

# ŞİRKET BİRLEŞME VE DEVRALMALARININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ<sup>\*,\*\*</sup>

## THE IMPACT OF MERGERS AND ACQUISITIONS ON FIRM PERFORMANCE: COMPARATIVE ANALYSIS ON DEVELOPED AND EMERGING COUNTRIES

Araştırma Makalesi  
Research Paper

Fatih KONAK<sup>\*\*\*</sup>  
Levent ÇITAK<sup>\*\*\*\*</sup>

### Öz:

Küreselleşme ile birlikte firmaların hedeflerine ulaşmak ve uluslararası özellik barındıran faaliyetlerini gerçekleştirebilmek için şirket birleşme ve devralmalarının gösterdikleri önem giderek artmaktadır. Birleşme ve devralmalar, iki veya daha fazla sayıda firmanın tüm varlık ve kaynaklarını bir araya getirmeleri neticesinde hukuki statülerinin ortadan kalkması ve yeni bir firmanın doğması veya devralan şirketin bünyesine dahil olunması şeklinde ifade edilmektedir. Artan verimlilik, karlılık ve olası finansal veya faaliyet sinerjisi şirket birleşme ve devralmalarının temel faydaları arasında gösterilirken birleşme ve devralmaların yoğun ve yorucu bir süreç içermesi nedeniyle bazı sorunların ortaya çıkması çok doğal bir sonuç olarak nitelendirilmektedir. Birleşme ve devralmaların olası etkileri perspektifinde, çalışmanın temel amacı, gelişmiş (Amerika, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) ve gelişmekte olan ülkelerde (Türkiye, Çin, Brezilya, Meksika, Hindistan, Güney Afrika ve Rusya) 2008 finansal krizi etkilerinin azaldığı varsayılan 02.01.2012 – 31.12.2012 aralığında gerçekleşen birleşme ve devralmaların firma performansına etkisini ortaya çıkarırken, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasındaki olası farklılaşmayı genel olarak görebilmektir. Elde edilen bulgulara göre, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasaların çoğunluğunda birleşme ve devralma faaliyeti sonrasında işletmelerin performans kaybına uğradığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, şirketlerin gelişmekte ya da gelişmiş ülkelerde bulunmasının bir farklılık yaratmadığı görülmüştür.

**Anahtar Kelimeler:** Birleşme ve Devralmalar, Firma Performansı, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler.

### Abstract:

The importance of mergers and acquisitions is growing in order to be able to carry out internationally acclaimed activities and to reach the targets of companies with globalization. Mergers and acquisitions are expressed as the loss of legal status and the birth of a new company as a result of bringing

\* Makale Geliş Tarihi: 11.06.2018

Makale Kabul Tarihi: 20.11.2018

\*\* Bu çalışma, Prof. Dr. Levent ÇITAK danışmanlığında yürütülen Fatih KONAK tarafından hazırlanan ve Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde kabul edilen "2008 Finansal Krizi Sonrası Şirket Birleşme ve Devralmalarının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Piyasalar İçin Karşılaştırmalı Bir Analiz" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

\*\*\* Doç. Dr., Hitit Üniversitesi İİBF İşleme Bölümü, fatihkonak@hitit.edu.tr, orcid.org/0000-0002-6917-5082

\*\*\*\* Prof. Dr., Erciyes Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, lcitak@erciyes.edu.tr, orcid.org/0000-0002-0854-4454

together all the assets and resources of two or more firms. The emergence of some problems as a result of intensive and exhausting mergers and acquisitions is seen as a very natural result, while increasing productivity, profitability and possible financial or activity synergy are among the main benefits of company mergers and acquisitions. In the perspective of the possible effects of mergers and acquisitions, the main purpose of the research is to highlight the impact of mergers and acquisitions that have taken place in developed (United States, Britain, Canada, Anmany, France, Italy and Spain) and emerging (Turkey, China, Brazil, Mexico, India, South Africa and Russia) economies, on firm performance after 2008 Financial Crisis in the period between 02.01.2012 - 31.12.2012. According to the findings, the majority of the developed and emerging markets have resulted in the loss of performance of the operations after merger and acquisition activity. Moreover, it has been seen that the presence of companies in emerging or developed countries does not make any difference.

**Keywords:** M&A, Firm Performance, Developed and Emerging Countries.

## GİRİŞ

Şirket birleşmeleri ve devralmalarının önemi, küreselleşen dünyada giderek artmaktadır. Finans literatüründe, birleşme ve devralma kavramı sıklıkla birbirinin yerine kullanılabilmektedir. En basit ifadeyle, birleşme faaliyetinde iki şirket bir araya gelerek bir firmanın bünyesinde iş yaşamına devam etmektedir. Diğer taraftan, devralma söz konusu olduğunda, karar kılınan anlaşma gereği bir firma (devralan şirket) diğerinin (hedef şirket) tamamını ya da varlıklarının bir bölümü satın almaktadır. Şirket birleşmelerinin veya devralmalarının, firmaların dışsal büyüme kapsamında dikkate aldıkları bir olgu olarak düşünüldüğünde, firmaların varolan veya yapmayı planladıkları faaliyetlerini şekillendiren önemli bir kavram olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, birleşme ve devralma faaliyetinin tüm yönleriyle anlaşılabilmesi ve olası pozitif veya negatif etkileri tahmin ederek bu yönde bir karar verilmesi firmalar için büyük bir önem taşımaktadır.

Birleşme ve devralmaları tanımsal olarak ele aldığımızda, birbirinden farklı gibi görünen ancak öz itibarıyla aynı olan birçok değerlendirme ortaya çıkmıştır. David (1993: 70), birleşme konusunu birbirlerine yakın veya eşit büyüklüklerdeki iki şirketin belirli amaçlara ulaşmak amacıyla tek bir şirkete dönüşmeleri olarak değerlendirmiştir. Diğer taraftan, Dinçer (2003: 220-221), iki veya daha fazla sayıda firmanın tüm varlık ve kaynaklarını bir araya getirmeleri neticesinde hukuki statülerinin ortadan kalkması ve yeni bir firmanın doğması şeklinde konuyu ele almıştır.

Türk Ticaret Kanunu'nda ise şirket birleşmeleri iki ya da ikiden fazla ticari şirketin bir araya gelmesiyle yeni bir ticari şirket oluşturmaları ya da mevcut bir şirkete ticari şirket veya şirketlerin katılması şeklinde tanımlanmaktadır. (TTK, Md. 146.). Bu tanımlamadan hareketle, birleşme ekonomik faaliyetlerle uğraşan firmaların bir araya gelmesidir (Sarıkaş, 2003: 8-10).

Küreselleşme, kendilerini yenileyerek büyüme, faaliyetlerini daha etkin ve verimli olarak yerine getirebilme çabalarına bağlı olarak, firmalar birleşme ve devralma yolunu tercih edebilmektedirler. Ancak, firma birleşmeleri her zaman beklenen pozitif etkiyi yaratamaz. Bunun altında, ekonominin konjektürel durumu olabileceği gibi başarının aslında

temel girdisi olan ve genel itibariyle gözden kaçırılan insan etkeninin gözden kaçırılması da olabilir (Cartwright ve Cooper, 1995: 33-42)

Firma birleşme ve devralmalarını başarısızlığa iten nedenler incelendiğinde, tek bir faktöre bağlı analiz yapılmaması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Firmaların birleşme sonrasında satış gelirleri artar, pazardan aldığı pay yükselir ve benzeri pozitif beklentiler karşılanabilir. Ancak birleşme sonrasında şirketin hisse değeri piyasada aşağı yönlü hareket gösterebilir. Bu kapsamda ele alındığında, başarısızlık ya da başarı sonucunun kabul edilebilmesi için optimal bir değerlendirme sürecinin gerçekleştirilmesi gerekir (Sevim, 2004: 334).

Birleşme ve devralmaların olası etkileri perspektifinde, çalışmanın temel amacı, gelişmiş (Amerika, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) ve gelişmekte olan ülkelerde (Türkiye, Çin, Brezilya, Meksika, Hindistan, Güney Afrika ve Rusya) 2008 finans krizi etkilerinin azaldığı varsayılan 02.01.2012 – 31.12.2012 aralığında gerçekleşen birleşme ve devralmaların firma performansına etkisini ortaya çıkarırken, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasındaki olası farklılaşmayı genel olarak görebilmektir. Bu kapsamda, öncelikle birleşme ve devralmaların tarihsel süreçteki yerine değinilmiş, sonrasında literatürde bulunan çalışmalardan bahsedilmiştir. Çalışmanın son kısmında uygulanan metodolojinin anlatımı, elde edilen bulguların analizi ve nihai sonuçların değerlendirilmesi yer almaktadır.

## 1. BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN TARİHÇESİ

Geçtiğimiz yüzyıla bakıldığında birleşme ve devralma hareketlerinde belli dönemlerde bir kümelenme olduğu görülmektedir. Kümelenme, nispi hareketsizlik ya da sürü halinde davranmaya iten olaylar sonucunda oluşabilir. Bu perspektifte, birleşme ve devralma faaliyetlerinde yaşanan kümelenme davranışı 6 farklı dalga halinde kendini göstermektedir. Ancak, 2008 küresel finans krizi sonrası dönemde oluşan ortama bağlı olarak yeni bir birleşme ve devralma dalgasının var olma ihtimalinden de söz edilmektedir. 1890'lı yıllardan itibaren başladığı öngörülen birleşme ve devralma dalgaları Tablo 1.1'de yer aldığı üzere şu şekilde özetlenebilir (Sudarsanam, 2003: 299-341; Alexandridis vd. 2011: 663-688; KPMG, 2011):

**Tablo 1:** Birleşme ve Devralma Dalgaları

Birleşme ve Devralma Dalgaları	Dönem	Karakteristiği
Birinci Dalga	1893- 1903	Yatay Birleşmeler
İkinci Dalga	1919- 1929	Dikey Birleşmeler
Üçüncü Dalga	1955- 1973	Çeşitlendirme İlkesi Temelinde Yapılan Birleşmeler
Dördüncü Dalga	1981- 1989	Aynı Faaliyeti Yürüten İşletmelerin Birleşmesi (Düşmanca Ele Geçirmeler)
Beşinci Dalga	1993- 2000	Uluslararası Büyük Birleşmeler
Altıncı Dalga	2003- 2007	Küreselleşme
Yedinci Dalga	2011- ...	İyimserliğin Piyasalara Geri Dönmesi

**Kaynak:** Sudarsanam, 2003:299-341; Alexandridis vd., 2011:663-668; KPMG, 2011

Birleşme ve devralma dalgaları genel itibariyle, ekonomik durgunluk ya da kriz nedeniyle sonlanmış olmasının karşın, bu tür kümelenme davranışlarının ne kadar sürdüğü ve başlangıcı tam olarak açıklanabilir değildir. Birinci ve ikinci birleşme ve devralma dalgası yalnızca Amerika’da gözlemlenmişken, diğer dalgalar özellikle Avrupa ve dünyanın diğer kıtalarında da ortaya çıkmıştır (Goel ve Thakor, 2009: 487-517). Birleşme ve devralma dalgalarını detaylı bir şekilde aşağıda incelenmektedir;

### a) Birinci Dalga (1893-1903)

İlk birleşme ve devralma dalgası 1890’lı yıllarda, yatay birleşme karakteristiği gösterecek ortaya çıkmıştır. Şirketler bu dönemde, birleşmelerin yaratacağı sinerji ve ölçek ekonomisi gibi amaçlardan ziyade pazarı ele geçirmeyi ve tekel olmayı hedeflemişlerdir (O’Brien, 1988: 639- 649). Bu süreçte Amerika Birleşik Devletleri’nde 1800’ün üzerinde firma yok olmuş ve 70’den fazla sektörde tekeller ortaya çıkmıştır. Değişen rekabet ortamı, kurumsal beklentilerin ve odak noktasının kaymasına neden olmuştur. Tekelleşmeye yönelik geliştirilen yasal düzenlemeler öncesinde, sermaye sahipleri sınırsız sorumlulukları nedeniyle daha hırslı olup daha fazla risk altındaydılar. Özellikle New York Menkul Kıymetler Borsası’nın gelişimi ile birlikte 20. yüzyılın başında zorunlu olan yeni anti-tröst yasaları, birleşme aktivitelerinde düşüşü başlatmıştır (Sudarsanam, 2003: 299-341). 1905 yılına gelindiğinde, NYSE’nin (New York Stock Exchange) bir ekonomik durgunluk sonucu çöküşüyle birlikte, birleşme ve devralma hareketleri neredeyse sona ermiştir.

### b) İkinci Dalga (1919-1929)

1900’lü yılların başındaki ekonomik durgunluk sonrasında, birleşme ve devralma hareketleri ekonomik iyileşmenin tekrar başladığı 1910’lu yıllarda tekrardan gündeme gelmiştir. Bu dönemde gerçekleşen birleşme ve devralmalar genel yapı itibariyle ‘yatay’ bir görünüm sergilemesinin yanında, anti-tröst düzenlemeler sebebiyle, ikinci dalga oligopollerini ortaya çıkarmıştır. Bu kapsamda, pazara hükmetmek yerine, özellikle küçük firmalar ölçek ekonomilerinin kazanımlarını elde etmek amacıyla birleşme ve devralma hareketine dâhil olmuşlardır. Diğer bir anlatımla, bir önceki birleşme dalgasında, tekelleşen firmalar yasal düzenlemeler ve durgunluk nedeniyle kaynak sıkıntısına düşerek oligopolleşme yoluna gitmişlerdir (Kleinert ve Klodt, 2002: 1-28). 1929 yılında pazarın daralması sonrasında tüm sektörler yeni bir krizin (Büyük Buhranı) eşğine gelmişlerdir. Sermaye piyasalarının da bu etki ile birlikte düşmesi, birleşme hareketini önemli derecede azaltmış ve ikinci birleşme dalgasının sonlanmasına neden olmuştur (Sudarsanam, 2003: 299-341).

### c) Üçüncü Dalga (1955-1973)

"Büyük Buhran'dan" ve II. Dünya Savaşı'nın ardından birleşme ve devralma hareketlerinde yavaş da olsa bir artış meydana gelmiştir. 1950 yılından itibaren, rekabet ortamını zedeleyebilecek birleşme ve devralma faaliyetleri üzerinde daha çok kısıtlamalar başlatıldığı görülmektedir. Bu durum, üçüncü birleşme dalgasının oluşması ve yeni bir iş organizasyonu biçiminin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Birinci ve ikinci dalgada sırasıyla yatay ve dikey

entegrasyon amacı hüküm sürerken, üçüncü dalga, kendi riskini azaltmak için çeşitli varlıklarda yatırım anlamına gelen çeşitlendirme isimli yeni bir kavram ile kendini göstermektedir (Shleifer ve Vishny, 1991). Çeşitlendirme süreci, farklı faaliyet alanlarından birçok firmanın bir araya gelerek oluşturdukları büyük firmalar olan holdinglerin yaratılmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, belli bir sektörde yaşanan şoklar, belki de hiç alakasız başka bir sektörden elde edilebilecek kazançla dengelenebilecektir. Diğer taraftan, çeşitlendirme amacı güdülerek holdingleşme sonucunda, üst yönetim ve bağlı kurumlar arasında oluşan iletişim kopukluğu nedeniyle etkinlik düşebilmektedir (Chandler, 1991: 347-350). 1970'li yılların sonunda birleşme hareketleri yavaşlamış ve önemli bir petrol krizinin yol açtığı ekonomik durgunluk nedeniyle 1981 yılında ortadan kalkmıştır.

#### **d) Dördüncü Dalga (1981-1989)**

1980'li yıllarda kendini gösteren ve yeni bir birleşme ve devralma dalgası olarak dikkate alınan bu süreç, yöntem anlamında diğerlerinden oldukça farklıdır. Bu birleşme ve devralma dalgasında yapılan teklifler genel itibariyle, karşı taraf yönetiminin onayı alınmaksızın 'düşmanca (hostile)' gerçekleştirilmekteydi. Bu dalgada birleşme boyutları diğer dalgalara kıyasla daha büyük ve yaygın finansman kaynağının borçlanma olduğu dikkat çekmektedir. Bir önceki dalgada oluşturulan holdingler bu dalgada belirgin bir verimsizlik nedeniyle batarken hisse senedi piyasalarındaki düşüş nedeniyle holdinglerin kaynakları kısıtlanmıştır. Bu durum şirketlerin aşırı düşük fiyattan satın almaya (bargain hunting) yönelmeleri sonucunda ortaya çıkmıştır (Ravenscraft, 1987: 17-37). Bu dönemde gerçekleşen birleşme ve devralma hareketlerinin büyük bir kısmı, engellemelerin ortadan kalkması, uluslararası rekabetin artması, petrol fiyatlarında meydana gelen beklenmedik şoklara karşı tepkiyle politika geliştiren sektörlerin tetiklemeyle gerçekleşmiştir (Mitchell ve Mulherin, 1996: 193- 229). 1989 yılından sonra tahvil piyasalarında oluşan dalgalanma ve bankacılık sektöründeki kriz nedeniyle birleşme ve devralma dalgası yavaşlamış ve sona ermiştir.

#### **e) Beşinci Dalga (1993-2000)**

1990'lı yıllarda finansal piyasaların genişlemesi ve gelişmesiyle birlikte ekonomik refah seviyesi birçok ülkede artmıştır. Küreselleşme ile birlikte, bu dönemde uluslararası büyük ölçekli şirket birleşmeleri ve devralmaları kurumsal odak haline gelmiş ve bu gelişme sadece Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) değil, özellikle Avrupa olmak üzere tüm dünyada ortaya çıkmıştır. Küresel fırsatlardan en iyi şekilde yararlanmak ve ekonomik büyümeyi takip edebilmek için kuruluşlar, hedef bir şirket bulma amacıyla kendi iç piyasaları dışına çıkmaya başlamışlardır. Sudarsanam (2003: 299- 341)'a göre, teknolojik yenilikler, bilişim teknolojisi ve rekabet avantajı kazanmak için şirketlerin temel becerilerine yönelmesi beşinci dalgayı tetiklemiştir. Yeni yüzyılın başlangıcında 'internet balonu' hisse senedi piyasalarında krize neden olup, akabinde beşinci birleşme dalgasının sona erdiği genel olarak kabul edilmektedir.

### f) Altıncı Dalga (2003-2007)

Altıncı dalganın hâkim olduğu süreç boyunca, özellikle 2005'ten 2007'ye kadar ABD'de borçla finanse edilen devralmalar ve sermaye yatırımlarında ciddi düzeyde bir artış meydana gelmiştir. Ayrıca, kar marjını artırmak için yüksek risk seviyesine sahip menkul kıymetlere yapılan yatırımlar şirketleri daha riskli hale getirmiştir. Altıncı birleşme ve devralma dalgası kısa olarak çerçeveselendirilse de, bu tür faaliyetlerin çok yoğun bir şekilde yaşandığı bir dönem olmuştur. 2007 yılının ortalarında kendini göstermeye başlayan, ABD'de başlayıp tüm dünyaya yayılan, "eşik altı konut kredisi" krizi ile altıncı dalga birleşme ve devralmalar sona ermiştir (DePamphilis, 2011:27-29).

### g) Yedinci Dalga (2011-...)

Finans çevreleri açısından bakıldığında, birleşme ve devralmaların kümelendiği (dalgalar) süreçlere çok fazla ilgi duyulmamaktadır. Hâlbuki tarihsel süreçte yaşanan durumlar çoğunlukla kendini tekrarlamaktadır. Bu perspektifte, 2011 yılı sonrasında, piyasalarda 2008 finans krizinin getirmiş olduğu olumsuz hava dağılmaya başlamış ve yerini giderek iyimserleşen bir atmosfere bırakmıştır. 2014 yılının ilk altı aylık döneminde dünya çapında gerçekleşen birleşme ve devralmaların toplamı 1.75 trilyon ABD Doları'na ulaşmıştır. Kriz sonrasında oluşan kırılğan piyasalar, piyasa katılımcılarını temkinli davranmaya itse de, yeni dönemin kuralları kabul edilmeye ve bu çerçevede faaliyetler gerçekleştirilmeye başlamıştır. Firmaların bu yeni süreçte, organik büyüme hedeflerinden vazgeçip tekrardan dışsal büyümeye geçmeleri beklenmektedir (Cordeiro, 2015).

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Şirket birleşme ve devralmalarının performans üzerindeki etkisi kapsamında gelişen uluslararası literatür incelendiğinde, bu tür faaliyetlerin firmanın büyüklüğü ve uluslararası nitelik taşıması gibi farklı yönleriyle de ele alındığı görülmektedir. İncelenen çalışmalarda, birleşme ve devralmaların firma performansı üzerindeki etkisinin ülkere, inceleme aralığına, firmaların ölçeklerine göre hem pozitif, hem de negatif olarak farklılaştığı görülmüştür. Bu çalışmalardan bazıları şunlardır:

Meeks (1977) çalışmasında Birleşik Krallık'ta 1964-1972 yılları arasındaki 233 şirket birleşmesini incelemiştir. Çalışmada birleşmeden sonraki 7 yıllık dönem için karlılık açısından performans ölçümü yapılmıştır. ROA göstergesi ışığında, devralan şirketlerin birleşme sonrasındaki yıldan ROA değerleri -% 5,3'ten, -% 7,3'e düşüş göstermiştir. Diğer taraftan, birleşme sonrası ilk 2 yıl için karlılıkta artış görüldüğü fakat daha sonraki 5 yıl için ardına düşüş olduğu saptanmıştır. İlaveeten, bu çalışma İngiliz şirketleri üzerine yapılan ilk çalışma olarak önem arz etmektedir. Diğer taraftan, Casey; Dodd ve Dolan (1987), 1981-1986 yıllarında gerçekleşen 53 satın almayı inceledikleri çalışmalarında, satın alınan şirketlerin performansı üzerindeki etkisini kısa dönemde gözlemlemişlerdir. İlgili dönemde, satın alınan firmalar pozitif anormal getiriler elde ederken, devralan firmaların negatif anormal getiri elde ettiği belirlenmiştir.

Herman ve Lowenstein (1988), ABD’de 1975-1983 dönemlerinde gerçekleşen 56 düşmanca ele geçirmeyi [-3; +3] yıl aralığında incelemişlerdir. ROE değişkeni birleşme yılında ortalama % 14, 8 iken, bir yıl sonrasında % 15, 3 olmuştur. 1981-1983 döneminde bu değer % 4.3 iken bir yıl sonrasında % 9.3’e yükseldiği görülmüştür. Fakat elde edilen bulgular istatistiksel olarak anlamlılık göstermemektedir. Benzer şekilde, Vennet (1996) Avrupa Bankaları’nda 1988-1993 tarihleri arasında gerçekleşen birleşme ve devralmaların etkilerini hem olay çalışması hem de muhasebe tabanlı verileri ele alarak incelemiştir. Sonuç olarak, yerel bazlı gerçekleşen birleşmelerin firmaların etkinliğini ve verimliliğini artırdığı tespit edilirken, aynı sonuç uluslararası birleşmelerde kendini göstermemiştir.

Loughron ve Vijn (1997) çalışmalarında, 1970-1989 yılları arasındaki 947 birleşmeyi; birleşme sonrası kazançlar ile ödeme şekli ve birleşme biçimi arasındaki ilişki açısından incelemişlerdir. Birleşme performansı, birleşme sonrasındaki 5 yıllık dönem için ölçülmüştür. Satın alma ve elde tutma anormal getirileri arasındaki farkın hesaplanması sonucunda hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleştirilen birleşmelerde, -% 24.2, nakit ödeme yoluyla gerçekleştirilen birleşmelerde -% 18.5, tüm örnek için -% 6.5 satın alma ve elde tutma anormal getirileri gözlemlenmiştir. Ayrıca, Simpson ve Hosken (1998) tarafından yapılan çalışmada perakende sektöründeki şirket birleşmelerinin rekabetçi olup olmadığı incelenmiştir. Yöntem olarak olay çalışmasının kullanıldığı araştırmada, sonuç olarak gelişmemiş piyasalarda yoğunlaşmada büyük artışlara neden olan perakende sektörü birleşmelerinin rekabeti azaltabileceği ve daha yüksek piyasa fiyatının meydana gelebileceği tespit edilmiştir.

Kıymaz ve Mukherjee (2000), çalışmalarında 1982-1991 yılları arasında ABD’de gerçekleşen 112 uluslararası satın almayı olay çalışması metoduyla incelemişlerdir. Araştırma sonuçları, pazar modeli için kullanılan parametrelerin seçimi ile elde edilen getiri arasında zayıf da olsa (negatif ve pozitif olarak farklılaşan) bir ilişki olduğunu göstermektedir. İlave-ten, Ghosh (2001)’un çalışmasında, 1981-1995 dönemlerinde Amerikan şirketleri arasında gerçekleşen 315 şirket birleşmesini temel olarak nakit, hisse senedi ve her ikisi birlikte kullanılan ödeme şekillerini içeren birleşme ve devralmaları örnekleme dahil edilmiştir. Performans ölçümünü birleşme öncesi ve sonrası [+3,-3] yıllık periyot için gerçekleştirmiştir. Ölçümler, satışların büyüme oranı, personel başına düşen satış tutarları ve faaliyet giderleri olmak üzere 3 açıdan gerçekleştirilmiştir. İnceleme konusu şirketlerin performansı, birleşme öncesindeki performans ve büyüklüğe göre uygun şirketlerle karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak genel itibariyle oluşan negatif etki tespit edilmiştir.

Wilcox; Chang ve Grover (2001) telekomünikasyon sektöründe 44 satın alma ve birleşme faaliyeti içinde yer alan 89 firmayı Olay çalışması metodu ile 2 günlük bir olay penceresi ve 200 günlük bir tahmin penceresi kullanarak incelemişlerdir. Sonuç olarak, bu olayların piyasa tarafından olumlu olarak değerlendirildiği ve satın alma ve birleşme faaliyeti içerisinde yer alan firmalar arasında ürün farklılaştırması az olduğunda daha yüksek getiriler elde edildiği tespit edilmiştir. Ayrıca büyük ve küçük ölçekli firmaların dâhil olduğu bir



birleşmede, küçük firmaların büyük firmalara göre daha yüksek anormal getiri elde ettiği gözlemlenmiştir. Finansal oranlar çerçevesinde ise, Müslümov (2002), ABD’de 56 birleşme işlemini işlem yılından 3 yıl öncesi ve sonrasını ele alarak incelemiştir. Çalışmada aktif kârlılığı, öz sermaye kârlılığı, personel başına kâr, personel başına satış verilerini kullanarak Wilcoxon işaretli sıralar testi analizi yapılmıştır. Sonuç olarak, faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı artışı görülürken, nakit akışının artış nedeni satışların artması ve varlıkların etkin kullanımına bağlanmıştır.

Sharma ve Ho (2002) tarafından yapılan çalışmada, 1986-1991 dönemindeki Avusturya Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören şirketler tarafından gerçekleştirilen 36 birleşme ve devralma faaliyeti işlemden önce ve sonra üç yıllık [-3,+3] dönemde incelenmiştir. Sonuç olarak, birleşme öncesi 3 yıllık değerler ile birleşme sonrası değerler kıyaslandığında devralan şirketlerin özsermaye karlılık oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA), hisse başına kar ve kar marjında düşüş yaşandığı gözlenmiştir. Bununla birlikte, Maldonado (2002), Wilcoxon işaretli sıralar testi ve t testi analizlerini kullanarak birleşme öncesi ve sonrası şirket performansını 40 şirket üzerinden, 1988-1994 yılları arasında birleşme ve satınalma yılından önceki dört ve sonraki dört yılı inceleyerek araştırmıştır. Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı/Toplam varlıklar, Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı/Net Kâr, Aktif kârlılığı, Net kâr marjını kullanarak yapılan analizlere göre, birleşme ve devralma işlemlerinin şirketlerin finansal performansını artırmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Rahman ve Limmack (2004), çalışmalarında Malezya’da 1988-1992 yılları arasında birleşme işlemi gerçekleştirmiş olan 113 hedef, 97 satın alan şirketi, birleşme ve satın almadan 4 yıl öncesi ve 5 yıl sonrası dönem dikkate alınarak incelemiştir. Çalışmada, faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı/toplam varlıklar oranı kullanılarak Wilcoxon işaretli sıralar testi ve Mann Whitney U testi yapılmıştır. Sonuç olarak, aktif kârlılığı artışı ve satışların artmasının beraberinde uzun süreli faaliyet performansı artışı tespit edilmiştir. Diğer taraftan, Campa ve Hernando (2004), çalışmalarında birleşme ve satınalma faaliyeti duyurularına bağlı değer yaratımı sürecini, 1998–2000 yılları arasında AB üyesi ülkelerdeki firmalar üzerinde analiz etmişlerdir. AB içerisindeki hedef firma hissedarlarının, birleşme ve satınalma duyurularından ortalama olarak pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiriler kazandıkları görülürken, alıcı firmaların ortalama kümülatif anormal getirilerinin ise negatif sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir.

Pazarkis; Vogiatzoglou; Christodoulou vd. (2006), Yunanistan’da 1998-2002 yılları arasında 50 birleşmeyi [-3, +3] aralığında incelemiştir. Diğer ülkelerde yapılan analizlerden farklı olarak performans ölçümünde hem finansal hem de finansal olmayan veriler kullanılmıştır. Çalışmada birleşmenin karlılık, mali yapı ve likidite üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmış olup finansal veriler mali tablolardan elde edilmiştir. Finansal olmayan veriler ise, anketler yoluyla elde edilmiştir. Analiz sonucunda, birleşme sonrası karlılıkta düşüş, likiditede ise önemsiz oranda azalma tespit edilmiştir. Ayrıca, Campa ve Hernando (2006), çalışmalarında 1998-2002 yılları arasında Avrupa’da finans sektörü içinde ger-



çekleşen 244 birleşme duyurusundan, 172 devralma ve birleşme haberini incelemişlerdir. Sonuç olarak, duyurunun verildiği dönemde hedef firmaların hissedarlarının pozitif anormal getiri elde ettikleri, alıcı firmaların hissedarlarının ise düşük miktarda negatif anormal getiri elde ettikleri gözlemlenmiştir.

Kruse; Park; Park vd. (2007) çalışmasında, 1969 – 1999 periyodunda, Tokyo Borsası'ndaki üretim şirketlerindeki 69 birleşmenin uzun vadeli performansını incelemişlerdir. Araştırma sonuçlarına göre, örneklemedeki tüm firmalar için faaliyetlerde gelişme tespit edilmiş, birleşme ve devralmaların pozitif katma değeri ortaya çıkmıştır. İlaveten, Bertrand ve Zitouna (2008), yapmış oldukları çalışmalarında, 1993-2000 döneminde Fransa'da 202'si ulusal, 169'u uluslararası olmak üzere birleşme ve devralma işlemlerinin firma performansına etkisini incelemişlerdir. Uzun dönemde birleşme ve devralmaların şirket kârlılığını artırmadığı ve piyasa gücünde artışa dair bir kanıtı ulaşılamadığı sonucu elde edilirken, verimliliklerinde ise bir artış olduğu tespit edilmiştir.

Ramakrishnan (2008) tarafından yapılan çalışmada, 1993-2005 yılları arasında, Hindistan Menkul Kıymet Pazarları'nda işlem gören şirketlerin gerçekleştirdiği 87 birleşmenin [-3, +3] dönem için faaliyet kar marjı, nakit akışları ve satışlar açısından performans analizi yapılmıştır. Birleşme sonrası performans açısından, faaliyetlerden sağlanan nakit akışları, faaliyet kar marjı ve satışlar açısından iyileşme olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde, Pinto (2010), çalışmasında birleşme faaliyetlerinin piyasa büyüklüğü ve şirket maliyetlerine etkisini araştırmıştır. Çalışma, büyük ve küçük ölçekli şirket birleşme kararları oyun simülasyonları ile modellenmiştir. Sonuç olarak, büyük şirketlerin küçük şirketlere göre birleşme konusunda daha motive oldukları gözlemlenmiştir. Diğer taraftan, Liargiotis ve Repousis (2011), Yunanistan bankacılık sektöründeki 1996-2009 yılları arasında meydana gelen birleşme ve devralmaların firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Olay çalışması sonucunda, birleşme ve devralma sonrasında pozitif etkinin varlığı ortaya çıkarken, faaliyet performansı değerlendirmesi açısından ele alınan 20 finansal oranın karşılaştırılması sonucunda, birleşme ve devralmaların firma performansını artırıcı etkide bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

### 3. VERİ SETİ VE YÖNTEM

#### 3.1. Veri Seti

Birleşme ve devralmaların firma performansına etkisini analiz edebilmek amacıyla finansal oranlar temelinde değişkenler dikkate alınarak araştırma gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda, ele alınan 14 ülke için, finansal krizin etkilerinin azaldığı varsayılan 02.01.2012 – 31.12.2012 tarih aralığında gerçekleşen birleşme ve devralmalar tespit edilmiş<sup>1</sup>, birleşme

<sup>1</sup> Belirlenen süre içinde gerçekleşen ve analiz dahil edilen Birleşme ve Devralma sayıları şu şekildedir: Gelişmiş Ülkeler: Amerika (285), İngiltere (59), Kanada (59), Almanya (15), Fransa (22), İtalya (20) ve İspanya (17)= Toplam=477  
Gelişmekte Olan Ülkeler: Türkiye (18), Çin (103), Brezilya (18), Hindistan (9), Güney Afrika (14), Meksika (11) ve Rusya (21)= Toplam=194

öncesi ve sonrası 4' er çeyreklik bilanço ve gelir tablosuna ait verilere<sup>2</sup> Thomson Reuters Datastream veri tabanından ulaşılmıştır. Ayrıca, ulaşılamayan bazı verilerin elde edilebilmesi amacıyla şirketlere ait web siteleri kullanılmıştır. Analize konu olan veriler, Pasw Statistics programı kullanılarak işlenmiştir.

Tablo 2'de 5 farklı değerlendirme kuruluşunun (Dow Jones, FTSE, S&P, Russel ve MSCI) tamamı tarafından gelişmiş (Amerika, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) ve gelişmekte olan ülkeler (Türkiye, Çin, Brezilya, Hindistan, Güney Afrika, Meksika ve Rusya) sınıfında kategorize edilen ülkeler yer almaktadır.

**Tablo 2:** Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Belirlenmesinde Kullanılan Değerlendirme Kuruluşları

Gelişmiş Ülkeler	Dow- Jones	FTSE	S&P	Russel	MSCI
Amerika	√	√	√	√	√
İngiltere	√	√	√	√	√
Kanada	√	√	√	√	√
Almanya	√	√	√	√	√
Fransa	√	√	√	√	√
İtalya	√	√	√	√	√
İspanya	√	√	√	√	√
<i>Gelişmekte Olan Ülkeler</i>					
Türkiye	√	√	√	√	√
Çin	√	√	√	√	√
Hindistan	√	√	√	√	√
Brezilya	√	√	√	√	√
Güney Afrika	√	√	√	√	√
Meksika	√	√	√	√	√
Rusya	√	√	√	√	√

Araştırma kapsamında, şirket birleşme ve devralmalarının firma performansına etkisinin ortaya çıkarılabilmesi amacıyla seçilen finansal oranlar ve hesaplanma yöntemleri Tablo 3'de gösterilmektedir. Ayrıca, değişkenler için belirlenen kısaltmalarda (hem birleşme ve devralma sonrası dönem hem de birleşme ve devralma öncesi dönem için).

<sup>2</sup> Seçilen 4'er çeyreklik veri setinde birleşme ve devralmaların olası etkilerinin net olarak analiz edilebilmesi için birleşme ve devralma işleminin gerçekleştiği tarihin içinde yer aldığı çeyrek dönem verileri dışlanmıştır.

**Tablo 3:** Muhasebe Tabanlı Yaklaşım İçin Analiz Edilen Değişkenler

Finansal Oranlar	Formüller	Birleşme Öncesi İçin Kısaltma	Birleşme Sonrası İçin Kısaltma
Brüt Kar Marjı	Faaliyet Karı / Toplam Gelirler (Satışlar)	GMO	GMS
Net Kar Marjı	Net Kar / Toplam Gelirler (Satışlar)	NMO	NMS
ROA	Net Kar / Toplam Varlıklar (Aktifler)	ROAO	ROAS
ROE	Net Kar / Öz Kaynaklar	ROEO	ROES
Nakdin Yeniden Yatırım Oranı:	<u>Faaliyetlerden Sağlanan Nakit- Ödenen Karpayı</u> / Duran Varlıklar + Net Çalışma Sermayesi	RIO	RIS
Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı (ROIC)	Net Kar / (Öz Kaynaklar + Uzun Vadeli Yab. Kay.)	ROICO	ROICS
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	CO	CS
Asit-Test Oranı	(Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Vadeli Yab. Kay.	QO	QS
Faiz Karşılama Oranı	Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Finansman Giderleri	TIO	TIS
Alacak Devir Hızı	Toplam Gelirler (Satışlar) / Toplam Alacaklar	ARO	ARS
Stok Devir Hızı	Satışların Maliyeti / Stoklar	ITO	ITS
Varlık Devir Hızı	Net satışlar / Toplam Varlıklar (Aktifler)	ATO	ATS
Duran Varlık Devir Hızı	Net Satışlar / Duran Varlıklar	FAO	FAS
Nakit Dönüşüm Süresi	Stok Dönüş Süresi + Alacak Tahsil Süresi – Borç Ödeme Süresi	CCO	CCS
Şüpheli Alacak Oranı	Toplam Şüpheli Alacaklar / Toplam Alacaklar	BDO	BDS
Öz Kaynak./Varlık (Aktif) Top.Oranı	Öz Kaynaklar / Toplam Varlıklar (Aktifler)	AEO	AES

Birleşme ve devralmaların firma performansına etkisinin analizi doğrultusunda araştırılmasında öne sürülen hipotezler şu şekildedir:

$H_0$  : Araştırma çerçevesinde ele alınan değişkenlerin birleşme öncesi ve sonrası ortalamaları arasında fark sıfıra eşittir.

$H_1$  : Araştırma çerçevesinde ele alınan değişkenlerin birleşme öncesi ve sonrası ortalamaları arasında fark sıfırdan farklıdır.

Bu hipotezler, araştırma kapsamında ele alınan gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların hepsi ve 16 farklı değişken için ayrı ayrı test edilmiştir.  $H_0$  hipotezinin reddedilebilmesi için % 1, % 5 ve % 10 güven aralığında istatistiksel açıdan anlamlı değerler aranmaktadır.

### 3.2. Yöntem

İşletmelerin performansları, etkinlikleri ve kaynaklarının verimli kullanımı gibi alanlarda, birleşme ve devralma öncesi ve sonrası arasındaki durumun karşılaştırılması ortalamalar arasındaki farklılık analizi ile gerçekleştirilmektedir. Öncelikle parametrik veya parametrik olmayan testlerden hangisinin, sahip olduğumuz veri seti için uygun olduğu araştırılmıştır. Bu kapsamda incelenen parametrik testlerin temel varsayımları şunlardır (Büyüköztürk, 2012: 39; Altunışık; Coşkun; Bayraktaroğlu, vd. 2007: 169-190):

- Kullanılan veri setinin normal dağılım göstermesi,
- Varyansların homojen dağılması,
- Örneklem içerisindeki gözlem sayısının 30'dan az olmaması,

Bu çerçevede, birçok istatistiksel yöntem veri formatı ile ilgili varsayımlar yapılmasına gerek duyar. Örneğin; eşleştirilmiş ikili T-testi farkların dağılımının hemen hemen normal olması gerektiğini varsayarken, eşleştirilmemiş T-testi her gözlem için ayrı ayrı normallik varsayımının sağlanmasını gerektirir. Neyse ki, bu varsayımlar genellikle klinik verilerde geçerlidir ve genellikle uygun dönüşümün yapılabileceği ham veri durumunda geçerli değildir. Fakat dönüştürülen verilerin varsayımları sağlamadığı durumlarda, parametrik analiz yöntemlerinin kullanılması uygun değildir. Çok fazla varsayım ihtiyacı duyulmayan yöntemler bu doğrultuda ortaya çıkmaktadır (Işık, 2006: 152).

Araştırmamızda kullanılan veri setine uygun yöntemin belirlenebilmesi için varsayımlara ait testler uygulanmış ve parametrik olmayan testlerden biri olan Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi'nin uygulanmasına karar verilmiştir.

#### 3.2.1. Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi

Çalışmamız kapsamında, parametrik testlerin varsayımları tüm veri setleri için sınıanmıştır. Sonuç olarak, varsayımlar bütünüyle karşılanamadığından ortalamalar arasındaki farklılığı analiz edebilmek için uygulanan parametrik olmayan testlerden Wilcoxon işaretli sıralar testi kullanılmıştır.

Wilcoxon işaretli sıralar testi sadece işaretlerden ziyade eş çiftler arasında sayısal olarak belirlenebilen farklar olduğunda tercih edilmektedir. Başka bir ifadeyle, Wilcoxon işaretli sıralar testi sıralar açısından, bağımlı çiftler arasındaki farklılıkların nispi farkı ile ilgili bilgiyi bir araya getiren bir yöntem sunmaktadır. Mevcut örneklem dikkate alındığında, iki ayrı durumda ya da iki farklı koşulda ölçüm yapılabiliyorsa, Wilcoxon işaretli sıralar testi kullanılabilir. Bu test bağımlı örneklem T-Testi'nin parametrik olmayan türüdür (Kalaycı, 2006: 85). Wilcoxon işaretli sıralar testinde, veriler sürekli, bağımsız, rastgele ve en az aralık (interval) ölçekle elde edilmiş olmalıdır. Aşağıda, Wilcoxon işaretli sıralar testi ile ilgili özet bilgi sunulmaktadır:

- Her bir çift arasındaki fark hesaplanır  $d_i = x_i - y_i$ ; burada  $x_i$  ve  $y_i$  gözlem çiftleridir.

- İşaretler göz ardı edilerek  $d_{is}$  değerleri sıralanır,
- $d_i$ 'nin işaretine göre, her bir sıranın işareti belirlenir,

$W^+$  pozitif  $d_{is}$ 'lerin toplamı ve  $W^-$  negatif  $d_{is}$ 'lerin toplamı  $\frac{n(n+1)}{2}$  eşit olmalıdır. Burada, “n” gözlem sayısını göstermektedir.

Bahsi geçen bu yöntem araştırmamız kapsamında ele alınan gelişmiş ülkeler (Amerika, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) ve gelişmekte olan ülkeler (Türkiye, Çin, Brezilya, Meksika, Hindistan, Güney Afrika ve Rusya) için ayrı ayrı uygulanmıştır. Ayrıca, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalara ve aralarında ki olası farklılaşmayı genel olarak görebilmek için iki ana kütle (gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar) dikkate alınarak analiz tekrarlanmıştır.

#### 4. ANALİZ

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, şirket birleşmesi ve devralmalarının firmaların muhasebe tabanlı değişkenler üzerindeki etkisini analiz edebilmek amacıyla ortalamalar arasındaki farklılıklar test edilmiştir. Bu kapsamda, parametrik ya da parametrik olmayan testlerden hanginin uygulanacağını tespit etmek için temel varsayımlar (verilerin normal dağılımı, varyanslarının homojenliği ve gözlem sayısı) incelenmiştir. Verilerin normal dağılımını ölçümlemek için Kolmogorov-Smirnova ve Shapiro-Wilk testleri uygulanırken, varyanslarının homojenliğini görmek amacıyla Levene Testi yapılmıştır. Yapılan normal dağılım ve varyansların homojenliği testleri öncelikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin her biri için, sonrasında iki ana kütle için yapılmıştır<sup>3</sup>.

Normal dağılım analizleri sonucunda, ülkeleri ayrı ayrı değerlendirdiğimizde normal dağılım göstermeyen ülkeler ve iki ana kütle için parametrik olmayan testlerin uygun olduğu gözlemlenmiştir. Ayrıca, varyansların homojenliğini test etmek amacıyla ele alınan 16 farklı değişkenin varyanslarının homojen dağılmadığı sonucuna ulaşılmıştır. İki ana kütle (Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler) kapsamında, varyansların homojenliği testi yinelenmiş ve benzer bir sonuç elde edilmiştir.

Bu çerçevede, öncelikle gelişmiş ülkeler (Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) ve gelişmekte olan ülkelerin (Türkiye, Çin, Brezilya, Meksika, Hindistan, Güney Afrika ve Rusya) her biri, sonrasında iki ana kütle (Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler) için ortalamalar arasındaki farklılığı tespit edebilmek maksadıyla parametrik olmayan Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi uygulanmıştır.

Tablo 4’de gelişmiş olan ülkelerde faaliyet gösteren ve ilgili periyotta şirket birleşmesi ve devralması faaliyeti gerçekleştiren firmaların, birleşme ve devralma öncesi ve sonrasına ait 16 farklı değerlendirme kriterinde meydana gelen farklılıkların test sonuçları gösterilmektedir. Amerika’da faaliyet gösteren firmaların verilerine bakıldığında, 16 değişkenden

<sup>3</sup> Normal Dağılım ve Varyansların Homojenliği ile ilgili test sonuçları çalışma içerisinde (çalışmanın sayfa sayısını çok fazla arttıracığı için) verilememiştir.

15' inde ortalamalar arasındaki farklılık açısından anlamlı sonuçların meydana geldiği görülmektedir. Net Kar Marjı, Varlık Devir Hızı, Aktif Karlılığı, Özkaynak Karlılığı, Nakdin Yeniden Yatırım Oranı, Cari Oran, Asit-Test Oranı, Faizi Karşılama Oranı, Nakit Dönüşüm Süresi, Alacak Devir Hızı, Stok Devir Hızı, Duran Varlık Devir Hızı ve Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı değişkenlerinde birleşme ve devralma sonrasında istatistiksel olarak anlamlı bir düşüş görülürken, Şüpheli Alacak Oranı ve Özkaynak/Toplam Varlık rasyolarında yükselme olduğu tespit edilmiştir. Bu bilgiler ışığında, birleşme ve devralmanın şirketlerin farklı değerlendirme kriterlerinde negatif etki yarattığı olgusu ortaya çıkmaktadır.

İngiltere' de menkul kıymet piyasalarına kote olan ve ilgili dönemde birleşme faaliyeti gerçekleştiren firmaların verileri incelendiğinde, 16 değişkenden yalnızca 5' inde anlamlı farklılık ortaya çıkmıştır. Nakdin Yeniden Yatırım Oranı, Cari Oran, Asit-Test Oranı ve Alacak Devir Hızı rasyolarında sonraki dönem ortalamaları anlamlı bir şekilde düşerken, Varlık Devir Hızı oranında yükselme meydana gelmiştir. Anlamlı sonuç veren değişkenler kısıtında, kısa vadeli varlık yapılarında zayıflama olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan, Kanada' ya ait ve istatistiksel olarak anlamlı test sonuçlarına bakıldığında ise, Brüt Kar Marjı, Varlık Devir Hızı, Özkaynak Karlılığı, Nakdin Yeniden Yatırım Oranı ve Asit-Test Oranı rasyolarında birleşme ve devralma süreci sonrasında düşüş meydana gelmişken, Net Kar Marjı, Aktif Karlılığı, Duran Varlık Devir Hızı ve Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı gibi değerlendirme kriterlerinde sonraki dönemde iyileşme olduğu tespit edilmiştir. Bu kapsamda, birleşme ve devralma faaliyetinin şirketlerin performans görelisi olarak katkı sağladığı savunulabilir.

Alman şirketleri incelendiğinde, birleşme ve devralma sonrasında Aktif Karlılığı ve Cari Oran'da azalma, Nakit Dönüşüm Süresinde ise istatistiksel açıdan anlamlı iyileşme meydana gelmiştir. Bu açıdan bakıldığında, birleşme ve devralma gerçekleştiren Alman şirketlerinde, aktif kullanım etkinliği düşerken, firmaların ana damarlarından en önemlisi olan nakdin geri elde edilme süresi kısalmıştır. Fransız şirketlerinde ise, yalnızca Asit-Test Oranında birleşme ve devralma sonrasında anlamlı bir artış ortaya çıkmıştır. İtalyan şirketlerine bakıldığında, Net Kar Marjı düşüş göstermişken, etkinlik rasyolarından Faizi Karşılama Oranı ve Duran Varlık Devir Hızı oranlarında artış meydana geldiği görülmektedir. İspanya'da faaliyet gösteren şirketler çerçevesinde, Net Kar Marjı, Aktif Karlılığı, Özkaynak Karlılığı, Faizi Karşılama Oranı, Alacak Devir Hızı ve Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı oranları birleşme ve devralma sonrasında anlamlı artış sergilemiştir.



**Tablo 4:** Gelişmiş Ülkeler İçin Uygulanan Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi Sonuçları

Ülke		GMO - GMS	NMO - NMS	ATO - ATS	ROAO - ROAS	ROEO - ROES	RIO - RIS	QO - QS	CO - CS
<i>Amerika</i>	Z	-8,11	-2,518	-7,110	-4,569	-3,420	-3,926	-4,252	-4,113
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,417	,011**	,000***	,000***	,000***	,000***	,000***	,000***
<i>İngiltere</i>	Z	-5,65	-7,96	-1,580	-887	-925	-1,653	-1,691	-2,310
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,572	,426	,114	,375	,355	,098*	,090*	,020**
<i>Kanada</i>	Z	-2,105	-1,834	-3,035	-2,865	-2,574	-2,566	-2,147	-1,555
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,035**	,066*	,002***	,004***	,010***	,010***	,031**	,120
<i>Almanya</i>	Z	-4,54	-1,079	-854	-1,704	-1,591	-1,221	-1,067	-2,442
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,650	,281	,393	,088*	,112	,222	,286	0.014**
<i>Fransa</i>	Z	-5,01	-7,31	-400	-731	-990	-049	-1,719	-893
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,616	,465	,689	,465	,322	,961	,085*	,372
<i>İtalya</i>	Z	-0,40	-1,718	-201	-616	-523	-,224	-1,120	-,691
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,968	,085*	,840	,538	,601	,823	,263	,489
<i>İspanya</i>	Z	-5,68	-2,249	-1,445	-2,297	-2,534	-1,634	-,024	-,828
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,570	0*.024**	,149	,021**	,011**	,102	,981	,408
Ülke		TIO - TIS	CCO - CCS	AEO - AES	ARO - ARS	ITO - ITS	FAO - FAS	BDO - BDS	ROICO - ROICS
<i>Amerika</i>	Z	-3,493	-2,687	-5,718	-3,885	-2,210	-4,925	-3,138	-4,672
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,000***	,000***	,000***	,000***	,027**	,000***	,002***	,000***
<i>İngiltere</i>	Z	-894	-936	-2,295	-2,720	-565	-,058	-,526	-1,362
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,371	,349	,021**	,006***	,572	,954	,599	,173
<i>Kanada</i>	Z	-745	-113	-3,517	-1,502	-538	-1,886	-1,643	-3,216
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,456	,910	,000***	,133	,591	,059*	,100	,001***
<i>Almanya</i>	Z	,000	-2,385	-,114	-,044	-,708	-,057	-,094	-1,538
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,918	0.017**	,910	,965	,479	,955	,925	,124
<i>Fransa</i>	Z	-149	-179	-666	-226	-466	-1,185	-896	-,520
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,881	,858	,506	,821	,641	,236	,370	,603
<i>İtalya</i>	Z	-2,590	-1,643	-,019	-,182	-,243	-2,278	-,310	-,075
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,009***	,100	,985	,856	,808	,022**	,756	,940
<i>İspanya</i>	Z	-1,992	-,207	-,450	-2,277	-,155	-,402	-,085	-1,988
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,046**	,836	,653	,022**	,877	,687	,932	,046**

Not: \* %10 düzeyinde, \*\* %5 düzeyinde, \*\*\* ise %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren ve araştırma kapsamında ele alınan zaman aralığında, şirket birleşmesi ve devralması işlemi bulunan şirketlerin, birleşme ve devralma öncesi ve sonrasına ait 16 farklı değişkende ortaya çıkan farklılık analizi sonuçları Tablo 5’ de yer almaktadır. Tablo 5’e göre, Çin’ de faaliyet gösteren firmaların verileri incelendiğinde, 16 değişkenden 10’ unda istatistiksel açıdan anlamlı farklılık olduğu görülmüştür. Detaya inildiğinde, Net Kar Marjı, Aktif Karlılığı, Özkaynak Karlılığı, Asit-Test Oranı, Cari Oran, Nakit Dönüşüm Süresi ve Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı rasyoları birleşme ve devralma sonrasında negatif yönde gelişme sergilemişken, Alacak Devir Hızı ve Duran Varlık Devir Hızı oranlarında artış meydana gelmiştir. Bu veriler ışığında, birleşme ve devralmanın Çin şirketlerinde genel itibariyle negatif yansımayla sebep olduğu düşünülebilir.

Brezilya’ da yer alan şirketlerde ise, Asit-Test Oranı, Cari Oran ve Alacak Devir Hızı rasyoları artarken, Duran Varlık Devir Hızı düşmüştür. Şirketlerin likit yapılarının birleşme ve devralma sonrası olumlu etkilendiği gözlemlenmiştir. Diğer taraftan, Rusya’ da aynı

kısıtlar altında, sadece Varlık Devir Hızı, Aktif Karlılığı ve Duran Varlık Devir Hızı oranlarında birleşme ve devralmanın olumsuz sonuç doğurduğunu ifade eden istatistiksel açıdan anlamlı farklılık bulunmuştur. Benzer şekilde, Güney Afrika'ya ait çıktılara bakıldığında, Nakdin Yeniden Yatırım Oranı, Asit-Test Oranı, Cari Oran, Nakit Dönüşüm Süresi ve Alacak Devir Hızı değişkenlerinde birleşme ve devralma sonrasında, beklentinin aksine, negatif etkilenme gerçekleşmiştir. Hindistan'da ise Aktif Karlılığı, Asit-Test Oranı ve Cari Oran; Meksika'da ise Varlık Devir Hızı (AT) değerlendirme kriterlerinde düşüş gözlemlenmiştir.

Birleşme ve devralma sonrası şirketlerin performans ve etkinlik açısından Türkiye'de yer alan firmalar incelendiğinde, Brüt Kar Marjı, Aktif Karlılığı, Cari Oran, Faizi Karşılama Oranı ve Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı rasyolarında düşüş meydana gelirken, yalnızca Duran Varlık Devir Hızında istatistiksel olarak anlamlı bir artış olmuştur. Bu perspektifte, bu tür faaliyetlerin şirket performansına kısa vadede gözle görülür bir katkı sağlamadığı tespit edilmiştir.

**Tablo 5:** Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Uygulanan Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi Sonuçları

Ülke		GMO - GMS	NMO - NMS	ATO - ATS	ROAO - ROAS	ROEO - ROES	RIO - RIS	QO - QS	CO - CS
<b>Çin</b>	Z	-,461	-2,096	-,741	-2,265	-1,956	-1,444	-2,666	-3,020
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,645	0.036**	,459	0.023**	0.051*	,149	0.007***	0.002***
<b>Brezilya</b>	Z	-,545	-,937	-,355	-1,374	-1,460	-1,417	-2,247	-2,725
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,586	,349	,722	,169	,144	,157	0.024**	0.006***
<b>Rusya</b>	Z	-,608	-,574	-2,353	-1,844	-1,026	-,296	-,991	-,974
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,543	,566	0.018**	0.065*	,305	,768	,322	,330
<b>G.Afrika</b>	Z	-1,175	-,346	-1,007	-,817	-1,351	-2,734	-2,703	-2,105
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,240	,730	,314	,414	,177	0.006***	0.006***	0.035**
<b>Hindistan</b>	Z	-1,120	-1,244	-1,244	-1,718	-1,481	-1,599	-2,100	-1,836
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,263	,214	,214	0.085*	,139	,110	0.035**	0.066*
<b>Meksika</b>	Z	-,622	-,622	-2,314	-,089	-,622	-,445	-,533	-,311
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,534	,534	0.020**	,929	,534	,657	,594	,756
<b>Türkiye</b>	Z	-2,156	-,610	-2,026	-2,504	-,871	-,196	-,958	-1,720
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0.031**	,542	0.042**	0.012**	,384	,845	,338	0.085*
Ülke		TIO - TIS	CCO - CCS	AEO - AES	ARO - ARS	ITO - ITS	FAO - FAS	BDO - BDS	ROICO - ROICS
<b>Çin</b>	Z	-,143	-2,412	-2,429	-2,299	-,927	-2,356	-2,569	-1,861
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,886	0.015**	0.015**	0.021**	,354	0.018**	0.010***	0.062*
<b>Brezilya</b>	Z	-,024	-1,460	-2,777	-2,486	-1,047	-2,507	-,022	-1,287
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,981	,144	0.005***	0.012**	,295	0.012**	,983	,198
<b>Rusya</b>	Z	-,644	-,852	-1,304	-1,305	-,504	-2,174	-,454	-,991
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,520	,394	,192	,192	,614	0.029**	,650	,322
<b>G.Afrika</b>	Z	-1,244	-2,545	-,974	-2,391	-1,340	-,157	,000	-,880
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,214	0.010***	,330	0.016**	,180	,875	,985	,379
<b>Hindistan</b>	Z	-,059	-1,007	-,711	-,949	-,676	-,770	-1,014	-1,541
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,953	,314	,477	,343	,499	,441	,310	,123
<b>Meksika</b>	Z	-,089	-,311	-1,334	-,714	-,490	-1,689	-,712	-,222
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,929	,756	,182	,475	,624	0.091*	,477	,824
<b>Türkiye</b>	Z	-1,807	-1,502	-1,415	-,983	-,521	-2,249	-1,285	-1,938
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0.070*	,133	,157	,326	,602	0.024**	,199	0.052*

Tablo 6’da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yer alan firmaların ayrı ayrı iki ana grup halinde olan Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi sonuçları yer almaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin tamamı dikkate alınarak gerçekleştirilen test sonuçlarına göre, birleşme ve devralma faaliyetinde bulunan firmaların, ele alınan değişkenler çerçevesinde, performans ve etkinlik kriterlerinde düşme olduğu görülmektedir. Detaya inildiğinde, Aktif Karlılığı, Özkaynak Karlılığı, Nakdin Yeniden Yatırım Oranı, Asit-Test Oranı, Cari Oran, Faiz Karşılama Oranı, Nakit Dönüşüm Süresi, Alacak Devir Hızı, Duran Varlık Devir Hızı ve Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı rasyolarında negatif hareket tespit edilmişken, Varlık Devir Hızı ve Şüpheli Alacak Oranı rasyolarında iyileşme olmuştur. Diğer taraftan, Brüt Kar Marjı, Net Kar Marjı ve Stok Devir Hızı rasyoları arasında anlamlı bir farklılığa ulaşılamamıştır.

Gelişmiş kategorisine giren ülkeler ele alındığında, birleşme ve devralma sonrasında benzer ivmenin olduğu gözlemlenmiştir. Tablo 6’ya göre, Aktif Karlılığı, Özkaynak Karlılığı, Nakdin Yeniden Yatırım Oranı, Asit-Test Oranı, Cari Oran, Faiz Karşılama Oranı, Nakit Dönüşüm Süresi, Alacak Devir Hızı ve Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri Oranı rasyolarında düşme meydana gelmişken, Stok Devir Hızı, Duran Varlık Devir Hızı ve Şüpheli Alacak Oranı değişkenlerinde şirket lehine hareket ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra, Stok Devir Hızı oranında, birleşme ve devralma öncesi ve sonrası arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın tespit edilemediği görülmüştür.

**Tablo 6:** İki Ana Kütle İçin Uygulanan Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi Sonuçları

Değişkenler	Gelişmekte Olan Ülkeler		Gelişmiş Ülkeler	
	Z	Sig. (2-tailed)	Z	Sig. (2-tailed)
GMO - GMS	-,093	,926	-2,734	0.006***
NMO - NMS	-1,517	,129	-4,205	0.000***
ATO - ATS	-5,119	0.000***	-5,497	0.000***
ROAO - ROAS	-3,942	0.000***	-5,753	0.000***
ROEO - ROES	-2,340	0.019**	-5,487	0.000***
RIO - RIS	-3,520	0.000***	-4,628	0.000***
QO - QS	-3,648	0.000***	-5,438	0.000***
CO - CS	-3,639	0.000***	-5,841	0.000***
TIO - TIS	-2,213	0.026**	-2,490	0.012**
CCO - CCS	-3,062	0.002***	-3,679	0.000***
AEO - AES	-4,658	0.000***	-4,930	0.000***
ARO - ARS	-2,925	0.003***	-4,257	0.000***
ITO - ITS	-1,324	,186	-,918	,358
FAO - FAS	-3,418	0.000***	-3,061	0.002***
BDO - BDS	-2,389	0.016**	-1,752	0.079*
ROICO - ROICS	-3,235	0.001***	-5,707	0.000***

**Not:** \* %10 düzeyinde, \*\* %5 düzeyinde, \*\*\* ise %1 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Her iki ana kütle için ortalamalar arasındaki farklılığın tespiti yönünde gerçekleştirilen test sonucunda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için benzer hareketlerin ortaya çıktığı ve firma performansların aynı yönde etkilendiği görülmüştür. Bu nedenle, şirketlerin gelişmek-

te ya da gelişmiş ülkelerde faaliyet göstermesinin birleşme ve devralmanın firma performansına etkisi perspektifinde anlam taşımadığı söylenebilir. Ancak, birleşme veya devralma öncesi ve sonrası ortalamaları arasındaki farklılığın istatistiksel olarak anlamlı bulunması nedeniyle  $H_0$  hipotezi reddedilmiştir.

## SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

Küreselleşme, kendilerini yenileyerek büyüme, faaliyetlerini daha etkin ve verimli olarak yerine getirebilme çabalarına bağlı olarak, firmalar birleşme ve devralma yolunu tercih edebilmektedirler. Ancak, firma birleşmeleri her zaman beklenen pozitif etkiyi yaratamayabilir. Bunun altında, ekonominin konjektürel durumu olabileceği gibi başarının aslında temel girdisi olan insan etkeninin gözden kaçırılması da olabilir. Bu kapsamda, çalışmanın amacı doğrultusunda, inceleme aralığı içerisinde, hem gelişmiş piyasalarda (Amerika, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya) hem de gelişmekte olan piyasalarda (Türkiye, Çin, Brezilya, Meksika, Hindistan, Güney Afrika ve Rusya) birleşme ve devralma faaliyeti gerçekleştiren firmaların, muhasebe tabanlı seçilen değişkeler çerçevesinde birleşme ve devralma öncesi ve sonrası performansları arasındaki farklılık analiz edilmiştir.

Bu kapsamda öncelikle, parametrik testlerin varsayımları sınanmış, hem ülke bazında hem de iki ana kütle (Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler)'ye ait verilerin normal dağılım, varyansların homojenliği ve gözlem sayısı itibarıyla parametrik testlerin uygulanmasının mümkün olmadığı görülmüştür. Bu çerçevede, parametrik olmayan ortalamalar arası farklılık testlerinden biri olan Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi kullanılmıştır.

Gelişmiş piyasalar üzerine yapılan analiz sonuçları tümüyle ele alındığında, genel itibarıyla, birleşme ve devralma işlemi sonrasında firma performansında, ele alınan değişkenler kapsamında, düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Ancak, istatistiksel olarak anlamlılık perspektifinde bu etki, gelişmiş ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Örneğin, Amerika'da neredeyse tüm değişkenlerde negatif yönlü farklılık meydana gelirken, Fransa için yalnızca Asit-Test Oranı'nda pozitif yönlü fark bulunmuştur. Gelişmekte olan piyasalara bakıldığında, benzer sonuçlar kendini göstermektedir. Ortaya çıkan anlamlı sonuçların büyük bir çoğunluğu, birleşme ve devralma faaliyeti sonrasında işletmelerin performans kaybına uğradığını göstermektedir.

Gelişmekte olan ve gelişmiş piyasaları iki ayrı ana kütle olarak karşılaştırdığımızda, değişkenler temelinde ortaya çıkan ortalamalar arasındaki farklılık, bize birleşme ve devralmaların kullanılan veri seti üzerinde negatif etkisinin her iki ana kütle içinde varlığını tekrar göstermektedir. Bu nedenle, birleşme ve devralma faaliyetinin etkisi kapsamında, şirketlerin gelişmekte ya da gelişmiş ülkelerde bulunmasının bir farklılık yaratmadığı söylenebilir.

## KAYNAKÇA

- Alexandridis, G., Mavis, C.P. & Travlos, N.G. (2011). How Have M&As Changed? Evidence From The Sixth Merger Wave, *European Journal of Finance*, (18), 663-688.
- Altunışık, R., Coşkun, R., Bayraktaroğlu, S. & Yıldırım, S. (2007). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri*, Sakarya Yayıncılık, 5. Baskı, Sakarya.
- Bertrand, O. & Zitouna, H. (2008). Domestic Versus Cross-Border Acquisitions: Which Impact on the Target Firms' Performance?, *Applied Economics*. (40), 2221–2238.
- Büyüköztürk, Ş. (2012). *Sosyal Bilimler İçin Veri Analizi El Kitabı*, Pegem Akademi, 17. Baskı, Ankara, 39
- Campa, J. M. & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As, *European Financial Management*, 1(10), 47-81.
- (2006). M&A Performance in the European Financial Industry, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, 3367-3392.
- Cartwright, S. & Cooper, C. L. (1995). Organizational Marriage: “Hard” Versus “Soft” Issues?. *Personal Review*, Vol. 24, No. 3, 33-42.
- Casey, R., P. D. & Dolan, P. (1987). Takeovers And Corporate Raiders: Empirical Evidence From Extended Event Studies, *Australian Journal of Management*, (12), 201-220.
- Chandler Jr. and D. Alfred, “Corporate Strategy and Structure: Some Current Considerations” *Society*, Vol. 35, 1991, p. 347-350.
- Corderio, Marcos, “The Seventh M&A Wave”, Camaya Partners, 2015, [http://www.camaya.com.br/site/es/insights/52/2014/09/the\\_seventh\\_m&a\\_wave](http://www.camaya.com.br/site/es/insights/52/2014/09/the_seventh_m&a_wave), (12.13.2015).
- David, H. (1993). *Takeovers*, in P. Newman, M. Milgate E J. Eatwell (Eds), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Stockton Press, New York, 70
- Depamphilis, Don, *Mergers and Acquisitions Basics*, Academic Press Elsevier, USA 2011, 27-29
- Dinçer, Ö. (2003). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, Beta Basım, 6. Baskı, İstanbul, 220-221
- Ghosh, A. (2001). Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?, *Journal of Corporate Finance*, (7), 151-178.
- Goel, A.M. & Thakor, A.V. (2009). Do Envious Ceos Cause Merger Waves?, *Review of Financial Studies*, 2(23), 487-517.
- Herman, E. & Lowenstein, L. (1988). *The Efficiency Effects of Hostile Takeovers*, in J.Coffee, Jr., L. Lowenstein and S.R. Ackerman (Eds.), *Knights, Raiders and Targets*, Oxford University Press, New York.
- Işık, A. (2006). *İstatistik II*, Beta Basım Yayın Dağıtım, 1.Baskı, İstanbul, 152
- Kalaycı, Ş. (2006). *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Asil Yayın Dağıtım, Ankara, 85

- Karagöz Y. (2010). Nonparametrik Tekniklerin Güç ve Etkinlikleri, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi* 9 (33), 18-40
- Kiyamaz, H. & Mukherjee, T.K. (2000). The Impact of Country Diversification on Wealth Effects in Cross-Border Mergers”, *The Financial Review* (35), 37-58.
- Kleinert, J. and H. Klodt, “Causes And Consequences of Merger Waves”, *Kiel Working Papers*, No: 1092, January 2002, p. 1-28.
- KPMG, (2011). A New Dawn: Good Deals In Challenging Times, <https://www.kpmg.com/KY/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/PublishingImages/a-new-dawn-publication.pdf> (16.09.2015).
- Kruse, T.A., Park, H.Y., Park, K. & Suzuki, K.L. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation, *Pacific-Basin Finance Journal* (15), 154–172.
- Liargiotis P. & Repousis, S. (2011). The Impact of Merger and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector, *International Journal of Economics and Finance* 2(13), 89–100.
- Loughran T. & Vijh, A.M. (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?, *Journal Of Finance*, 5(52), 1765-1790.
- Maldonado-W.R. (2001). Impact of HMO mergers and acquisitions on financial performance, *Journal of Health Care Finance*, 29(2), 64-77.
- Meeks, G. (1997). *Disappointing Marriage: A Study of The Gains From Merger*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Mitchell, M.L. and J.H. Mulherin, "The Impact of Industry Shocks On Takeover and Restructuring Activity", *Journal Of Financial Economics*, Elsevier, 41(2), 1996, 193-229.
- Müslümov, A. (2002). *The Financial Analysis of Mergers*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 141, Ankara, 79- 83
- O'brien, A.P. (1988). “Factory Size, Economies Of Scale, And The Great Merger Wave of 1898-1902” *Journal of Economic History*, Vol. 48, p. 639-649.
- Pazariskis, M., Vogiatzoglou, M., Christodoulou, P. & Drogalas, G. (2006). Exploring the Improvement of Corporate Performance after Mergers-The Case of Greece, *International Research Journal of Finance and Economics*, (6). 84- 92
- Pinto, L. S. (2010). The Impact of Firm Cost and Market Size Asymmetries on National Mergers in a Three Country Model, *International Journal of Industrial Organization*. (28), 682–694.
- Rahman, R.A. & Limmack, R.J. (2004). Corporate Acquisitions and The Operating Performance of Malaysian Companies, *Journal of Business Finance and Accounting*, (31), 359-400.
- Ramakrishnan, K. (2008). Long-term Post-Merger Performance of Firms in India, *Vikalpa*, 2(33), 47-63.
- Ravenscraft, D.J., “*The 1980s Merger Wave: An Industrial Organization Perspective*”, The Merger Boom, Federal Reserve Bank of Boston, 1987, p. 17-37.



- Sarıkamış, C. (2003). *Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma: Şirket Birleşmeleri*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 8-10
- Sevim, A. (2004). *Şirket Birleşmelerinde Kurumsal Kaynak Planlaması (Enterprise Resources Planning- ERP) 'nin Önemi*, Sümer H., Pernsteiner H. (Der.), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul, 334
- Sharma, S.D & Ho, J. (2002). The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Avustralian Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, 1-2(29), 155-200.
- Simpson, J. D. & Hosken, D. (1998). *Are Retailing Mergers Anticompetitive?: An Event Study Analysis*, DIANE Publishing, No. 216.
- Sudarsanam S. (2003). *Creating Value Through Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall, Harlow England, 299-341
- Vennet, R. V. (1996). The Effects of Mergers and Acquisitions on The Efficiency and Profitability of Ec Credit Institutions, *Journal of Banking and Finance*, (20), 1531–1558.
- Wilcox, H.D., Chang, K-C. & Grover, V. (2001). Valuation of Mergers and Acquisitions in The Telecommunications Industry: A Study on Diversification and Firm Size, *Information and Management* 7(38), 459–471.