

<http://dx.doi.org/10.15295/bmij.v4i1.132>

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN ŞİRKET VE SEKTÖR DÜZEYİNDE ETKİLERİ

Elif Akben SELÇUK¹
Emin KÖKSAL²
Ayşe ALTIOK YILMAZ³

Başvuru Tarihi: 05.01.2016
Kabul Tarihi: 20.03.2016

ÖZ

Bu çalışmanın amacı şirket birleşme ve satın alma (B&S) işlemlerinin hem mikro hem makro düzeyde etkilerini konu alan çalışmaları inceleyen bir literatür taraması ortaya koymaktır. İnceleme üç ayrı kısımda gerçekleştirilmiştir. Birinci kısımda B&S işlemlerine makro düzeyde yaklaşan çalışmalar ele alınarak, bu işlemlerin sektör ve piyasa düzeyinde etkileri ile bu işlemlerin sayısını etkileyen faktörler üzerinde durulmaktadır. İkinci bölümde B&S işlemlerinin alıcı ve hedef şirketlerin finansal performansında meydana getirdiği değişiklikleri inceleyen çalışmalara yer verilmiştir. Üçüncü ve son bölümde ise B&S işlemleri sonrası performans değişimine etki edeceği düşünülen faktörlerden bahsedilmektedir.

Anahtar kelimeler: Birleşme ve Satın Alma İşlemleri, Finansal Performans, Sektörel Etkiler

JEL sınıflandırması: G00, G34

THE IMPACT OF MERGER AND ACQUISITION TRANSACTIONS AT THE COMPANY AND INDUSTRY LEVEL

ABSTRACT

The objective of this study is to provide a literature review consisting of studies investigating the impact of mergers and acquisition (M&A) transactions at the micro and macro levels. The review has three different parts. In the first part, the focus is on the macro effects of M&A transactions and the impact of these transactions at the industry and market levels as well as their determinants are investigated. The second part comprises studies analyzing the effects of M&A transactions on the

¹ Yrd. Doç. Dr., Kadir Has Üniversitesi, İşletme Bölümü, elif.akben@khas.edu.tr

² Yrd. Doç. Dr., Bahçeşehir Üniversitesi, Ekonomi Bölümü, emin.koksal@eas.bahcesehir.edu.tr

³ Yrd. Doç. Dr., Bahçeşehir Üniversitesi, İşletme Bölümü, ayse.yilmaz@eas.bahcesehir.edu.tr

financial performance of the acquirer and target companies. In the third and final section, the factors affecting the financial performance changes as a result of M&A transactions are discussed.

Keywords: *Mergers and acquisitions, financial performance, sectoral effects*

JEL classification: G00, G34

GİRİŞ

Birleşme ve satın alma (B&S) işlemleri firma, endüstri ve toplum refahı üzerinde yapısal değişikliklere sebep olan ekonomik aktivitelerdir. B&S işlemleri için öne sürülen en yaygın gerekçe, ekonomik sinerji yaratılmasıdır. Özellikle 2000’li yıllarda bu tarz işlemlerin sayısındaki artış, ilgili literatürdeki gelişmeyi de hızlandırmıştır. B&S işlemlerinin piyasa yapısı ve rekabet üzerindeki etkilerini inceleyen literatürde, bu işlemlerin piyasa etkinliği ya da firmaların piyasa gücü üzerindeki etkileri konusunda henüz bir uzlaşmaya işaret etmeyen tartışma devam etmektedir. B&S aktivitelerinin yoğunluğunu belirleyen faktörler arasında ise, genelde makroekonomik koşulları ve yapısal değişiklikleri işaret eden ampirik bulgular mevcuttur. Benzer şekilde, B&S işlemlerinin alıcı firma performansına etkisini ele alan literatürde de, özellikle gelişmiş ülke firmalarını temel alan pek çok çalışmaya rağmen uzlaşmaya varılamamıştır. Yine ilgili literatürde, B&S işlemlerin bir bölümünün değer yaratma konusunda başarısızlıkla sonuçlandığını gösteren çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu başarısızlıkların değişik nedenleri olmakla birlikte, kurum kültürleri arasındaki farklılıklar sonucu tam bir entegrasyon sağlanamamasının etkili olduğu vurgulanmıştır.

Bu çalışmanın amacı B&S işlemlerinin firma ve endüstri düzeyindeki etkilerine odaklanan literatürü incelemektir. Alıcı ve hedef firmalar, etkinlik kazançları, finansal kazançlar veya stratejik kazançlar yoluyla piyasa gücü kazanabilir, ya da var olan güçlerini arttırabilirler. Öte yandan, bu işlemlerin endüstrideki rekabet, diğer firmalar ve tüketiciler üzerinde, hem kısa hem de uzun vadeli etkileri ortaya çıkabilir. Bahsedilen bu kazanç ve etkileri göz önüne alındığında B&S işlemleri konu eden literatürün incelenmesi oldukça önemlidir.

Literatür incelemesi yapılırken hem dünyadan hem de Türkiye’den çalışmalara yer verilecektir. Türkiye’de özellikle 2000 yılı sonrası B&S işlemlerinin sayısında belirgin bir artış yaşanmıştır ve yine bu dönemde 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz, sonrasındaki hızlı büyüme, 2008 itibari ile yaşanan küresel krizin etkileri ve arkasından gelen toparlanma, farklı ekonomik koşullar ortaya çıkarmıştır. B&S işlemleri ile ilgili incelenmesi amaçlanan firma ve endüstri düzeyindeki dinamiklerin, bahsedilen bu farklı ekonomik koşullarda nasıl şekillendiğinin incelenmesi önem arz etmektedir.

Literatür taraması üç bölümden oluşmaktadır. Birinci kısımda B&S işlemlerine makro düzeyde yaklaşan çalışmalar ele alınacak, bu işlemlerin sektör ve piyasa düzeyinde etkileri ile bu işlemlerin sayısını etkileyen faktörler üzerinde durulacaktır. İkinci aşamada B&S işlemlerinin alıcı ve hedef şirketlerin finansal performansında meydana getirdiği değişiklikleri inceleyen çalışmalara yer verilecektir. Üçüncü bölümde ise B&S işlemleri sonrası performans değişimine etki edeceği düşünülen faktörlerden bahsedilecektir.

2. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Sektörel Etkileri

Mueller'in (1989) belirttiği ve literatürde genel kabul gördüğü şekli ile B&S işlemlerindeki temel motivasyon, birleşme ile elde edilecek sinerjinin sağlayacağı artan piyasa gücü, etkinlik kazançları, finansal kazançlardaki artış ve riskin azaltılmasıdır. Ancak, firma için kazanç olarak kabul edilen bu getirilerin endüstrinin yapısı ve rekabet üzerindeki etkileri her zaman pozitif olmayabilir.

İlk olarak Williamson'ın (1968) teorik olarak incelediği ve sonrasında Farrell ve Shapiro'nun (1990) geliştirip zenginleştirdiği yatay birleşmelerin etkilerine yönelik çalışmalar temelde bir al-ver sürecine ve bunun sonuçlarına işaret eder. Yatay birleşmeler bir yandan birleşmiş firmanın pazar gücünü arttırırken, diğer yandan da ölçek ekonomisinin artması sebebiyle maliyet düşüşüne sebep olurlar. Adı geçen yazarlar, bu al-ver sürecinde hangi tipteki birleşmelerin fiyatları yükselttiğini, hangilerinin fiyatları yükseltmeyecek sinerji yarattığını belli koşullar altında göstermişlerdir. Özellikle, Farrell ve Shapiro'nun (1990) geliştirdiği yöntem, birleşmelerin rakip firmalar ve tüketiciler üzerindeki etkilerini incelemeye ve böylece karlı ve refahı artırıcı birleşmelerin yeterli koşullarını ortaya koymaya olanak sağlamıştır. Ardından Boyer'in (1992) çalışması bu alanı özellikle birleşmelerin rakip firmalar üzerindeki zarar verici etkileri ve bu durumun toplum refahı üzerindeki potansiyel etkileri konusunda genişletmiştir.

Ampirik olarak ise, Meeks (1997) özellikle yatay birleşmelerin ölçek ekonomisi sebebiyle etkinliği arttırdığını ortaya koymuştur. Fakat bu etkinlik artışının kaynaklar daha iyi kullanıldığı için değil, piyasa gücünün artması sebebiyle daha ucuza girdi tedarik edilmesinden dolayı ortaya çıktığını belirtmiştir. Yani, birleşmeler üretimin fırsat maliyetini azaltmamış, gelirin dağılımını değiştirmiştir. Dolayısıyla, yatay birleşmelerin maliyet düşürücü etkisi görülmesine rağmen, maliyet tasarrufu ortaya çıkaran gerçek etkinliğe katkısının daha az olduğu gözlemlenmiştir.

Dikey birleşmeler ise Klein ve Murphy'nin (1997) ortaya koyduğu gibi, özellikle işlem maliyetlerinin azaltılmasından dolayı mevcut ürünlerin maliyetinin düşmesini ve yeni ürünlerin ortaya çıkmasını kolaylaştırmıştır. Öte yandan, Salinger'in (1988) de ortaya koyduğu şekli ile dikey bütünleşik firmaların endüstrideki rekabetçi segmentler ile daha az rekabetçi segmentler arasındaki dengeyi piyasa kapama yoluyla bozma potansiyelleri vardır. Bu durum da aslında, endüstriye girişin önündeki engelleri arttırıp ve pazar gücünün pekişmesine sebep olur.

Aykırı birleşmelerin ise potansiyel rekabeti engellediği, karşılıklılık yarattığı ve çapraz sübvansiyona sebep olduğu ve böylelikle piyasa gücünü yatay birleşmelere benzer şekilde pekiştirdiği Scott'un (1989) çalışmasında teorik ve ampirik kanıtlar ile sunulmuştur. Ayrıca Mueller'in (1982) de belirttiği gibi aykırı birleşmelerin, özellikle büyük firma topluluklarının (holdingler), farklı sektörlerde sahip oldukları firmalar arasında daha ılımlı bir rekabet stratejisi izlemelerine sebep olarak, rekabeti kısıtlamaları söz konusudur.

B&S işlemleri, rekabet üzerinde olumlu olduğu kadar olumsuz etkileri de beraberinde getirdiklerinden, bu işlemlere yönelik bir kamu politikası gerekmektedir. Fakat yukarıdaki literatür analizinden de anlaşılacağı gibi, B&S işlemlerinin ne kadar etkinlik ne kadar piyasa gücü yarattığı konusunda devam eden ve henüz bir uzlaşmaya işaret etmeyen tartışma devam etmektedir. Son 50 yılda, Kovacic ve Shapiro'nun (2000), özellikle ABD için belirttiği gibi, içinde B&S işlemlerine yönelik politikaların da bulunduğu rekabet politikalarının uygulanmasında önemli değişiklikler yaşanmıştır. Bu değişimin temel sebebi endüstri iktisadı alanında yapılan teorik ve ampirik çalışmalardır. Bunun yanı sıra, Mueller (1997) B&S işlemlerine yönelik rekabet politikalarının yeniden değerlendirilmesine yönelik çalışmasında, mevcut politikaların toplum refahı üzerindeki olası etkilere odaklandığını, rekabet ve ekonomik etkinlik üzerine odaklanan yeni bir rekabet politikası oluşturulması gerektiğini belirtmektedir.

B&S işlemlerinin belirleyicilerine baktığımızda, Benzing (1993) ABD ekonomisi için 1963-1986 arası yaptığı çalışmada, daha çok cari ekonomik koşulların en önemli belirleyici olduğunu, faiz oranları ve rekabet politikaları gibi etkenlerin belirleyiciliğinin olmadığını ortaya koymuştur. Andrade vd. (2001) tarafından 1990'lı yıllarda ABD için yapılan bir diğer çalışma ise, deregülasyon süreçlerinin endüstrileri şekillendiren B&S işlemlerinin temel tetikleyicisi olduğunu ortaya koymuştur. Göreceli olarak, çok daha yeni ve çok daha geniş kapsamlı bir çalışmada ise Erel vd. (2012), 1990-2007 arasındaki yaklaşık 60.000 sınır ötesi B&S işlemini inceleyip, coğrafi yakınlığın, karşılıklı ticaretin ve muhasebe standartlarının uyumluluğunun iki ülke arasındaki B&S işlemlerini arttırdığını ortaya koymuştur. Çalışmada

ayrıca, borsadaki hareketliliğin, kur değişimi gibi cari değişkenlerin de belirleyici olduğu belirtilmiştir.

3. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Performansa Etkisi

Şirket birleşme ve satın almalarında öne sürülen en yaygın gerekçe ekonomik sinerji yaratılmasıdır (Walter ve Barney, 1990). Ölçek ve kapsam ekonomileriyle sağlanacak maliyet düşüşleri, finansal sinerjiler gibi avantajların finansal tablolara yansımaları beklenir. B&S işlemlerinin alıcı şirket performansına etkisini inceleyen çalışmalarını iki grup altında toplamak mümkündür: Olay çalışması metodu kullanan çalışmalar ve finansal tablo analizleri. Olay çalışması, bir olay (B&S işlemi) gerçekleştiğinde firmanın piyasa değerinin nasıl etkilendiğini ölçmekte kullanılan bir metottur. Bu amaçla firmanın hisse senedi fiyatlarındaki değişim ile genel piyasadaki değişim karşılaştırılmakta, aradaki olağandışı getirilerin bahsi geçen olaydan kaynaklandığı varsayılmaktadır (Brown ve Warner, 1985). Özellikle gelişmiş ülkelerde birleşme ve satın almaların hisse senedi fiyatına etkisini konu alan çok sayıda olay çalışması mevcuttur. Genel olarak bulgular hedef firmaların hisse senedi fiyatında artış yaşadığı, alıcı firmaların ise anlamlı bir değişim yaşamadığı yönündedir (Weston vd., 2014). Türkiye için yapılan çalışmalarda da benzer bulgular elde edilmiştir (Akben-Selçuk ve Altıok-Yılmaz, 2011; Akben-Selçuk, 2015; Hekimoğlu ve Tanyeri, 2011; Mandacı, 2004).

Olay çalışması metodu hisse senedi fiyat verisi kullanılması sebebiyle sadece halka açık şirketlere uygulanabilmektedir. Ayrıca, olay çalışmalarında değerlendirilen hisse fiyatları, şirketin temel göstergelerinden bağımsız hareket edebilmektedir. Bu nedenle birleşme ve satın alma işlemlerinin başarısını ölçmek için finansal tablo verilerini kullanan çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çerçevede, B&S işlemi öncesine ve sonrasına ait karlılık oranları ve nakit akışı değerleri, B&S işlemi gerçekleştirilmeyen benzer özelliklere sahip şirketlerin değerleriyle (referans şirket) karşılaştırılarak, işlemin alıcı şirket performansına etkisi incelenmiştir. Literatüre baktığımızda, özellikle gelişmiş ülke firmalarını temel alan pek çok bu tarz çalışma mevcuttur ancak net bir sonuç elde edilememiştir. Sonuçlar incelenen ülkeye, döneme ve kullanılan değişkenlere bağlı olarak farklılık göstermektedir. Bu çalışmaları üç grupta incelemek mümkündür: Birleşme ve satın alma işlemlerinin şirket performansını olumlu etkilediğini bulan çalışmalar, herhangi bir etki bulmayan çalışmalar ve olumsuz etki bulan çalışmalar.

Healy vd. (1992) tarafından yapılan çalışmada, 1979-1984 arasında ABD’de üretim şirketleri tarafından gerçekleştirilen en büyük 50 birleşme ve satın alma işlemi nakit akışı

performansları açısından incelenmiş ve alıcı şirketlerin performanslarının arttığı tespit edilmiştir. Kaplan (1989) tarafından gerçekleştirilen çalışmada da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Heron ve Lie (2002) ile Linn ve Switzer (2001) de ABD firmaları için yaptıkları çalışmalarında birleşme ve satın alma işlemi geçiren şirketlerin performanslarında artış olduğunu tespit etmişlerdir. Bir başka çalışmada, Powell ve Stark (2005) İngiltere’de yapılan birleşme ve satın alma işlemlerini inceleyerek yine performansa olumlu bir etki bulmuşlardır. Son olarak, Rahman ve Limmack (2004) B&S işlemlerinin Malezya’daki şirketlerin finansal göstergelerini olumlu etkilediğini tespit etmişlerdir.

İkinci grupta ise B&S işlemlerinin finansal performansa herhangi bir etkisi bulunmadığını tespit eden çalışmalar yer almaktadır. Ghosh’un (2001) çalışmasında, 1981-1995 arasında ABD’de gerçekleştirilen en büyük 100 birleşme ve satın alma işlemi nakit performansı açısından incelenmiştir. Bu çalışmada şirketlerin işlem öncesi performansları da kontrol değişkeni olarak analize eklenmiştir. Bunun sonucunda birleşme ve satın alma işleminin şirket performansına olumlu ya da olumsuz herhangi bir etkisi olmadığı bulunmuştur. Moeller ve Schlingemann (2005) tarafından ABD firmaları için gerçekleştirilen çalışma da bu bulguyu destekler niteliktedir. Avustralya’da Sharma ve Ho (2002) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada da B&S işlemlerinin şirket performansını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Üçüncü ve son grupta ise birleşme ve satın alma işlemlerinin şirket performansını olumsuz etkilediğini bulan çalışmalar yer almaktadır. Bu çalışmalar arasında Dickerson vd. (1997) tarafından İngiliz firmalar için gerçekleştirilen çalışmayı, Kruse vd. (2002) ile Yeh ve Hoshino (2002) tarafından Japon firmalar için gerçekleştirilen çalışmayı ve Gugler vd. (2003) tarafından Avrupa şirketleri için yapılan çalışmayı saymak mümkündür.

Türk şirketlerini temel alan çalışmalara baktığımızda, B&S işlemlerinin başarısının, finansal tablo verilerine dayalı değerlendirilmesinin çok sayıda akademik çalışmaya konu olmadığını görmekteyiz. Mandacı’nın (2005) çalışmasında 1998-2000 arasında ve imalat sanayinde faaliyet gösteren 14 şirketin B&S işlemleri finansal tablo verilerine dayanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada, birleşme ve satın alma işlemlerinin alıcı şirketlerin performanslarına olumsuz etki ettiği bulgusuna ulaşılmıştır.

4. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinde Performans Değişimine Etki Eden Faktörler

Literatürde şirket birleşme ve satın almalarında alıcı şirket performansına etki eden faktörlerin belirlenmesine yönelik çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Alıcı şirketler için etkili unsurların en önemlilerinin ödeme şekli, tarafların aynı ülke şirketi olup olmaması, hedef şirketin halka açık olup olmaması, tarafların ilgili alanlarda faaliyet göstermesi, hedef firmanın görece büyüklüğü, alıcı firmanın işlem öncesi finansal performansı ve örgüt kültürü olduğu söylenebilir. Analizlerde ağırlıklı olarak kullanılan yöntem çoklu regresyon yöntemidir. Alıcı firmanın performans değişimi bağımlı değişken olarak kullanılarak, çeşitli bağımsız değişkenlerin etkisi analiz edilmektedir.

Ödeme şekli: Teorik açıdan bakıldığında, nakit ile yapılan ödemelerin alıcı şirketi kaynakları daha verimli kullanmak zorunda bırakarak değer artışına yol açması beklenir (Jensen, 1986). Ampirik çalışmalarda da genel olarak nakit ile yapılan ödemelerin alıcı şirket performansına diğer ödeme türlerine göre daha olumlu bir etkisi olduğu bulunmuştur (Ghosh, 2001; Linn ve Switzer, 2001; Moeller ve Schlingemann, 2005).

Aynı sektörde olma: Literatürde aynı sektörde faaliyet gösteren iki şirket arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma olaylarının sinerji yaratarak daha olumlu sonuçlar verebileceği, öte yandan farklı sektörlerden firmaların birleşmesi durumunda oluşacak çeşitlendirmenin firma riskini azaltarak firma performansında artışa yol açabileceği belirtilmektedir (Martynova vd., 2007). Ampirik çalışmaların bir bölümü aynı sektörde gerçekleşen satın almaların daha olumlu sonuçlar verdiğini gösterirken (Healy vd., 1992; Heron ve Lie, 2002), çeşitlendirici satın almaların daha başarılı olduğunu gösteren sonuçlara da rastlamak mümkündür (Ghosh, 2001; Kruse vd., 2002)

Hedef firmanın faaliyet gösterdiği ülke: Uluslararası şirket birleşme ve satın almalarında kültürel ve mevzuata ilişkin farklılıklardan dolayı olumsuz bir etki beklenebileceği gibi, şirketlerin farklı kabiliyetlerini birleştirerek avantaj sağlaması da olasıdır (Martynova vd., 2007). Moeller ve Schlingemann (2005), Goergen ve Renneboog (2004), Martynova ve Renneboog (2006) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda, yabancı firmaların satın alındığı işlemlerde, yerli firmaların satın alındığı işlemlere göre daha başarısız sonuçlar elde edildiği gösterilmiştir. Gugler vd. (2003) tarafından yapılan çalışma ise tam tersi yönde bir sonuç bulmuştur.

Hedef firmanın halka açıklığı: Teorik açıdan bakıldığında halka açık olmayan firmaları satın almanın alıcı firma açısından daha karlı olması beklenir. Bunun başlıca sebebi olarak halka açık firmaları almanın daha zor olması, bu yüzden de likidite primi gerektirmesi

gösterilmektedir (Fuller vd., 2002). Ampirik çalışmalar da bu teoriyi destekler nitelikte bulgular vermektedir (Chang, 1998; Hansen ve Lott, 1996; Fuller vd, 2002).

Hedef firmanın görece büyüklüğü: Görece olarak daha büyük hedef firmaların satın alınmasının daha yüksek sinerji ve daha anlamlı ölçek ekonomisi yaratması beklenir. Ancak büyük firmaların satın alınmasının entegrasyon sorunlarına yol açabileceği de bir gerçektir (Martynova vd., 2007). Ampirik çalışmalara baktığımızda her iki yönde bulgulara rastlamak mümkündür. Linn ve Switzer (2001) ile Switzer (1996) büyük hedefleri satın almanın daha avantajlı olduğunu, Clark ve Ofek (1994) ise bu durumun olumsuz sonuçlara yol açabileceğini bulmuştur.

Alıcı firmanın işlem öncesi nakit ve borç oranı: Nakit miktarı fazla olan firmalar potansiyel birleşme ve satın alma işlemlerine yeterince inceleme ve araştırma yapmadan girişecekleri için, performans düşüşüne daha yatkındırlar (Jensen, 1986). Ampirik çalışmalar da bu görüşü doğrulamaktadır (Harford, 1999; Moeller ve Schlingemann, 2005). Borç oranı konusunda, literatürde borcu fazla olan firmaların birleşme ve satın alma aktivitelerinin bankalar tarafından yakından izleneceği ve karlılığı düşürme ihtimali olan aktivitelerin baştan engelleneceği öne sürülmektedir. Ancak ampirik çalışmalar bu konuda kesin bir sonuca varamamıştır. Ghosh ve Jain (2000), Kang vd. (2000), ile Harford (1999) tarafından gerçekleştirilen çalışmalar borcu fazla olan alıcılar tarafından gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin daha başarılı olduğunu bulmuşlardır. Diğer yandan Linn ve Switzer (2001), Switzer (1996) ile Clark ve Ofek (1994) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda, alıcı firmanın borç oranı ile işlemin başarısı arasında herhangi bir ilişki bulunmamıştır.

Örgüt Kültürü: Örgütsel değerlerin, alışkanlıkların, inançların ve önceliklerin bir bileşimi olarak tanımlanabilecek olan örgüt kültürü (Sargut, 2001), şirket birleşme ve satın almalarında başarıyı etkileyen önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Schein (1990) örgüt kültürünü “bir grubun üyelerinin birbirleri ve çevreleri ile olan etkileşimlerini mümkün kılan paylaşımlı amaçlar bütünü” şeklinde tanımlamaktadır. Örgütsel davranış literatüründe yaygın olan görüş, kültürün özünü bilişsel parçaların oluşturduğudur (Hofstede, 1991; Sackmann, 1991; Schein, 1990). B&S işlemleri incelendiğinde pek çoğunun beklentileri karşılamadığı, başarısızlıkla sonuçlandığı görülmektedir. Bu başarısızlıklar farklı nedenlerden kaynaklanabilmektedir. Bu nedenlerden biri de kurum kültürleri arasındaki farklılıklar sonucu kültürel entegrasyon sağlanamamasından kaynaklanan başarısızlıklardır. Bu açıdan bakıldığında, birleşme öncesi dönemde, birleşecek firmaların öncelikli olarak kendi örgüt kültürlerinin farkına varmaları birleşmenin başarısı için bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır (Arslan, 2004). Ayrıca birleşmenin başarısı için her iki kurumun birbirlerinin örgüt kültürünü

öğrenmesi, bir yapılandırma çalışması yapması, kültürlerden birinin benimsenmesi ya da ortak bir örgüt kültürü oluşturulması gerekmektedir.

Farklı kurum kültürlerine sahip şirketler bir araya getirildiğinde uyumsuzluklar yaşanabilmektedir. Bernstein (1984), organizasyonların daha karmaşık bir yapıya ulaştıkça çalışanların tümünün birbirleri ile uyum içinde çalışmalarını sağlayacak bir kültür geliştirmeleri gerektiğini savunmaktadır. Şirketlerin, B&S işlemlerinde sadece fiziksel varlıklarını birleştirmedikleri, satın alma ve birleşme operasyonlarda kültürel birleşmenin de gerçekleştirilmesi gereği açıktır. Örgüt kültürünün birleşme ve satın almaların başarısındaki etkisinin incelenmesine 1980'li yıllarda başlanmıştır (Buono vd., 1985; Marks, 1982; Sales ve Mirvis, 1984). Birleşmelerde yeni bir örgüt kültürü oluşturulup benimseninceye kadar, halihazırda mevcut olan örgüt kültürleri şirketlerin performansını etkilemektedir. Bu etki, farklılıkların derecesine ve yaşanan karmaşaya bağlı olarak olumsuz olabilmektedir. Literatürdeki çalışmalar örgüt kültüründe yaşanan uyumsuzluğun kaynak paylaşımını da olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir (Nayyar, 1992). Buna göre ancak uygun örgütsel koşullar söz konusu ise kaynak stoklarının etkin kullanımı olanaklı olabilir. Chatterjee vd. (1992) tarafından gerçekleştirilen ampirik çalışma, alıcı firma yönetiminin, birleşme öncesi kültürel uyumluluğun tespitini önemsemesi gerektiğine işaret etmektedir. Söz konusu çalışma ayrıca yatırımcılar açısından üst kademe yönetimleri arasında uyumluluk olan birleşmelerin daha olumlu ve uygun bulunduğunu tespit ederek, genel beklentilerin de aynı şekilde kültürel uyumluluk yönünde olduğunu göstermesi açısından da ilgi çekicidir. Bahsi geçen çalışmalar, kaynakların tek başına anlamlı olmadığını ve uygun örgütsel altyapı olmadığı takdirde, firma değerlerinde azalmanın söz konusu olabileceğini göstermektedir. Bu nedenle, satın alma veya birleşme kararı öncesi, örgütsel uyumluluk analizinin duyarlılıkla yapılması gerekmektedir.

Örgüt kültürünü ölçmek için B&S literatüründe en yaygın olarak kullanılan iki unsur yönetim tarzı ile ödüllendirme ve değerlendirme sistemleridir. Yönetim tarzı, B&S işlemi sonrasında kültürel uyumun yakalanmasında önem taşıyan bir örgüt kültürü unsurudur (Sathe, 1985). Örgüt kültürünün oluşturulmasında göz ardı edilemez bir öneme sahip olan yöneticiler, örgüt değerlerinin etkisinde kalarak bir yönetim kültürü ve örgüt ortamı oluştururlar. Bu örgüt ortamını oluşturması da, tüm örgüt üyelerince paylaşılacak ve belirlenecek ortak norm, inanç ve değerler geliştirmesi ile mümkün olur (Murat ve Açıkgöz, 2007). Örgütte yapılan uygulamalar da bu değerlerle belirlenir ve şekillenir. Ödüllendirme sistemi ise örgütün çalışanlarını belirli kriterlere göre değerlendirmek ve ödüllendirmek için oluşturduğu uygulamalar bütünü olarak tanımlanabilir (Galbraith, 1977). Ödül sistemleri, insanlar, süreçler, kurallar ve prosedürleri de içeren bütün örgütsel bileşenlerden ve ödüllerin kime nasıl verileceği ile ilgili karar süreçlerinden oluşmaktadır. Ödüllendirme ve değerlendirme sistemleri organizasyon kültürünün önemli bir unsurudur ve şirketler arasında önemli farklılıklar

göstermektedir (Balkin ve Gomez-Mejia, 1990; Govindarajan ve Fisher, 1990). Ödül sistemleri, yöneticilerin çalışanların motivasyonunu arzulanan düzeye çekebilmek için kullandıkları önemli araçlardır. Ödüller ve teşvikler, çalışan davranışı üzerinde önemli etkiler taşıdığından, firma performansını da etkilemektedirler.

Yukarıda bahsi geçen çalışmalar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 1: Birleşme ve Satın Alma Literatüründeki Çalışmalar

Konu	Çalışmalar
B&S işlemlerinin piyasa düzeyinde etkileri	Boyer (1992); Farrell & Shapiro (1990); Klein & Murphy (1997); Kovacic & Shapiro (2000); Meeks (1997); Mueller (1982, 1989, 1997); Salinger (1988); Scott (1989); Williamson (1968)
B&S işlem hacminin belirleyicileri	Andrade vd. (2001); Benzing (1993); Erel vd. (2012)
B&S işlemlerinin finansal performansa etkisi	
<i>Olay çalışması</i>	Akben-Selçuk & Altıok-Yılmaz (2011); Akben-Selçuk (2015); Hekimoğlu & Tanyeri (2011); Mandacı (2004); Walter & Barney (1990); Weston vd. (2013).
<i>Finansal tablo analizi</i>	Dickerson vd. (1997); Ghosh (2001); Gugler vd. (2003); Healy vd. (1992); Heron & Lie (2002); Kaplan (1989); Kruse vd. (2002); Linn & Switzer (2001); Mandacı (2005); Moeller & Schlingemann (2005); Powell & Stark (2005); Rahman & Limmack (2004); Sharma & Ho (2002); Yeh & Hoshino (2001)
B&S işlemleri sonucunda performans değişimini etkileyen faktörler	
<i>Ödeme şekli</i>	Ghosh (2001); Jensen (1986); Linn & Switzer (2001); Moeller & Schlingemann (2005)
<i>Aynı sektörde olma</i>	Ghosh (2001); Healy vd. (1992); Heron & Lie (2002); Kruse vd. (2002); Martynova vd. (2007)
<i>Hedef firmanın faaliyet gösterdiği ülke</i>	Goergen & Renneboog (2004), Gugler vd. (2003); Martynova & Renneboog (2006); Martynova vd. (2007); Moeller & Schlingemann (2005)
<i>Hedef firmanın halka açıklığı</i>	Chang (1998); Fuller vd. (2002); Hansen & Lott (1996)
<i>Hedef firmanın görece büyüklüğü</i>	Clark & Ofek (1994); Linn & Switzer (2001); Martynova vd. (2007); Switzer (1996)
<i>Alıcı firmanın işlem öncesi nakit ve borç oranı</i>	Clark & Ofek (1994); Ghosh & Jain (2000), Harford (1999); Jensen (1986); Kang vd. (2000); Linn & Switzer (2001); Moeller & Schlingemann (2005); Switzer (1996)
<i>Örgüt Kültürü</i>	Arslan (2004); Buono vd (1985); Chatterjee vd. (1992); Marks (1982); Nayyar (1992); Sales & Mirvis (1984); Sathe (1985)

5. Sonuç

Birleşme ve satın alma işlemleri sonucu, birleşen firmalar, rakip firmalar, tüketiciler ve rekabet açısından çeşitli etkiler ortaya çıkabilir. Fakat yukarıdaki literatür analizinden de anlaşılacağı gibi, bu işlemlerin etkilerinin ne derece olumlu olduğuna dair henüz bir uzlaşmaya işaret etmeyen tartışma devam etmektedir.

Sektörel düzeyde, yatay birleşmeler bir yandan birleşmiş firmanın pazar gücünü arttırırken, diğer yandan da ölçek ekonomisinin artması sebebiyle maliyet düşüşüne sebep olurlar. Dikey birleşmeler işlem maliyetlerinin azaltılmasından dolayı mevcut ürünlerin maliyetinin düşmesini ve yeni ürünlerin ortaya çıkmasını kolaylaştırmıştır. Ancak dikey bütünleşik firmaların endüstrideki rekabetçi segmentler ile daha az rekabetçi segmentler arasındaki dengeyi piyasa kapama yoluyla bozma potansiyelleri de bulunmaktadır. Bu durum da aslında, endüstriye girişin önündeki engelleri arttırıp ve pazar gücünün pekişmesine sebep olur. Aykırı birleşmelerin ise potansiyel rekabeti engellediği, karşılıklılık yarattığı ve çapraz sübvansiyona sebep olduğu ve böylelikle piyasa gücünü yatay birleşmelere benzer şekilde pekiştirdiği literatürde gösterilmiştir.

Birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal performansa etkisine baktığımızda, çalışmaların iki grup altında toplandığını söylemek mümkündür: olay çalışması metodu kullanarak hisse senedi fiyatlarındaki değişimi inceleyen çalışmalar ve finansal tablo analizine dayalı çalışmalar. Özellikle gelişmiş ülkelerde birleşme ve satın almaların hisse senedi fiyatına etkisini konu alan çok sayıda olay çalışması mevcuttur. Genel olarak bulgular hedef firmaların hisse senedi fiyatında artış yaşadığı, alıcı firmaların ise anlamlı bir değişim yaşamadığı yönündedir. Türkiye için yapılan çalışmalarda da benzer bulgular elde edilmiştir. Finansal tablo analizine dayalı çalışmaların sonuçlarında ise bir uzlaşmaya varılamamıştır. Birleşme ve satın alma işlemlerinin finansal performansa etkisinin pozitif olduğunu gösteren çalışmalar bulunduğu gibi, aksine işaret eden bulgulara da rastlamak mümkündür.

Literatürde şirket birleşme ve satın almalarında alıcı şirket performansına etki eden faktörlerin belirlenmesine yönelik de çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Alıcı şirketler için etkili unsurların en önemlilerinin ödeme şekli, tarafların aynı ülke şirketi olup olmaması, hedef şirketin halka açık olup olmaması, tarafların ilgili alanlarda faaliyet göstermesi, hedef firmanın görece büyüklüğü ve alıcı firmanın işlem öncesi finansal performansı olduğu söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Akben-Selçuk, E., & Yılmaz, A. (2011). The impact of mergers and acquisitions on acquirer performance: Evidence from Turkey. *Business and Economics Journal*, 2, 1-8.
- Akben-Selçuk, E. (2015). Do mergers and acquisitions create value for Turkish target firms? An event study analysis. *Procedia Economics and Finance*, 30, 15-21.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Arslan, H. (2004). *Bulmacanın eksik parçası: birleşme ve satın almalarda insan kaynakları*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Balkin, D. B., & Gomez-Mejia, L. R. (1990). Matching compensation and organizational strategies. *Strategic Management Journal*, 11, 153-169.
- Benzing, C. (1993). Mergers-What the “Grimm” data tell us. *Review of Industrial Organization*, 8, 747-753.
- Bernstein, D. (1984). *Company image and reality a critique of corporate communications*. New York, NY: Holt, Rinehart and Winston Ltd.
- Boyer, K. D. (1992). Mergers that harm competition. *Review of Industrial Organization*, 7, 191-202.
- Brown S. J., & Warner J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Buono, A. F., Bowditch J. L., & Lewis J. W. (1985). When cultures collide: The anatomy of a merger. *Human Relations*, 38(5), 477-500.
- Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M., & Weber, Y (1992). Cultural differences and shareholder value in related mergers: linking equity and human capital. *Strategic Management Journal*, 13(5), 319-334.
- Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 541-566.
- Dickerson A. P., Gibson H. D., & Tsakalotos, E. (1997). The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of U.K. firms. *Oxford Economic Papers*, 49, 344-361.
- Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 68(3), 1045-1082.
- Farrell, J., & Shapiro, C. (1990). Horizontal mergers: an equilibrium analysis. *American Economic Review*, 80, 107-125.
- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- Galbraith, J. R. (1977). *Organizational design*. Reading, MA: Addison-Wesley.

- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.
- Ghosh, A., & Jain, P. J. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6, 377-402.
- Goergen M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of european domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management Journal*, 10, 9-45.
- Govindarajan, V., & Fisher, J. (1990). Strategy, control systems, and resource sharing: effects on business unit performance. *Academy of Management Journal*, 33(2), 259-285.
- Gugler K, Mueller D. C., Yurtoglu B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21, 625-653.
- Hansen R. G., & Lott, J. R. (1996). Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholders/consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(1), 43-68.
- Harford J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 54, 1969-1998.
- Healy P.J., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Hekimoğlu, M. H., & Tanyeri, B. (2011). Türk şirket birleşmelerinin satın alınan şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri, *İktisat, İşletme ve Finans*, 26, 53-70.
- Heron R. & Lie E. (2002). Operating performance and the method of payment in takeovers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37, 137-156.
- Hofstede, G. (1991). *Cultures and organizations: software of the mind*. London: McGraw-Hill.
- Jensen M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kang J. K., Shivdasani, A., & Yamada, T. (2000). The effect of bank relations on investment decisions: an investigation of Japanese takeover bids. *Journal of Finance*, 55, 2197-2218.
- Kaplan N. S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.
- Klein, B., & Murphy, K. M. (1997). Vertical integration as a self-enforcing contractual arrangements. *American Economic Review*, 87, 415-420.
- Kovacic, W. E., & Shapiro, C. (2000). Antitrust policy: A century of economic and legal thinking. *Journal of Economic Perspectives*, 14(1), 43-60.
- Kruse, T. A., Park, H. Y., Park, K., & Suzuki, K. I. (2002). The value of corporate diversification: evidence from post-merger performance in Japan. *AFA 2003 Washington, DC Meetings*. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.344560>
- Linn S. C., & Switzer J.A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking and Finance*, 6, 1113-1138.
- Mandacı, P. E. (2004). Şirketlerin birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi fiyatları üzerine etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans*, 19, 118-124.

- Mandacı, P. E. (2005). Şirket birleşmelerinin şirketlerin finansal yapı ve performanslarına etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 20, 60-67.
- Marks, M. L. (1982). Merging human resources. *Mergers and Acquisitions*, 17(2), 38-42.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). Mergers and acquisitions in Europe. *Advances in corporate finance and asset pricing*. Der.: L. Renneboog, Amsterdam: Elsevier, 15-76.
- Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2007). The long-term operating performance of European mergers and acquisitions. *International mergers and acquisitions activity since 1990: recent research and quantitative analysis*. Der.: G. N. Gregoriou ve L. Renneboog, Burlington, MA: Elsevier, 79-116.
- Meeks, G. (1997). *Disappointing marriage: a study of the gains from mergers*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Moeller S. B., & Schlingemann F. P. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29(3), 533-564.
- Mueller, W. F. (1982). Conglomerates: A Nonindustry. *The structure of American industry*. Der.: W. Adams, New York: Macmillan, 427-474.
- Mueller, D. C. (1989). Mergers: Causes, effects and policies. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 1-10.
- Mueller, D. C. (1997). Merger policy in the United States: A reconsideration. *Review of Industrial Organization*, 12, 655-685.
- Murat, G., & Açıkgöz, B. (2007). Yöneticilerin örgüt kültürü algılamalarına ilişkin bir analiz: zonguldak karaelmas üniversitesi örneği. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(5), 1-20.
- Nayyar, P. R. (1992). On the measurement of corporate diversification strategy: evidence from large U.S. Service firms. *Strategic Management Journal*, 13(3), 219-235.
- Powell R. G., & Stark, A.W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11, 293-317.
- Rahman R. A. & Limmack R. J. (2004). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31, 359-400.
- Sackmann, S. A. (1991). Uncovering culture in organizations. *Journal of Applied Behavioral Science*, 27(3), 295-317.
- Sales, A. L., & Mirvis, P. A. (1984). When cultures collide: issues of acquisitions. *Managing organizational transitions*. Der.: J. R. Kimberly ve R. Quinn, Boston, MA: Irwin, 107-133.
- Salinger, M. A. (1988). Vertical mergers and market foreclosure. *Quarterly Journal of Economics*, 103, 345-356.
- Sargut, S. (2001). *Kültürel farklılaşma ve yönetim*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Sathe, V. (1985). *Culture and related corporate realities*. Homewood, IL: Irwin.
- Schein, E. (1990). Organizational culture. *American Psychologist*, 45(2), 109-119.

- Scott, J. T. (1989). Purposive diversification as a motive for merger. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 35-47.
- Sharma D. S., & Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: some Australian evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 155-200.
- Switzer, J. A. (1996). Evidence on real gains in corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 48, 443-460.
- Walter G. A., & Barney J. B. (1990). Management objectives in mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 11, 79-86.
- Weston, J. F., Mulherin, J. H., & Ahern, K. (2014). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Williamson, O. E. (1968). Economies as an antitrust defense: the welfare tradeoffs. *American Economic Review*, 58, 18-36.
- Yeh T. M., & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14, 347-366.