Principles of Corporate Finance*. New York. McGraw-Hill Inc.

- Brigham, E.F., Gapenski, L.C. 1997. *Financial Management Theory and Practice*. 8 th Edition. The Dryden Press. s. 1080.
- Bruner, R. F. 2002. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*. Vol. 12. 2002. s. 48-68.
- Campa, J., M. ve Hernando, I. 2004. Shareholder Value Creation in European M&a's. *European Financial Management*. Vol. 10, No.1. s. 47 – 81.
- Cassiman, B ve Colombo, M. G. 2006. *Mergers and Acquisitions- The Innovation Impact*. Edward Elgar Publishing Inc. Massachusetts, USA.
- Chatterjee, R. ve Meeks, G. 1996. The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 23. No.5-6. s.851-868.
- Chaudhuri, S. 2002. *Economic Reforms and Industrial Structure in India*. *Economic and Political Weekly*. January 12. s.155-162.
- Clark, K. ve Ofek, E. 1994. Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 29(4). s.541-65.
- Cornett, M.M. ve Tehranian, H. 1992. Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 31(2). s.211-234.
- Cosh, A. ve Guest, P. 2001. *The long-Run Performance of Hostile Takeovers: UK Evidence*. Working Paper. ESRC Centre for Business Research. University of Cambridge.
- Coşkun, A. 2006. Büyük Sanayi İşletmelerinde Performans Ölçüm ve Yönetim Uygulamaları. *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*. 2006 Temmuz sayısı.
- Coyle, B. 2000. *Corporate Finance, Mergers&Acquisitions*. Canterbury. CIB Publishing.
- Çam, M. 2006. Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (FTMY) Birlikte

Kullanımı. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. Cilt 15. Sayı 2. 2006. s.95-118.

Çelik, O. 1999. *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*. Ankara. Turhan Kitapevi.

Çelik, O. 2003. İşletme Performansının Ölçülmesinde Klasik Bir Araç Olarak Gelir Tablosu: Teorisi, İlkeleri Ve Sınırlılıkları. *Muhasebe ve Denetim Bakış*. Eylül 2003. Sayı:10. s.67-79.

Çukur, S. ve Eryigit, R. 2006. Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*. Yıl 21. Sayı 243. s. 96-107.

Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2. Ed. John Wiley & Sons, Inc. New York.

DeLong, G.L. 2003. The Announcement Effects of U.S. versus Non-U.S. Bank Mergers: Do They Differ?. *The Journal of Financial Research*. Vol.XXVI. No:4. s.487-500.

Demir, A.S. ve Taşkın, H. 2008. İşletme Performansı Ölçme Modellerinin Karşılaştırılması: Kuantum Performansı, Maddi Olmayan Varlıkların İzlenmesi, Performans Prizması ve Skandia Kılavuzu Modelleri. *Journal of Yasar University*. 3(11). 1695 – 1709.

Demiraslan, A. E. 2007. *İşletmeler İçin Performans Ölçümü Bir Finansal Performans Değerlendirme Modeli Önerisi*. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Manisa.

DePamphilis, D. M., 2010. *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*. (Academic Press Advanced Finance Series) Elsevier Publications. 5 th Ed. London. UK.

Dodd, P. ve Ruback, R. 1977. Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*. 5. s.351-374.

Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S. ve Teoh, S. H. 2005. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? *Journal of Finance*. 61. 725-762.

- Elitaş, C. Ağca, V. 2006. *Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve*. Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. (Aralık 2006).Cilt VIII. Sayı:2. s.343-370.
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. 2005. *Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim*. 2. Baskı. Gazi Kitabevi. Ankara.
- Erkan, N. 2003. *Şirketlerin Birleşme veya Devralma Sonrası Performansları*. Rapor No:AD/1-NE/1. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. ve Roll, R. 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. **International Economic Review**. 10(1). s. 1-21.
- Fernandez, P. 2007. *Company Valuation Methods:The Most Common Errors in Valuations*. IESE Working Paper No:449. IESE Business School. Madrid, Spain.
- Francoeur, C. 2005. The Long-Run Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Canadian Evidence. Montreal. Canada.
- Franks, J., Harris, R. ve Titman, S. 1991. The Post Merger Share-Price Performance of Acquiring Firms. **Journal of Financial Economics**. 29(1). s.81-96.
- Gates, S. 2000. Strategic Performance Measurement Systems: Translating Strategy into Results. **Journal of Applied Corporate Finance**. 13, 3, 2000. s. 44 – 59.
- Gaughan, P.A. 2007. *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*. New York. 4<sup>th</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
- Gaughan, P.A. 2005. *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It?* John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
- Ghalayini, A. M. ve Noble, J. S. 1996. The Changing Basis of Performance Measurement. **International Journal of Operations & Production Management**. 16, 8, 1996. s. 63 – 80.



- Ghosh, A. 2001. Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisition? *Journal of Corporate Finance*. 7(2). s.151-178.
- Gjirja, M. 2002. *Assessing the Efficiency Effects of Bank Mergers in Sweden. A panel-based Stochastic Frontier Analysis*. Department of Economics. Göteborg University. Sweden.
- Goergen, M. ve Renneboog, L. 2004. Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Crossborder Takeover Bids. *European Financial Management*. No:10. s. 9-45.
- Gürdamar, O. 2007. *Basel II Uygulamaları Çerçevesinde Kobilere Alternatif Finansman Modeli Önerisi Birleşme ve Satın Almalar*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Haliç Üniversitesi SBE.
- Gülmez, H. 2006. *Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Normal Üstü Getiri ve Bir Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi BSE.
- Gürel, T.B. 2004. *Parametrik ve Nonparametrik Testler*. Niğde Üniversitesi İİBF. Pazarlama Bölümü. Niğde.  
[http://www.akademikdestek.net/kutuphane/analiz/analiz\\_dosyalar/parametrik\\_nonparametrik\\_testler.doc](http://www.akademikdestek.net/kutuphane/analiz/analiz_dosyalar/parametrik_nonparametrik_testler.doc)
- Gürol, Y.D. 2004. *Toplam (Dengeli) Başarı Göstergesi (Balanced Scorecard) Yönteminin Stratejik Bilginin Sağlanması Sürecindeki Yeri*.  
<http://iibf.ogu.edu.tr/kongre/bildiriler/07-04.pdf>
- Hacırustemoğlu, R., Şakrak, M. ve Demir, V. 2002. Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı). *Mali Çözüm Dergisi*. Haziran. Sayı 59.
- Harrison, J.S., Hitt, M.A., Hoskisson, R.E. ve Ireland, R.D. 1991. Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. *Journal of Management*. 17(1). s.173-190.
- Hart, M.A. ve Sherman, A.J. 2006. *Mergers & Acquisitions: From A to Z*. 2nd. Edition. Amacom Publication. New York, USA.

- Hayward, M.L.A., Hambrick, D.C. 1997. Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions – Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*. 42, 1: 106-127.
- Hazelkorn, T., Zenner, M. ve Shivdasani, A. 2004. Creating Value With Mergers And Acquisitions. *Journal of Applied Corporate Finance*. vol. 16, issue 2-3, pages 81-90.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. ve Ruback, R.S. 1992. Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*. 31(2). s.132-175.
- Herman, E. ve Lowenstein, L. 1988. *The Efficiency Effects of Hostile Takeovers*. Oxford University Press.
- Hopkins, H.D. 2008. International Acquisitions: Strategic Considerations. International Research. *Journal of Finance and Economics*. Issue 15. s.260-270.
- Hogarty, T.F. 1978. The Profitability of Corporate Mergers. *The Journal of Business*. Vol. 33. No. 2. s.317-329.
- Hoskisson, R.E., Eden, L., Lau, C.M. ve Wright, M. 2000. Strategy in Emerging Economies. *Academy of Management Journal*. 31(2). s.249-267.
- Huang, Y. S., Walking, R. A. 1987. Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements-Payment, Acquisition Form and Managerial Resistance. *Journal of Financial Economics*. 19, s. 329-349.
- Ikeda, K. ve Doi, N. 1983. The Performances of Merging Firms in Japanese Manufacturing Industry:1964-75. *The Journal of Industrial Economics*. Vol.XXXI. No:3. s. 257-266.
- Işıl, Ö. 2006. *Türk Bankacılık Sisteminde Performans Ölçümü ve Yönetimi*. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul.
- İçke, B.T. 2006. *Firma Birleşme ve Satınalmalarının Hisse Senedi Değeri Açısından Analizi ve İMKB’de Bir Uygulama*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul.

- İçke, B.T. 2007. *Şirket Birleşmeleri Hisse Senedi Değeri ve Finans Sektörü*. Derin Yayınları. İstanbul.
- Janovic, B., Rousseau, P. L. 2002. *The Q Theory of Mergers*. National Bureau of Economic Research. Working Paper 8740.
- Jakobsen, J.B. ve Voetman, T. 2003. Post Acquisition Performance in the Short and Long Run: Evidence from Copenhagen Stock Exchange 1993-1997. *The European Journal of Finance*. 9, 323-342 (August 2003)
- Jensen, M.C. ve Ruback, R.S. 1983. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*. 11. s.5-50.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76 (2). s. 323-329.
- Johnson, H. J. 1999. *Corporate Finance Manual Mergers and Acquisitions A Framework for the Right Executive Decision*. Great Pearson: FinancialTimes/Prentice Hall. London.
- Jones, G. R. 2003. *Organizational Theory, Design, and Change*. Prentice Hall.
- Kamaly, A. 2007. Trends and Determinants of Mergers and Acquisitions in Developing Countries in the 1990s. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 8. s.15-30.
- Kaplan, S.N. ve Weisbach, M.S. 1992. The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures. *The Journal of Finance*. No.1, s.107-138.
- Kaplan, R.S. ve Norton, D.P. 1996. Translating Strategy into Action: The Balanced Scorecard. *Harvard Business School Press*. Boston.
- Kaplan, R.S. ve Atkinson, A.A. 1998. *Advanced Management Accounting*. Prentice Hall. New Jersey.
- Kara, H. 2005. *Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak EVA; İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*. Ankara. Yayın No:184. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

- Karapınar, A. 2006. *Uluslararası Raporlama Standartlarına Göre İşletme Birleşmeleri*. Ankara. Gazi Kitabevi.
- Kargın, M. 2007. *Finansal Sinerji Arttırıcı Bir Yaklaşım Olarak İşletme Birleşmeleri*. Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi. Manisa.
- Kocaman, N.G. 2006. *Performans Ölçümüne Geleneksel Olmayan Bir Yaklaşım: Kurumsal Karne Yöntemi*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Ankara.
- Kruse, T., Park, H., Park, K., Suzuki, K. 2003. Long Term Performance Following Mergers of Japanese Companies The Effect of Diversification and Affiliation. *Working Paper presented at American Finance Association meetings in Washington DC*. s.1-40.
- Kunc, M. 2000. *Mergers and Long Term Industrial Performance: A Dynamic Approach*. London School of Business.
- Langtieg, T.C. 1978. An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger. *Journal of Financial Economics*. 6, s.365-383.
- Langhe, D. T. ve Ooghe, H. 2001. Are Acquisitions Worthwhile? An Empirical Study of the Post-Acquisition Performance of Privately Held Companies Involved in Takeovers. *Working Paper presented at the European Financial Management Association Conference* (June 2001. Lugano. Switzerland). WP no 2001/124.
- Lohman, C., Fortuin, L. ve Wouters, M. 2004. Designing a Performance Measurement System: A Case Study. *European Journal of Operational Research*. 156, 2, 2004. s.267 – 286.
- Loughran, T. ve Vijn, A.M. 1997. Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions? *Journal of Finance*. 52, s.1765-1790.
- Lubatkin, M. 1983. Mergers and the Performance of the Acquiring Firm. *Academy of Management Review*. 1983. Vol. 8. No:2. s.218-225.

- Lyrودي, K., Lazaridis, J. ve Subenitois, D. 1999. Impact of International Mergers and Acquisitions on Shareholder`s Wealth European Perspective. *Journal of Financial Management & Analysis*. 12, s.1-14.
- Machiraju, H.R. 2003. *Mergers, Acquisitions and Takeovers*. New Age International Limited.
- Mallikarjunappa, T. ve Nayak, P. 2007. *Why Do Mergers and Acquisitions Quite Often Fail?* Aims International. Volume:1. Number:1. January 2007. s. 53-69.
- Mandacı, P. E. 2004. Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*. 225, s. 118-123.
- Mandacı, P. E. 2005. Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı ve Performanslarına Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*. Ağustos. s. 60-67.
- Manson, S., Powell, R., Stark, A.W. ve Thomas, H.M. 2000. Identifiying the Sources of Gains from Takeovers. *Accounting Forum*. 24(4). s.319-343.
- Manson, S., Stark, A.W. ve Thomas, H.M. 1995. *A Cash Flow Analysis of Operational Gains from Takeovers*. (The Chartered Association of Certified Accountants London. Certified Research Report 35).
- Mantravadi, P. ve Reddy, A.V. 2007. Relative Size in Mergers and Operating Performance: The Indian Experience. *Economic and Political Weekly*. Sept 29. 2007. s.3936-3942.
- Mantravadi, P. ve Reddy, A.V. 2008(a). Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*. ISSN 145-2887 Issue 22 (2008). Euro Journals Publishing Inc.
- Mantravadi, P. ve Reddy, A.V. 2008(b). Type of Merger and Impact on Operating Performance: The Indian Experience. *Rewiev of Industry and Management*. Sept 27. 2008. s. 67-73.
- Martynova, M. and Renneboog, L. 2004. *A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?*  
<http://ssrn.com/abstract=820984>

- Martynova, M., Oosting, S. ve Renneboog, L. 2006. *The Long-Term Operating Performance of European Mergers and Acquisitions*. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper No. 137/2006. ([http://ssrn.com/abstract\\_id=944407](http://ssrn.com/abstract_id=944407))
- Mergers&Acquisitions Survey. 2000. *European Results of the Watson Wyatt Global M&A Survey*. p.3.
- Meschi Meloria M.. 2004. *Analytical Perspectives on Mergers and Acquisitions, A survey*. Paper No:5-97. Research Papers in International Business. Center for International Business Studies.
- Miller, E.L. 2007. *Mergers and Acquisitions, A Step by Step Legal and Practical Guide*. John Willey & Sons, Inc. New Jersey. USA.
- Mitchell, M., Pulvino, T., Stafford, E. 2004. Price Pressure Around Mergers. *The Journal of Finance*. 59(1). s. 31-63.
- Müslümov, A. 2002. The Financial Analysis of Mergers. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları. Yayın No:141. Ankara.
- Mylonakis, J. 2006. The Impact of Banks' Mergers & Acquisitions on their Staff Employment & Effectiveness. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 3. s.121-137.
- Neely, W.P. ve Rochester, D.P. 1987. Operating Performance and Merger Benefits: The Savings and Loan Experience. *The Financial Review*. Vol. 22. No. 1. s. 111-129.
- Neely, A., Gregory, M. ve Platts, K. 1995. Performance Measurement System Design: A Literature Review and Research Agenda. *International Journal of Operations & Production Management*. 15/4. 1995.
- Neely, A. 1999. The Performance Measurement Revolution: Why Now and What Next?. *International Journal of Operations & Production Management*. 19, 2, 1999.
- Neely, A., Bourne, M. ve Kennerley, M. 2000. Performance Measurement System Design: Developing and Testing a Process-Based Approach.

*International Journal of Operations & Production Management*. 20, 10, 2000. s. 1119 – 1145.

Norton, D.P. 2000. “*Beware: The Unbalanced Scorecard*”, *Balanced Scorecard Report*. C: II. No:2. s.13-14.(Aktaran: Coşkun, A. *Stratejik Performans Yönetiminde Performans Karnesi Kullanımı: Türkiye’deki Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama*. <http://ssrn.com/abstract=979612>)

Özbirecikli ve Ölçer. 2002. *Strateji Odaklı Performans Ölçümü: Balanced Scorecard-BSC*. İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi. Cilt: 31. (2), s.1-18.

Öztunalı, A. 2008. *Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara.

Parker, C. 2000. *Performance Measurement*. Work Study. C: XLIX. No: 2. s. 425.

Philippatos, G.C., Choi, D. ve Dowling, W.A. 1985. Effects of Mergers on Operational Efficiency: A Study of the S&L Industry in Transition. *The Northeast Journal of Business & Economics*. Vol. 11. No. 2. s.1-14.

Pawaskar, V. 2001. *Effects of Mergers on Corporate Performance in India*. *Vikalpa*. 26(1), s.19-32.

Pazar, K. 2002. *Şirket Birleşmeleri ve Başarı Koşulları*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi SBE.

Pazarskis, M., Vogiatzoglou, M., Christodoulou, P. ve Drogalas, G. 2006. Exploring the Improvement of Corporate Performance after Mergers – the Case of Greece. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 6 (2006).

Poroy, R., Tekinalp, Ü. ve Çamoğlu, E. 2010. *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*. İstanbul. Beta Basım Yayın Dağıtım.

Rahman, R.A. ve Limmack, R.J. 2004. Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*. 31(3&4). s.359-400.

- Rajeshwer, C. 2001. *Mergers & Acquisitions: New Perspective*. ICFAI Press. India.
- Ramanujam, V.V.N. 2009. Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1504502](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1504502) .
- Ramakrishnan, K. 2008. *Long-term Post-merger Performance of Firms in India*. Vikalpa. Vol. 33. No. 2. s.47-63.
- Ramaswamy, K.P. ve Waagelein, J.F. 2003. Firm Financial Performance Following Mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 20(2), s.115-126.
- Ramaswamy, K.P. ve Salatka, W. 1996. *Impact of Mergers on Long-Term Operating Performance of the Combined Firm*. Working Paper. Hong Kong University of Science and Technology.
- Ramu, S.S. 1998. *Corporate Growth through Mergers and Acquisitions*. Response Books. New Delhi.
- Rau, P.R. ve Vermaelen, T. 1998. Glamour, Value and Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*. 49(2), s.223-253.
- Ravenscraft, D.J. ve Scherer, F.M. 1987. *Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency*. Washington DC: The Brookings Institution.
- Ravenscraft, D.J. ve Scherer, F.M. 1989. The Profitability of Mergers. *International Journal of Industrial Organization*. 7(1), s.101-116.
- Rhoades, S.A. 1994. *A Summary of Merger Performance Studies in Banking, 1980-93, and an Assessment of the "Operating Performance" and "Event Study" Methodologies*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Richards, T.J. ve Manfredo, M.R. 2001. *Post-Merger Performance of Agricultural Cooperatives*. Chicago. Illinois.



- Ross, S. A., Westerfield, R. W. Ve Jaffe, J. 2008. *Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin. 5th Canadian Edition. Toronto, Canada.
- Rozeff, S. M. 1982. Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. 5(3), s. 249-259.
- Sariaslan, H. ve Erol, C. 2008. *Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*. Ankara. Siyasal Kitabevi.
- Sarıkamış, C. 2003. *Satın Alma ve Yeniden Yapılanma Şirket Birleşmeleri*. İstanbul. Avcıol Basın Yayın.
- Schoenberg, R. 2006. Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*. Vol. 17. s. 361-370.
- Schweiger, D.M. 2002. *Mergers and Integration*. McGraw Hill.
- Schadle, M.M. ve Pernsteiner, H. 2004. *Finansal Açıdan Şirket Birleşmeleri*. (H. Sumer ve H. Pernsteiner (ed.) “Şirket Birleşmeleri” içinde) İstanbul. Alfa Yayınevi. s.285-305.
- Sharma, S.D ve Ho, J. 2002. The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Avustralian Evidence. *Journal of Business Finance&Accounting*. No:29(1)&(2). January-March. s.155-200.
- Servaes, H. 1991. Tobin’s q and the gains from takeovers. *Journal of Finance*. Vol. 46. s. 409-420.
- Sevim, A. 2004. *Şirket Birleşmelerinde Kurumsal Kaynak Planlaması*. (H. Sumer ve H. Pernsteiner (ed.) “Şirket Birleşmeleri” içinde) İstanbul. Alfa Yayınevi. s. 327-361.
- Sipahi, B., Yanık, S. ve Aytürk, Y. 2011. *Şirket Değerleme Yaklaşımları*. 1. Baskı. Nobel Yayıncılık Ltd. Ankara.
- Sönmez, Y.Z. 2009. *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı*. 1. Basım. Beta Yayıncılık.İstanbul.

- Straub, T.J. ve Attner, F.R. 1992. **Introduction to Business**. Pws-Kent Publication Company. Boston.
- Sumer, H. ve Pernsteiner, H. 2004. **Şirket Birleşmeleri**. Alfa Yayınevi. İstanbul.
- Switzer, J.A. 1996. Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions. *Journal of Economic & Business*. 48(5), s.443-460.
- Tambi, M.K. 2005. **Impact Of Mergers and Amalgamation On The Performance Of Indian Companies**. (<http://129.3.20.41/eps/fin/papers/0506/0506007.pdf>)
- Tangen, S. 2005. Improving the Performance of a Performance Measure. *Measuring Business Excellence*. 9, 2, 2005. s. 5.
- Tetik, S. 2003. İşletme Performansını Belirlemede Veri Zarflama Analizi. *Yönetim ve Ekonomi*. Cilt: 10. Sayı: 2. 2003. s.222.
- Topal, Y. 2008. Ekonomik Katma Değer (EVA) Ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. Y.2008. C.13. S.2 s.249-261.
- Tsang, A.H.C., Jardine, A.K.S. ve Kolodny, H. 1999. Measuring Maintenance Performance: A Holistic Approach. *International Journal of Operations and Production Management*. Vol.19 No.7 s.691-715.
- Tsung-Ming, Y. ve Hoshino, Y. 2000. The Effects of Mergers and Acquisitions on Taiwanese Corporations. *Review of Pasific Basin Financial Markets and Policies*. 3(2), s.183-199.
- Tuch, C. ve O'sullivan, N. 2007. The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. *International Journal of Management Reviews*. Vol. 9. Issue 2. s.141-170.
- Ulusoy, M. 2004. **Son Değişiklikler Çerçevesinde Birleşme, Devir, Bölünme, Hisse Değişimi ve İştirak Yoluyla Şirketlerin Yeniden Yapılandırılması**. Ankara. Yaklaşım Yayınları.
- Üreten, A. ve Ercan M.K. 2000. **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**. 1. Baskı. Gazi Kitabevi. Ankara.

- Varaiya, N.P. ve Ferris, K.R. 1987. Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner's Course. *Financial Analysts Journal*. May-June. s. 64-70.
- Walker, M. 2000. Corporate Takeovers, Strategic Objectives and Acquiring Firm Shareholder Wealth. *Financial Management*. Vol.20. s.53-66.
- Weston, J.F. 1999. Mergers and Performance. *Anderson School of Management, Paper*.
- Weston, J.F., Chung, K.S. ve Hoag, S.E. 2000. *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. New Delhi: Prentice Hall of India.
- Weston, J.F., Mitchell, M.L. ve Mulherin, J.H. 2001. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Prentice Hall.
- Weston, J.F. ve Weaver, S.C. 2001. *Mergers and Acquisitions*. New York. The McGraw-Hill.
- Wilcox, M. ve Bourne, M. 2003. Predicting Performance. *Management Decision*. 41, 8, 2003. s. 806 – 816.
- Yazıcı, Kuddusi. 1997. **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**. DPT Uzmanlık Tezi. Ankara.
- Yenice, E. 2007. Performans Ölçümünde Karşılaşılan Sorunlar ve Kurumsal Karne (Balanced Scorecard) Yaklaşımı. *Bütçe Dünyası Dergisi*. Cilt 2. Sayı 25. Bahar 2007.
- Yeşilyurt, C. ve Alan, M. A. 2003. Fen Liselerinin 2002 Yılı Göreceli Etkinliğinin VZA Yöntemi İle Ölçülmesi. *Cumhuriyet Üniversitesi. İİBF Dergisi* Cilt:4. Sayı:2.
- Yılğör, A. ve Gürgen, E. 2004, *Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi*. H. Sümer ve H. Pernsteiner (ed.) içinde, Alfa Yayınevi. s.381-408.
- Yılğör, A. ve Gürgen, E. 2004-b. *Şirket Birleşme, Ele Geçirme Ve Devralma İşlemlerinin Kısa Ve Uzun Dönemli Performans Değerlendirmesi:*

*Türkiye Üzerine Bir İnceleme.* VIII. Finans Sempozyumu. İstanbul Teknik Üniversitesi. 27-28 Ekim 2004. İstanbul.

Yörük, N. ve Ban, Ü. 2006. Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi.* 40, s. 88-101.

Yrkkö, J. A. 2002. *Mergers and Acquisitions- Reasons and Results.* ETLA The Research Institute of The Finnish Economy. Discussion Papers No:792. Helsinki, Finland.

Zollo, M. ve Meier, D. 2008. What Is M&A Performance?. *The Academy of Management.* Vol. 22. No:3/2008. s.55-77.

## DİĞER KAYNAKLAR

- 5520 Kurumlar Vergisi Kanunu
- 2499 Sayılı Semaye Piyasası Kanunu
- 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun
- A.B.D. Sermaye Piyasası Kanunu (Securities Exchange Act)
- 2010/4 nolu Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ
- SPK’nın Seri:I, No:31 sayılı “Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği
- 1996-2010 yılları arasında yayımlanmış SPK Haftalık Bültenleri
- 1996-2010 yılları arasında yayımlanmış Birleşme Duyuru Metinleri
- [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)
- [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)
- [www.rekabet.gov.tr](http://www.rekabet.gov.tr)
- [www.maliye.gov.tr](http://www.maliye.gov.tr)

## A. Kısa Dönemli Olay Çalışmaları

EK

Yazar ve Araştırma Yılı	İnceleme Dönemi	Örneklem	Ülke	İncelenen Dönem	Temel Bulgular
Firth (1980)	1969-1975	642 ele geçirme	UK	Duyuru ayı	Duyuru ayında ortalama -0.045 getiri elde edilmiştir. (İstatistiksel olarak önemlilik sınırını altındadır)
Dodd (1980)	1970-1977	151 ele geçirme	US	-/+40 gün	Tamamlanmış ele geçirmelerde satın alanlar ortalama -0.23 getiri elde etmiştir duyuru tarihinde. (İstatistiksel olarak önemlilik sınırını altındadır)
Bradley vd. (1983)	1962-1980	241 başarılı birleşme, 94 başarısız birleşme	US	-/+20 gün	-20 - +1 günlük dönemde başarısız birleşmeler ortalama %2.32 kazanç elde etmişler, fakat birleşmenin başarısız olduğu açıkladığı andan itibaren (+2/ +20 gün arasında getiri oranı -%2.96 olmuştur. Her iki sonuç da istatistiksel olarak önemlilik sınırının üstündedir. Başarısız birleşmeler -20/+20 günlük dönemde ise (İstatistiksel olarak önemlilik sınırını altında) -%0.64 getiri elde etmişlerdir.
Franks ve Harris (1989)	1955-1985	1.058 devralan, 1898 hedef şirket (hepsi başarılı)	UK	-4 ay/+1 ay	Devralanlar duyuru ayında ortalama %1 anormal getiri elde etmişlerdir. (İstatistiksel olarak önemlilik sınırının üstündedir.) -4/+1 aylık dönemde ise devralanların anormal getirisi %2.4 ile %7.9 arasında değişmiştir. İstatistiksel olarak anlamlıdır.
Lang vd. (1989)	1968-1986	87 birleşme	US	-/+5 gün	Devralan şirketlerin Tobin's q oranı düşük olanlarının getirisi olumsuz etkilenmiştir.
Mitchel ve Lehn (1990)	2980-2988	228 düşmanca ele geçirme hedef şti, 240 dostça hedef, 232 devralan	US	-/+1 gün	Devralan şirketlerin birleşme sonrası anormal getirisi -%1.66 gözlenmiştir. (İstatistiksel olarak önemlilik sınırının üstündedir.)
Lang vd. (1991)	1968-1986	87 başarılı ele geçirme	US	-/+5 gün	Düşmanca olan ve tek şirket ele geçirmelerinde -%6 ile -%7 arasında negatif anormal getiri gözlenmiştir. (İstatistiksel olarak önemlilik sınırının üstündedir.) Buna karşın, yine düşmanca birden fazla şirket tarafından ele geçirme teklifi varken pozitif fakat istatistiksel olarak önemlilik sınırının altında getiri elde edildiği gözlenmiştir.
Smith ve Kim (1994)	1980-1986	177 birleşme	US	İlk duyurudan 5 gün önce son duyurudan 5 gün sonra	Duyuru tarihinde devralan şirketler -%0.23 kaybetmişlerdir. (İstatistiksel olarak önemlilik sınırının üstündedir.)
Hol ve Kyriazis (1997)	1979-1989	178 başarılı birleşme	UK	0 /+2 ay	Devralan şirketler birleşmeden 2 ay sonrasında -%1.25 negatif anormal getiri elde etmiştir. (istatistiksel olarak anlamlıdır)
Higson ve Elliot	1975-1990	1.660 birleşme	UK	0 /+3 ay	Duyurudan birleşmenin tamamlanmasına kadar pozitif getiri elde

(1998)					edilmiş ancak istatistiksel olarak önemlilik sınırının altındadır. Kendi aktif büyüklüğünün %25 ve üzeri aktif büyüklüğüne sahip büyük hedef şirketleri devralan şirketler -%1.70 negatif getiri elde etmiştir.
Walker (2000)	1980-1996	278 devralma, 230 birleşme, 48 ele geçirme	US	-/+2 gün	Piyasaya göre düzeltilmiş -%0.84 anormal getiri elde edilmiştir. (Sonuç istatistiksel olarak anlamlıdır.)
Sudarsanam ve Mahate (2003)	1983-1995	519 birleşme	UK	-/+1 gün	Devralan şirketlerin elde ettiği anormal getirilerin -%1.39 ile -%1.47 aralığında değiştiği gözlenmiştir. (Sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır.)
Gupta ve Misra (2004)	1980-1998	285 birleşme	US	-/+10 gün	-1 ile 0 günde devralan şirketler %1.52 kaybetmiştir. -2 ilr -10 ve +1 ile +10 günlük dönemlerdeki getiriler istatistiksel olarak önemlilik sınırının altındadır. Getiriler piyasa modeli kullanılarak hesaplanmıştır.
Song ve Walking (2004)	1985-2001	5.726 birleşme	US	-1 gün / 0	Birleşme süreci bir yılın üzerinde olan birleşmelerde devralan şirketler %1 pozitif anormal getiri ettikleri, birleşme süreci bir yılın altındakilerde ise pozitif fakat istatistiksel olarak önemlilik sınırının altında getiri elde ettikleri gözlenmiştir.
Campa ve Hernando (2004)	1998-2000	262 birleşme	Avrupa	-/+30 gün	Yasal düzenlemeleri olan endüstrilerde gerçekleşen birleşmelerde devralan şirketler duyuru tarihinden 30 gün sonrasında -%1.96 negatif anormal getiri elde etmişlerdir. Düzenlenmemiş endüstrilerdeki bulgular ise istatistiksel olarak anlamlı değildir.
Ben-Amar ve Andre (2006)	1998-2000	238 birleşme	Kanada	-/+1 gün	Devralan şirketler birleşmeden 3 gün sonrasında %1.6 pozitif getiri elde etmişlerdir. Getiriler piyasa modeli kullanılarak hesaplanmıştır.

- **Kaynak:** Tuch, C. ve O'sullivan, N. (2007). *The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. International Journal of Management Reviews. Vol. 9. Issue 2. s.144-145.*

## B. Uzun Dönemli Olay Çalışmaları

Yazar ve Araştırma Yılı	İnceleme Dönemi	Örneklem	Ülke	İncelenen Dönem	Temel Bulgular
Firth (1980)	1969-1975	642 ele geçirme	UK	-48 ay -+36 ay	İnceleme döneminde -%1.0 ile -%4.8 negatif anormal getiri elde edilmiştir. Sonuçların istatistiksel olarak anlamlılığı konusunda bilgi yoktur.
Asquith (1983)	1962-1976	285 ele geçirme	US	+1 - +240 gün	Başarılı ele geçirme teşebbüslerinde duyuru sonrasında +240 günlük periyotta devralanlar -%7.2 negatif anormal getiri, aynı dönem için başarısız ele geçirme teşebbüslerinde -%9.6 negatif anormal getiri ölçülmüştür. (Sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır.)
Bradley vd. (1983)	1962-1980	241 başarılı, 94 başarısız ele geçirme	US	-6 - +60 ay	İnceleme döneminde başarısız ele geçirme teşebbüslerinde devralan şirketlerin elde ettikleri getiriler önemlilik sınırının altındadır.
Malatesta (1983)	1969-1974	256 birleşme	US	-60 - +12 ay	-60 aydan duyurunun yapıldığı aya kadar %0.043 pozitif ortalama anormal getiri elde edilmiştir (istatistiksel olarak anlamlıdır). +1 ile +60 aylık dönemde ise -%0.54 negatif ortalama anormal getiri elde edilmiştir (istatistiksel olarak anlamlıdır.)
Franks ve Harris (1989)	1955-1985	1.058 devralan, 1898 hedef şirket (hepsi başarılı)	UK	0 - +24 ay	Market Modeli kullanılarak inceleme döneminde istatistiksel olarak anlamlı -%12.6 negatif ortalama anormal getiri gözlenmiştir. CAPM kullanılarak +%4.5 pozitif ortalama anormal getiri gözlenmiştir.
Limmack (1991)	1977-1986	529 birleşme	UK	0 - +24 ay	CAPM kullanılarak 0-12 ay arasında -%1.66 negatif ortalama anormal getiri, +12 ile +24 ay arasında ise -%4.67 negatif ortalama anormal getiri elde edildiği gözlenmiştir. (Sonuçlar istatistiksel olarak önemlilik sınırının altındadır.)
Agrawal vd. (1992)	1955-1987	937 birleşme ve 237 ele geçirme	US	0 - +5 yıl	Duyuru tarihinden itibaren 5 yıl sonrasına kadar olan dönemde devralan şirketler açısından istatistiksel olarak anlamlı -%10.26 negatif ortalama anormal getiri elde edilmiştir. Birleşmelerde istatistiksel olarak anlamlı -+10 negatif anormal getiri elde edildiği gözlenirken, ele

					geçirmelerde elde edilen sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir.
Gregory (1997)	1955-1985	420 (10 milyar £'dan büyük) birleşme	UK	0 - +24 ay	Firma büyüklüğü, rihs durumu ve büyüme hızının anormal getiriler üzerindeki etkisini ölçmek için farklı karşılaştırma yöntemleri uygulanmıştır. İnceleme döneminde -%8.15 ile -%11.25 arasında negatif ortalama anormal getiri elde edilmiş olduğu gözlenmiştir.
Loughran ve Vjih (1997)	1970-1989	434 birleşme	US	0 - +5 yıl	Devralan şirketler inceleme döneminde ortalamada -%6.5 kaybetmiştir. (İstatistiksel olarak anlamlı değildir.)
Sudarsanam ve Mahate (2003)	1983-1995	519 birleşme	UK	+1 - +750 gün	İstatistiksel olarak anlamlı, -%8.71 ile -%21.89 aralığında anormal getiri elde edildiği saptanmıştır. Analizde firma büyüklüğü ve piyasa/defterdeğeri oranı dikkate alınmıştır. Ayrıca, portföy getirisine göre düzeltme, piyasa getirisi ve ortalama getiri kıstaslarına göre ölçüm yapılmıştır.
Gregory ve McCorriston (2005)	1984-1992	197 UK –US devralması 97 UK-Avrupalı şti devralması 39 UK- diğer ülkelerdeki devralmaları	UK/US/ Avrupa	0 - +5 yıl	US birleşmelerinde, istatistiksel olarak anlamlı, +^ile +5 yıllık dönemde -%9.6 ile -%27 aralığında anormal getiri elde edildiği tespit edilmiştir. EU birleşmelerinde önemsiz büyüklükte anormal getiri tespit edilirken, diğer ülkelerde pozitif anormal getiri elde edildiği tespit edilmiştir.
Conn vd. (2005)	1984-1998	131 cross-border birleşme (halka açık) 1.009 cross-border birleşme (halka kapalı) 2.628 yerel birleşme (halka kapalı)	UK	0 - +36 ay	Halka açık birleşmelerde -%19.78 kayıp tespit edilmiştir. Analizde firma büyüklüğü ve piyasa/defterdeğeri oranı uygunluğuna göre control grubu firmalar kullanılmıştır.
Alexandritis vd. (2006)	1991-1998	179 birleşme	UK	0 - +36 ay	CAPM ve Fama-French Modelleri kullanılarak, -%0.55 ile %1.02 aralığında anormal getiri elde edilmiştir. Sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır.

**Kaynak:** Tuch, C. ve O'sullivan, N. (2007). *The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. International Journal of Management Reviews. Vol. 9. Issue 2. s.146-147.*



