

## ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMA MÜZAKERELERİNİN BAŞARISIZLIK NEDENLERİ: FİRMA VE MÜZAKERE YAPISININ ETKİLERİ

### *FAILURE REASONS OF MERGER AND ACQUISITION NEGOTIATIONS: AFFECTS OF FIRM AND NEGOTIATION STRUCTURE*

Yener ALTUNBAŞ<sup>(1)</sup>, Ümit TOKUL<sup>(2)</sup>, Ozan KALAYCIOĞLU<sup>(3)</sup>

**Öz:** Bu çalışmada firma satın alma ve birleşme müzakerelerinin başarısızlıkla sonuçlanmasını etkileyen faktörlerin, müzakere ve firma temelinde araştırılması amaçlanmıştır. Bu kapsamda, Avrupa Birliği'nin ilk 15 büyük ekonomisine sahip ülkeler ile ABD menşeli firmaların 2010-2017 yılları arasındaki birleşme ve satın alma müzakereleri analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda, müzakere özellikleri bakımından, müzakere süresinin uzunluğunun müzakerenin olumlu neticelenme ihtimalini azalttığı, peşin ödeme yönteminin teklif edildiği müzakerelerin hibrit ödeme yöntemlerinin teklif edildiği müzakerelere göre olumsuz sonuçlanma ihtimalinin daha yüksek olduğu, sahip olunmak istenen hisse payındaki artışın ise müzakere sonuçlarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Firma özellikleri dikkate alındığında ise, hedef firma büyüklüğünün müzakereler üzerinde olumsuz etkisi olduğu, diğer taraftan finansal kaldıraç rasyosunun yükselmesinin müzakerelerin başarı ihtimalini arttırdığı tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Şirket Birleşmeleri, Büyüme Stratejileri, Başarısız Müzakereler

**Abstract:** Within this study, it is aimed to investigate the factors affecting the failure of merger and acquisition negotiations based on negotiation and firm characteristics. In this context, merger and acquisition negotiations between the countries of the European Union's top 15 economies and the USA companies between 2010-2017 were analyzed. As a result of the analysis, it has been determined that the length of the negotiation period reduces the probability of a positive result of the negotiation, the negotiations that the cash payment method is offered are more likely to result in negative compared to the negotiations where the hybrid payment methods are offered, and the increase in the share desired to have has a positive effect on the negotiation results. Considering the characteristics of the firm, it was determined that the size of the target firm has a negative impact on the negotiations, while the increase in the financial leverage ratio increased the probability of success of the negotiations.

**Keywords:** Merger and Acquisitions, Growth Strategies, Abandoned Deals

**JEL:** G34, G32, M10

### 1. Giriş

Dünya ekonomilerinin globalizasyonu ile birlikte şirketlerin rekabet avantajı sağlamaları ve bu avantajı koruyabilmeleri gün geçtikçe zorlaşmaktadır. Rekabetin her geçen gün şiddetini arttırdığı bir çevrede şirket birleşmeleri stratejik bir yönetim aracı olarak görülmektedir. Müzakere, bir sorunu her iki tarafın da kabul edilebilir bulunduğu bir şekilde çözen stratejik bir tartışmadır. Bir müzakerede, her iki taraf da diğerini kendi bakış açısına katılmaya ikna etmeye çalışır (Investopedia, 2021). Son

<sup>(1)</sup> Bangor University, Bangor Business School, y.altunbas@bangor.ac.uk, ORCID: 0000-0002-2088-2288

<sup>(2)</sup> Türk Eximbank, utokul@hotmail.com, ORCID:0000-0003-3145-6812

<sup>(3)</sup> Türk Eximbank, ozankalaycioglu@hotmail.com, ORCID: 0000-0002-7593-9835

Geliş/Received: 08-08-2020; Kabul/Accepted: 02-07-2021

yıllarda Amerika ve Avrupa’da gerek yerel pazarda, gerekse uluslararası pazarlardaki şirket birleşme ve satın alma müzakerelerinin yüksek oranda başarısızlıkla sonuçlanması dikkat çekmektedir. Bu kapsamda, dünya genelinde 2008-2015 yılları arasında olumsuz sonuçlanan firma birleşme müzakerelerinin toplam tutarı 190 milyar doları bulmaktadır (WSJ, 2015). Şirketler arasındaki başarısızlıkla neticelenen satın alma ve birleşme müzakerelerinde meydana gelen bu artışa birçok araştırmacı tarafından dikkat çekilmektedir. Bu kapsamda yapılan çalışmalarda, müzakere süreçlerinin çeşitli zorluklar barındırdığına işaret edilerek, müzakere süreçlerinin başarısının temelde firmaya ve müzakereye ait özellikler tarafından etkilendiği vurgulanmaktadır. Ancak, müzakerelerin yarıya yakınının başarısızlıkla sonuçlandığına işaret edilmesine rağmen, literatürde başarısızlık nedenleri az sayıda çalışmada araştırılmıştır (Epstein, 2005). Oysa, şirketler arasındaki bu faaliyetlerin gerek firma performansı, gerekse ülke ekonomileri üzerindeki etkileri düşünüldüğünde müzakereleri olumlu ya da olumsuz etkileyen faktörlerin araştırılması önem arz etmektedir (Kim & Song, 2017).

Porter (1985)’a göre operasyonel üstünlükleri firmalara değer katar. Ancak, rekabetçi çevre firma yöneticilerini kârlarını arttırmaları için sürekli baskı altında tutmaktadır. Bu çerçevede, birleşme ve satın alma kararları firmalara çeşitli açılımlar sağlayan stratejik nitelikli kurumsal kararlar olarak değerlendirilmektedir. Carnevalli (2000)’ye göre, satın alma ve büyüme gibi dışsal büyüme stratejileri daha çok içsel büyüme kısıtlılıkları olan firmalar tarafından tercih edilmektedir. İlgili literatürde bu kapsamda yapılan araştırmaların büyük bölümünde, başarıyla sonuçlanan birleşmeler bakımından daha çok teklif veren ve hedef firmaların hissedarlarının kazançları araştırılmıştır (Porth, 1992; Ramaswamy, 1997). Ancak, yapılan araştırmalar satın alma ve birleşme süreçlerinin büyük çoğunluğunun müzakere aşamasında kesildiğini göstermektedir (Muehlfeld, et al, 2007). Bu nedenle literatürde satın alma süreçlerinin araştırılmasının önemine işaret edilmektedir (Holl & Kyriazis, 1996).

Literatürde şirket satın alma ve birleşme müzakerelerinin ortalama olarak yarısının başarısız olduğu vurgulanmasına rağmen, yapılan araştırmaların büyük çoğunluğunda birleşme sonrası şirket performansının incelendiği görülmektedir (Saxton & Dollinger, 2004). Oysa, müzakere süreçleri şirketlere çok ciddi maliyetler yüklemekte ve sınırlı kaynakların tüketilmesine yol açmaktadır. Bu nedenle, başarısız olan müzakere süreçleri şirketler için büyük bir kaynak israfı anlamına gelmektedir (Weston, et al. 2003, Asquith, 1983). İtibar ve zaman kaybı, avukatlara ve birleşme danışmalarına ödenen ücretler olumsuz neticelenen müzakerelerin maliyetlerinden bazılarıdır. Ayrıca, olumsuz neticelenen birleşme müzakerelerinden çekilmek kimi zaman çeşitli cezai yaptırımlarla karşı karşıya kalınmasına da neden olabilmektedir (Luo, 2005). Örneğin, Rosenkranz ve Weitzel (2005) tarafından, açıklanmış bir müzakere sürecinin olumsuz neticelenmesinin, müzakerecilerin birleşme değerinin altı katına varan cezalar ödemelerine neden olabileceği belirtilmiştir.

Bu çerçevede, bu çalışmada şirket birleşme ve satın alma müzakere süreçlerini etkileyen firma özellikleri ile müzakere yapılarına ilişkin özellikler araştırılmaktadır. Literatürde bu alanda yapılan çalışmalarda büyük ölçüde birleşme sonrasındaki finansal performans incelenmiştir. Bu çalışmada ise müzakere sürecine odaklanılmaktadır. Diğer taraftan, yapılan çalışmaların çoğunluğu nitel olmasına karşın, bu araştırma nicel veriye dayanmaktadır. Çalışmanın literatürün genelinden ayrılan bir diğer yanı, çoğu çalışmada olduğu gibi spesifik bir endüstri veya ülke yerine, Avrupa’nın gelişmiş ekonomileri ile ABD’yi kapsayan nicel verinin esas alınmış olmasıdır.

## 2. Literatür İncelemesi ve Hipotezler

Şirket satın alma ve birleşme müzakerelerinin birçoğu yanlış analiz ve planlama nedeniyle başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Hedef firmaya yüksek değer biçme, komplike bir müzakere süreci, birleşme sonrası oluşacak firmanın geleceğinin planlanmamış olması gibi eksiklikler başarısızlığın nedenlerinden bazılarıdır (Bargeron et al., 2014; Calandro, 2011). Müzakerelerde başarısızlığın sebeplerinden bir diğeri müzakereciler arasındaki iletişim problemleridir (Grantham, 2007). Zhang et al. (2011)'a göre, hedef firmanın yönetim kademesinin birleşmeye karşı olan savunmacı pozisyonu, hedef firma büyüklüğü ve ödeme şekli müzakerelerin sonucunu etkileyen faktörlerdir. Caiazza ve Pozzolo (2016) tarafından 1992-2010 yılları arasında 150 ülkenin bankacılık sektöründe açıklanan 20.000 yerel ve uluslararası birleşme/satın alma müzakeresi üzerinde yapılan araştırmada, müzakere özellikleri ile ülke özelliklerinin müzakere başarısına etkileri araştırılmıştır. Bu çerçevede, müzakerenin işlem büyüklüğü, süresi ve ödeme yöntemi gibi özelliklerinin, müzakerelerin sonucu üzerinde firma özelliklerinden daha fazla etkili olduğu belirlenmiştir. Diğer taraftan, aynı çalışma dahilinde hedef firmanın ülkesindeki otoriter yasal düzenlemelerin başarısızlık ihtimalini arttırdığı raporlanmıştır.

Chakrabarti ve Mitchell (2015), ABD'de 1980-2004 yılları arasında kimyasal üretici firmaları arasında açıklanan 1.603 yerel birleşme ve satın alma sürecinin %17'sinin başarısızlıkla sonuçlandığını belirtmektedir. Zhou et. al. (2016) tarafından 1995 – 2010 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke şirketleri arasında açıklanan 2.736 satın alma müzakeresinin %34'ünün başarısızlıkla sonuçlandığını raporlamıştır. O'Sullivan ve Wong (1998), Büyük Britanya'da 1989-1995 yılları arasında açıklanan satın alma ve birleşme müzakerelerinin %20'sinin başarısız olduğunu tespit etmiştir. Wong ve O'Sullivan (2001), başarısızlıkla sonuçlanan müzakerelerin, hedef şirket yetkililerinin savunmacı tutumları veya gönüllü çekilme gibi çeşitli sebepleri olabileceğini belirtmektedir.

### 2.1. Şirket Birleşme ve Satın Alma Müzakerelerini Etkileyen Faktörler

Küçük hacimli işlemlerin müzakere süreçleri daha kolayken, büyük hacimli işlemler üst yönetimin yüksek konsantrasyonunu gerektiren kompleks süreçleri içerir (Chatterjee, 2007, Seth, 1990). Bunun yanı sıra, büyük hacimli müzakereler dikkatli bir planlamayı, ayrıca yönetsel gücü ve sorumluluğu gerekli kılar (Ellis et al., 2011). Büyük hacimli müzakerelerde maliyetlerin yüksekliği ve anlaşmazlıkların ortaya çıkması yönetimi karmaşaya sürükler ve riski artırır (Zollo, 2009). Karşıt olarak, küçük hacimli müzakerelerde baskı ve maliyetler azalırken, yaşanan anlaşmazlık sayısı da azalır. Küçük hacimli müzakereler teklif veren ve hedef firmalar tarafından düşük konsantrasyon gerektirmesi nedeniyle büyük hacimli müzakerelere göre daha fazla başarıyla sonuçlanma olasılığına sahiptirler (Doan et al, 2018).

H1: Şirket satın alma/birleşme müzakerelerinin başarısızlığı işlem hacmiyle ilişkilidir.

Müzakere süresi, şirket satın alma müzakerelerinin tamamlanma süresini ifade eder. Bu kapsamda müzakere süresi, müzakere sürecinin sonucuyla ilgili önemli bir kriterdir (Dikova et al, 2010). Müzakerelerin başladığının deklare edilmesinden sonuçlanmasına kadar geçen sürenin uzunluğu, müzakerelerin başarı veya başarısızlığı hakkında önemli bir fikir verir. Müzakerelerin devam etmesi, bir taraftan müzakere sürecinin devam ettiği ve tarafların olumlu netice elde etme çabalarına

işaret ederken, diğer taraftan taraflar için kârlı olan süreçlerin hızlı sonuçlanacağı düşünülebilir. Bu da müzakereler uzadıkça olumlu neticelenme ihtimalinin azalacağı anlamını taşır (Caiazza & Pozzolo, 2016).

H2: Şirket satın alma/birleşme müzakere süresinin uzunluğu müzakerelerin başarısızlığı ile ilişkilidir.

Ödeme yöntemi, şirket satın alma/birleşme müzakerelerini etkileyen önemli bir değişkendir. Sıklıkla peşin, hisse devri veya bunların kombinasyonu şeklinde belirlenen ödeme yöntemi, teklif veren şirket ile hedef şirket hissedarları tarafından müzakere sürecinin belirleyicisi olarak görülür (Andrade et al., 2001; Weston et al., 2003). Hisse satışı yoluyla yapılan ödemeler daha kompleks süreçler içerdiğinden, peşin ödeme yönteminin benimsendiği müzakerelerin başarı ihtimali daha fazladır (Shimizu et al., 2004). Travlos (1987) tarafından yapılan araştırmada, müzakereci firmaların peşin ödeme yöntemi seçildiğinde daha kazançlı çıktığı belirlenmiştir. Diğer taraftan, ödeme yöntemi olarak hisse devri seçildiğinde satın alma fiyatı belirsizlik içerir. Oluşan belirsizlik müzakere sürecini olumsuz yönde etkiler (Caiazza & Pozzolo, 2016). Sudarsanam (1995) tarafından, hisse senedi veya hibrit ödeme yöntemlerinin Büyük Britanya’da yapılan satın alma müzakerelerini anlamlı şekilde olumsuz yönde etkilediği tespit edilmiştir. Diğer taraftan, peşin ödeme yönteminin müzakerelerin seyrini olumlu yönde etkilediği birçok araştırmacı tarafından ifade edilmiştir (Asquith, 1983; Travlos, 1987). Chang ve Suk (1998)’a göre, müzakerelerde ödeme yönteminin peşin olarak belirlenmesi müzakerelerin başarıyla sonuçlanma olasılığını arttırmaktadır. Araştırmacılar bu durumu peşin ödemenin belirsizliği azaltıcı etkisiyle açıklamışlardır. Hisse devri veya hibrit ödeme yöntemlerinin kompleks yapıları belirsizliği arttırmakta, bu da müzakere sürecini olumsuz yönde etkilemektedir.

H3: Hibrit ödeme yöntemi benimsenen müzakereler, peşin ödeme yöntemi belirlenen müzakerelere göre daha fazla başarısızlık olasılığına sahiptir.

Uluslararası müzakereler gerek yüksek belirsizlik içermeleri, gerekse yabancı ülkenin yasal düzenlemelerinden kaynaklanan yüksek hukuki maliyetleri nedeniyle sıklıkla yerel birleşmelerden kompleks ve maliyetlidir (Dinc & Erel, 2013). Uluslararası birleşme müzakerelerinin bu özellikleri başarısızlık olasılığını artırır. Jemison ve Sitkin (1986)’e göre bu faktörler müzakereleri zorlaştırıcı etkenlerdir ve artan gerginlik müzakerecilerin başa çıkamayacağı düzeye çıktığında müzakereler kesilebilir. Very ve Schweiger (2001) uluslararası birleşme müzakerelerinde en sık karşılaşılan zorluğun hedef firma hakkında enformasyon temini olduğunu belirtmektedir. Diğer bir zorluk, kültürel farklılıklardan kaynaklanan gecikmeler ve beklenmeyen maliyetlerdir. Bu tip kültürel sorunlar müzakerelerin kesilmesine veya gecikmesine neden olabilir (Dikova et al, 2010).

H4: Müzakerelerin uluslararası olması müzakere başarısızlığı ile ilişkilidir.

İlgili literatürde, satın alma/birleşme teklifinde bulunan firmanın hedef firmada sahip olmak istediği hisse yüzdesi “talep edilen hisse” olarak tanımlanmıştır (Dikova et al., 2010). Hedef firmanın güçlü finansal desteğe ihtiyaç duyması işbirliğine zorlayıcı etkenlerdendir. Özellikle uluslararası birleşme müzakerelerinde bu işbirliği zorunluluğu, teklif veren firmaya hedef ülkenin kültürel yabancılığının üstesinden gelmesinde yardımcı olur. Ancak, hedef firmada talep edilen hisse oranı arttıkça müzakereler daha komplike hale gelir. Antitröst yasaları ile diğer yasal zorunluluklar, teklif veren firmanın daha fazla kaynak ayırmasını gerektiren zorlayıcı etkenlerdir

(Zhou, 2016). Bu çerçevede, hedef firmada satın alınmak istenen hisse oranı arttıkça, finansal, hukuki ve yönetsel engellerin artacak olmasının müzakerelerin kesilme ihtimalini arttıracığı söylenebilir.

H5: Hedef firmada talep edilen hisse oranı ile müzakerelerin başarısızlığı ilişkilidir.

Literatürde, hedef firmanın bazı karakteristik özelliklerinin müzakerelerin tamamlanmasını zorlaştırdığı ifade edilmektedir. Örneğin, hedef firmanın büyüklüğü müzakerelerin başarıyla sonuçlanması üzerinde etkilidir (Caiazza & Pozzolo, 2016). İlk bakışta, büyük firmaların potansiyel müşterilerin daha fazla ilgisini çektiği ve müzakerelerin bu cazibe ile olumlu sonuçlanma ihtimalinin arttığı düşünülebilir (O’Sullivan & Wong, 1998). Ancak, büyük firmalar genellikle birleşme /satın alma müzakerelerini engelleyici mekanizmaları barındırırlar. Örneğin, büyük firmaların hissedarlarının birleşme motivasyonu küçük firmaların yöneticilerine göre çok daha azdır. Diğer taraftan, büyük firma yöneticileri firmalarının gücünden kaynaklanan kibir gibi çeşitli engelleyici özelliklere sahiptirler. Bu gibi özellikler müzakere süreçlerini olumsuz yönde etkiler (Moeller et al, 2004).

H6: Hedef firma büyüklüğü ile birleşme/satın alma müzakerelerinin başarısızlığı ilişkilidir.

Şirketlerin kaldıraç oranının yükselmesi, yönetimin kontrol altında tuttuğu firma varlıkları üzerindeki etkinliklerini azaltır (Stulz, 1988). Literatürde bazı araştırmacılar tarafından kaldıraç oranının yükselmesinin satın alma müzakereleri üzerinde olumsuz etki gösterebileceği belirtilmiştir. Diğer taraftan, teklif veren firmanın satın alma sürecini finanse edebilme kapasitesi satın alma sürecinin olumlu sonuçlanması bakımından önemlidir. Yüksek borçlu firmalar daha ziyade hisse senedi ile ödeme yöntemi teklif etme eğilimi gösterirler (Raad & Ryan, 1995, Assem & Titman, 1999 & Schwert, 2000). Faccio ve Masulis (2005), yüksek kaldıraç oranına sahip teklif veren firmaların ödeme yöntemini kontrol edebilme gücüne sahip olsalar bile, müzakerelerde başarısızlık ihtimallerinin yüksek olduğunu belirtmektedir. Holl ve Pickering (1988) göre teklif veren firmalardan büyük, hızlı ve likit olanların başarılı olma olasılığı artar.

H7: Kaldıraç oranı ile birleşme/satın alma müzakerelerinin başarısızlığı ilişkilidir.

### 3. Araştırma Metodolojisi ve Veri Özellikleri

Bu çalışmada öne sürülen hipotezler ikincil veri kullanılarak test edilmiştir. Veri kaynağı olarak şirket birleşme ve satın almalarına ilişkin veri sağlayan “Thomson One” ve “Thomson Financial Worldwide” veritabanı kullanılmıştır. Ölçüm ve analizlerde döviz cinsi olarak ABD Doları esas alınmıştır. Şirket satın alma ve birleşmelerine konu ülkeler, işlem hacmi esas alınarak seçilmiştir. Bu kapsamda AB üyesi ilk 15 ekonomi ile ABD şirketlerinin 2010-2017 yılları arasındaki satın alma ve birleşme faaliyetleri, firma ve müzakere özellikleri bağlamında analize tabi tutulmuştur. Analiz yöntemi olarak panel data probit regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Tablo 1’e göre 2010-2017 yılları arasında analize tabi tutulan 6.876 birleşme ve satın alma müzakeresinin 5.886’sı (%85,6) başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Müzakerelerin büyük çoğunluğu ABD firmalarını kapsamakta, bunu Fransa, Almanya ve Büyük Britanya gibi AB’nin büyük ekonomileri takip etmektedir. Veri seti, firma özellikleri ve müzakere özellikleri olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Müzakere özellikleri olarak,

müzakere işlem tutarı, talep edilen hisse oranı, hisse başına fiyat, satın alma/birleşme müzakere süresi, ödeme yöntemi; firma özellikleri olarak, hedef firma büyüklüğü, firmanın piyasa değeri, varlık getiri oranı, özsermaye getiri oranı, finansal kaldıraç vb. finansal oranlar kullanılmıştır.

**Tablo 1: Ülkeler ve Müzakere Statüleri**

Teklif Veren Firma Ülkesi	Müzakere Sonucu			Hedef Firma Ülkesi	Müzakere Sonucu		
	Tamamlanan	Kesilen	Toplam		Tamamlanan	Kesilen	Toplam
Avusturya		18	18	Avusturya			
Belçika		36	36	Belçika		36	36
Danimarka		18	18	Danimarka		36	36
Finlandiya		90	90	Finlandiya		72	72
Fransa	36	234	270	Fransa	18	162	180
Almanya		216	216	Almanya		198	198
Yunanistan	36	36	72	Yunanistan	36	36	72
İrlanda		36	36	İrlanda		72	72
Lüksemburg				Lüksemburg			
İtalya	18	18	36	İtalya	36	18	54
Hollanda		72	72	Hollanda		72	72
Portekiz		18	18	Portekiz		90	90
İspanya		90	90	İspanya		18	18
İsveç	18	72	90	İsveç	18	72	90
Büyük Britanya	54	180	234	Büyük Britanya	54	216	270
ABD	828	4,752	5,580	ABD	828	4,788	5,616
Toplam	990	5,886	6,876	Toplam	990	5,886	6,876

Tablo 2’de veri setine ilişkin tanımlayıcı istatistikler sunulmuştur. Buna göre olumsuz sonuçlanan müzakerelerin ortalama değeri 3.072.900 ABD Doları, en yüksek değeri ise 145.785.300 ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Olumsuz sonuçlanan müzakerelerin ortalama süresi 461,3 gün, müzakere aralığı ise 1 gün ile 2594 gün arasında değişkenlik göstermektedir. Olumlu neticelenen müzakerelerin ortalama talep edilen hisse oranı %55,5, olumlu neticelenen müzakerelerde ise bu oran %96,1 olarak gerçekleşmiştir. Veri seti firma özellikleri bakımından incelendiğinde, hedef firma büyüklükleri bakımından, olumsuz neticelenen müzakerelerde ortalama büyüklüğün, olumlu neticelenen müzakere ortalamasından daha büyük olduğu görülmektedir ( $7,9 > 7,1$ ). Diğer taraftan, teklif veren firmaların varlık getiri oranı, özsermaye getiri oranı, yatırım sermayesi getiri oranı, fiyat kazanç oranı ortalamaları gibi finansal verileri dikkate alındığında, olumsuz neticelenen müzakerelerde ortalamaların olumlu neticelenen müzakerelere göre yüksek olduğu görülmektedir. Bu sonuca göre, teklif veren firmanın finansal gücünün müzakerelerin olumlu neticelenmesini her zaman garanti etmediği anlaşılmaktadır.

Tablo 2: Müzakere yapısına ve firma özelliklerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler

Müzakere	Başarılı				Başarısız				Toplam			
	Mean	Sd	Min	Max	Mean	Sd	Min	Max	Mean	Sd	Min	Max
Müzakere hacmi	2229.7	4759.8	0.6	24002.1	3072.9	12600.2	0.0	145785.3	2961.5	11799.8	0.0	145785.3
Talep Edilen Hisse	96.1	12.6	50.0	100.0	55.5	29.3	1.1	100.0	61.3	31.0	1.1	100.0
Hisse Değeri	85.4	386.4	0.0	2493.1	38.6	52.5	0.4	363.6	50.3	199.4	0.0	2493.1
Müzakere Süresi	113.6	103.3	1.0	693.0	461.3	460.8	1.0	2594.0	411.3	445.2	1.0	2594.0
Müzakere büyüklüğü (log)	-1.9	2.6	-9.2	8.6	-3.2	3.5	-15.9	8.8	-3.0	3.5	-15.9	8.8
Peşin Ödeme	0.4	0.5	0.0	1.0	0.8	0.4	0.0	1.0	0.7	0.4	0.0	1.0
Hibrit Ödeme	0.3	0.4	0.0	1.0	0.1	0.3	0.0	1.0	0.2	0.4	0.0	1.0
Hisse Ödeme	0.4	0.5	0.0	1.0	0.1	0.2	0.0	1.0	0.1	0.3	0.0	1.0
** Ulus.Arası Müzakere	0.0	0.2	0.0	1.0	0.1	0.3	0.0	1.0	0.1	0.3	0.0	1.0
***Div4sic (sektör)	0.5	0.5	0.0	1.0	0.2	0.4	0.0	1.0	0.2	0.4	0.0	1.0
***Div2sic (sektör)	0.3	0.5	0.0	1.0	0.1	0.3	0.0	1.0	0.1	0.3	0.0	1.0
<b>Firma Özelliği</b>	<b>Mean</b>	<b>Sd</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>Mean</b>	<b>Sd</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>Mean</b>	<b>Sd</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
Büyüklik (Toplam Varlıklar)	7.1	3.3	-4.2	12.5	7.9	2.4	-2.3	14.6	7.806	2.54	-4.2	14.6
Pazar Kapitalizasyonu	7.6	3.6	-5.2	12.4	8.3	2.2	2.9	13.7	8.161	2.445	-5.2	13.7
ROA	0.3	17.6	-40.2	41.3	4.4	9.2	-40.2	41.3	3.833	10.818	-40.2	41.3
ROE	2.8	29.2	-60.4	60.4	10.0	18.2	-60.4	60.4	8.986	20.247	-60.4	60.4
ROIC	0.1	25.8	-60.4	60.4	7.2	13.6	-60.4	60.4	6.211	16.014	-60.4	60.4
Kar Payı	22.0	27.2	0.0	99.7	21.5	24.9	0.0	100.0	21.535	25.23	0.0	100.0
Borç/Varlık	30.4	22.8	0.0	100.0	25.7	19.9	0.0	100.0	26.386	20.372	0.0	100.0
U.D. Borç/Varlık	25.9	21.4	0.0	100.0	20.9	19.0	0.0	100.0	21.606	19.388	0.0	100.0
Sermaye/Varlık	65.3	19.6	3.0	98.4	57.6	24.8	0.0	98.4	58.651	24.307	0.0	98.4
ToplamSat/Varlık	0.9	1.4	0.0	31.3	1.0	1.2	0.0	13.2	0.967	1.229	0.0	31.3
Özkaynak/Varlık	42.2	22.5	0.2	99.8	38.3	24.4	0.0	99.3	38.87	24.212	0.0	99.8
Fiyat Kazanç Oranı	17.9	33.1	-60.4	196.4	18.7	32.1	-60.4	196.4	18.574	32.208	-60.4	196.4
Fiyat Defter Değeri Oranı	2.6	5.6	-24.0	24.2	2.6	4.2	-24.0	24.2	2.613	4.377	-24.0	24.2
Beklenen Portföy Dalgalanması	35.2	20.6	0.8	97.8	29.6	11.1	6.5	77.8	30.386	13.101	0.8	97.8
Likidite Oranı (Nakit Oranı)	2.5	6.5	0.0	128.9	1.8	2.7	0.0	128.9	1.865	3.486	0.0	128.9
Exponential Function	24.7	23.5	0.3	100.0	23.4	24.1	0.0	100.0	23.591	24.056	0.0	100.0

Müzakere başarısızlık olasılığının firma ve müzakere özelliklerinden nasıl etkilendiğini öngörebilmek amacıyla veri seti üzerinde probit regresyon analizi yapılmıştır. Analizlerde, bağımlı değişken olarak ilan edilmiş bir şirket birleşme/satın alma müzakeresinin olumsuz sonuçlanması durumu seçilmiştir. Bu kapsamda, regresyon modelinde müzakerelerin olumsuz sonuçlanması “1”, olumlu sonuçlanması ise “0” durumu olarak belirlenmiştir. Ayrıca analiz geçerliliğini ve güvenilirliğini

arttırmak için sektör sınıflandırması ve çeşitli finansal rasyolar kontrol değişkenleri olarak regresyon modeline dahil edilmiştir.

Probit modelinde birden fazla bağımsız değişken olduğu zaman regresyon denklemi  $Pr(\text{Başarısız}_i) = \Phi(\beta X_i)$  şeklinde tanımlanır. Pr, müzakerelerin başarısız olma ihtimalini temsil eder.  $i$ , müzakere yapısına ve firma karakterine ilişkin özellikleri ifade etmektedir.  $\Phi$ , standart normal birikimli dağılım fonksiyonudur. Probit katsayısı  $\beta$ ; tahmindeki bir birimlik artışın probit skorunda ( $z$  standart değerinde) yapacağı  $\beta$  standart sapmalık artışı ifade eder.  $X\beta$  probit skoru ya da indeksi olarak adlandırılır ve normal dağılıma sahiptir (Kalaycı, 2005). Bu çerçevede, müzakere yapısı ile firma özelliklerinin müzakerelerin kesilmesi üzerindeki etkilerini ölçmek için aşağıdaki iki regresyon modeli oluşturulmuştur.

$$\text{Müzakere Başarısızlığı (Müzakere)} = \beta_0 + \beta_1 \text{süre} + \beta_2 \text{nakit} + \beta_3 \text{hibrit} + \beta_4 \text{hisse} + \beta_5 \text{büyüklük} + \beta_6 \text{ulsarası} + \beta_7 \text{div4sic} + \beta_8 \text{div2sic} + \beta_9 \text{ödemesiz} + \varepsilon$$

$$\text{Müzakere Başarısızlığı (Firma)} = \beta_0 + \beta_1 \text{büyüklük} + \beta_2 \text{pazarkpt} + \beta_3 \text{borçvarlık} + \beta_4 \text{udborçvarlık} + \beta_5 \text{özsvarl} + \beta_6 \text{likidite} + \beta_7 \text{fdd} + \beta_8 \text{fiyat kazanç} + \beta_9 \text{bekport} + \beta_{10} \text{varlıkdevir} + \beta_{11} \text{roa} + \beta_{12} \text{roe} + \beta_{13} \text{roic} + \beta_{14} \text{expo} + \beta_{15} \text{karpayı} + \varepsilon \quad (1)$$

### 3.1. Analiz Sonuçları

Müzakere yapısının müzakerelerin başarısızlığı üzerindeki etkilerini gösteren probit regresyon analizi sonuçları Tablo 3'te göstermektedir. Bu modelde sektör kodları kukla değişken olarak kullanılmıştır. Tablo 4 ise, firma özelliklerinin müzakerelerin başarısızlığı üzerindeki etkilerini gösteren probit regresyon sonuçlarını içermektedir. Tüm modellerde,  $\text{prob} > \text{chi squared} = 0$  değerini aldığından modellerin tamamının istatistiki olarak anlamlı olduğu söylenebilir. Ayrıca, tüm değişkenlerin birarada olduğu "Robustness Test" sonuçlarına Ek-1 de yer verilmiştir.



Tablo 3: Müzakere Yapısının Müzakere Başarısızlığına Etkileri

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>Süre</i>	0.0599*** (0.0025)		0.0412*** (0.0026)	0.0076*** (0.0016)	0.0427*** (0.0025)	0.0076*** (0.0016)	0.0439*** (0.0026)	0.0299*** (0.0027)	0.0374*** (0.0027)	0.0368*** (0.0026)	0.0074*** (0.0016)
<i>Nakit ödeme</i>		0.4084*** (0.0167)	0.3260*** (0.0168)	0.0635*** (0.0102)	0.2804*** (0.0173)	0.0558*** (0.0099)	0.2938*** (0.0179)	0.2700*** (0.0177)	0.2855*** (0.0178)	0.3201*** (0.0185)	0.0753*** (0.0108)
<i>Hibrit ödeme</i>		0.1084*** (0.0068)	0.1079*** (0.0060)	0.0536*** (0.0045)	0.0967*** (0.0062)	0.0511*** (0.0044)	0.0911*** (0.0064)	0.0926*** (0.0059)	0.0900*** (0.0063)	0.1197*** (0.0056)	0.0551*** (0.0047)
<i>Talep Edilen Hisse</i>				-0.0033*** (0.0002)		-0.0032*** (0.0002)					-0.0028*** (0.0002)
<i>İşlem Hacmi (Büyüklik)</i>					-0.0077*** (0.0011)	-0.0012 (0.0007)	-0.0075*** (0.0011)	-0.0069*** (0.0011)	-0.0076*** (0.0011)	0.0008 (0.0012)	
<i>Ulus.arası müzakere</i>							0.0923*** (0.0056)	0.0955*** (0.0049)	0.0904*** (0.0055)	0.0877*** (0.0048)	0.0447*** (0.0039)
<i>Div4sic (sektör)</i>								-0.1386*** (0.0132)			
<i>Div2sic (sektör)</i>									-0.0979*** (0.0143)	-0.1036*** (0.0142)	-0.0185*** (0.0063)
<i>Ödemesiz</i>										-0.0527*** (0.0033)	-0.0177*** (0.0020)
<i>Log Likelihood</i>	-2546.866	-2396.275	-2267.654	-1812.692	-2237.463	-1803.409	-	-	-	-	-
<i>LR Chi2</i>	573.76	874.94	1132.19	2042.11	1122.52	1990.62	2177.973	2095.781	2144.442	2000.879	1642.068
<i>Prob&gt; Chi2</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Number of Observations</i>	6,876	6,876	6,876	6,876	6,858	6,858	6,858	6,858	6,858	6,858	6,876

\*\*\*  $p < 0,01$  \*\*  $p < 0,05$  \*  $p < 0,10$ 

Müzakere özellikleri bakımından probit regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, Tablo 3 Model 9'a göre, birleşme/satın alma müzakerelerinin tutar hacminde meydana gelecek bir birimlik artış, müzakerelerin kesilme ihtimalini 0,007 oranında azaltmaktadır. Bu çerçevede, hipotez 1 desteklenmemiştir. Model 10'a göre, birleşme/satın alma müzakerelerinin süresinde meydana gelen bir birimlik artış, müzakerelerin kesilme ihtimalini 0,036 oranında arttırmaktadır. Böylece, hipotez 2 desteklenmiştir. Hipotez 3, peşin ve hibrit ödeme şekillerinin müzakerelerin kesilmesi üzerindeki etkilerini kıyaslamalı olarak test etmektedir. Bu çerçevede Model 10 dikkate alındığında, peşin ödeme yönteminin (0,32) hibrit yönteme (0,11) göre müzakerelerin kesilmesinde yaklaşık üç kat daha etkili olduğu görülmektedir. Bu çerçevede hipotez 3 desteklenmemiştir. Hipotez 4 de beklendiği şekilde, Model 10'a göre birleşme/satın alma müzakerelerinin uluslararası nitelik taşıması, müzakerelerin başarısızlıkla sonuçlanma olasılığını 0,08 oranında arttırmaktadır. Model 4'e göre teklif veren firmanın hedef firmada sahip olmak istediği hisse oranındaki bir birimlik artış, müzakerelerin başarısızlıkla sonuçlanma ihtimalini 0,003 oranında azaltmaktadır. Bu çerçevede, hipotez 5 desteklenmemiştir.

Tablo 4: Firma Özelliklerinin Müzakere Başarısızlığına Etkileri

DEĞİŞKENLER	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
<b>BÜYÜKLÜK (HEDEF FİRMA) (T. VARLIKLAR)</b>	0.0087***	0.0012	0.0086***	0.0040**	0.0046**	0.0059***	0.0059***	0.0067***	0.0067***	0.0061***	0.0002	0.0011	
	(0.0018)	(0.0022)	(0.0019)	(0.0020)	(0.0019)	(0.0021)	(0.0021)	(0.0021)	(0.0021)	(0.0022)	(0.0020)	(0.0020)	
<b>PAZAR KAPITALİZASYONU</b>													-0.0007 (0.0016)
<b>BORÇ/VARLIK</b>	-0.0014***	-0.0013***	-0.0013***	-0.0015***	-0.0015***	-0.0014***							
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)							
<b>U.D. BORÇ /VARLIK</b>							-0.0016***	-0.0015***	-0.0016***	-0.0016***	-0.0013***	-0.0012***	0.0012***
							(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
<b>ÖZKAYNAK/VARLIK</b>	-0.0008***	-0.0008***	-0.0008***	-0.0012***	-0.0009***	-0.0012***	-0.0011***	-0.0009***	-0.0010***	-0.0012***	-0.0013***	-0.0011***	0.0011***
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
<b>LİKİDİTE ORANI</b>	-0.0031**	-0.0039***	-0.0027**	-0.0025**	-0.0028**	-0.0023**	-0.0021	-0.0025**	-0.0034**	-0.0031**	-0.0039***	-0.0042***	0.0043***
	(0.0011)	(0.0015)	(0.0011)	(0.0011)	(0.0011)	(0.0011)	(0.0011)	(0.0011)	(0.0015)	(0.0015)	(0.0014)	(0.0015)	(0.0015)
<b>FİYAT/DEFTER D.</b>	-0.0024**	-0.0022**	-0.0022**	-0.0032***	-0.0038***	-0.0035***	-0.0037***	-0.0042***	-0.0046***	-0.0040***	-0.0031***	-0.0033***	0.0038***
	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0011)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)	(0.0010)
<b>FİYAT KAZANÇ ORANI</b>	0.0000												
	(0.0001)												
<b>BEKLENEN PORTFÖY DALGALANMASI</b>		-0.0021***											
		(0.0004)											
<b>VARLIK DEVİR HIZI</b>			0.0051										
			(0.0036)										
<b>ROA</b>				0.0029***		0.0030***	0.0031***			0.0029***	0.0021***		
				(0.0004)		(0.0004)	(0.0004)			(0.0040)	(0.0004)		
<b>ROE</b>					0.0015***			0.0015***	0.001***			0.0010***	0.0010***
					(0.0002)			(0.0002)	(0.0002)			(0.0002)	(0.0002)
<b>Exp</b>						0.0004**	0.0005**	0.0004**	0.0003	0.0004	0.0001	0.0001	0.0000
						(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
<b>KAR PAYI</b>									-0.0008***		-0.0001	-0.0002	-0.0001
									(0.0002)		(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
<b>Log Likelihood</b>	-2482.450	-2345.657	-2444.611	-2458.886	-2462.876	-2450.481	-2447.376	-2453.198	-2347.790	-2344.333	-2084.959	-2090.300	2082.948
<b>Lr Chi2</b>	107.24	125.29	97.32	168.38	160.4	177.39	183.60	171.95	160.75	167.66	686.41	675.72	654.46
<b>Prob&gt; Chi2</b>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>Number Of Observations</b>	6308	5966	6242	6306	6306	6280	6280	6280	6100	6100	6100	6100	6091

\*\*\*  $p < 0,01$  \*\*  $p < 0,05$  \*  $p < 0,10$

Firma özelliklerinin satın alma/birleşme müzakereleri üzerindeki etkilerinin analiz sonuçları tablo 4'te sunulmuştur. Bu çerçevede, Model 10'a göre hedef firmanın büyüklüğünde meydana gelecek bir birimlik artış, müzakerelerin başarısızlıkla sonuçlanma ihtimalini 0,006 oranında arttırmaktadır. Bu itibarla hipotez 6 desteklenmiştir. Kaldıraç oranındaki bir birimlik artışın ise, müzakere başarısızlık olasılığını 0,001 oranında azalttığı tespit edilmiştir. Bu çerçevede hipotez 7 desteklenmemiştir.

#### 4. Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmada, firmalar arasındaki birleşme/satın alma müzakere süresinin uzamasının müzakereleri negatif yönde etkilediği, nakit ödeme yönteminin tercih edildiği müzakerelerin, hibrit modellere göre daha fazla başarısızlık riski içerdiği, ayrıca, müzakerelerin uluslararası nitelik taşımalarının başarı üzerinde negatif etkilerinin olduğu belirlenmiştir. Diğer taraftan, hedef firmada sahip olunmak istenilen hisse oranındaki artış ile müzakere hacmindeki artışın müzakerelerin başarısını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Firma özellikleri bakımından ise, hedef firma büyüklüğündeki artışın müzakerelerin olumlu neticelenme ihtimalini azalttığı belirlenmiştir. Teklif veren firmanın finansal özellikleri dikkate alındığında, firmanın varlık getiri oranının müzakere başarısı ile negatif ilişkili olduğu, borç getiri oranı ile fiyat/defter değeri oranındaki artışın ise müzakere başarısını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Firma ve müzakere özellikleri dikkate alındığında, hedef firmanın büyüklüğü ile finansal yapısının Caiazza ve Pozzolo (2016) tarafından öne sürüldüğü şekilde müzakere başarısı üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Caiazza ve Pozzolo (2016) ile Stulz (1988) firmanın düşük kaldıraç oranına sahip olmasının müzakereler üzerinde negatif etkisinin olduğunu öne sürmüşlerdir. Ayrıca, yüksek borç varlık oranına sahip firmaların peşin ödemediği ziyade hisse ile ödeme önereceğini belirtmişlerdir. Bu çalışmada, ödeme yöntemi bakımından peşin ödeme yönteminin tercih edildiği müzakerelerin, diğer ödeme yöntemlerinin tercih edildiği müzakerelere göre daha fazla oranda olumsuz sonuçlanma olasılığına sahip olduğu belirlenmiştir. Shimizu et al. (2004) tarafından müzakerelerin uluslararası nitelik taşınması durumunda ise peşin ödeme yönteminin müzakere başarısı bakımından daha olumlu sonuçlar verdiği belirtilmiştir. Bu durum yerel pazar birleşme ve satın alma müzakerelerinde, firmaların güven yüksekliği nedeniyle hisse sahibi olmayı avantaj kabul ederken, uluslararası birleşmelerde güven daha düşük olduğundan, nakit ödeme yönteminin daha çok tercih edilmesi şeklinde yorumlanabilir.

Çalışmada, teklif veren firmanın faaliyet gösterdiği endüstriden bağımsız olarak müzakere büyüklüğü ile müzakerenin uluslararası nitelikli olup olmamasının başarısızlık üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Müzakere hacmi arttıkça müzakereler daha kompleks hale gelmekte, bu da başarısızlık olasılığını arttırmaktadır. Çalışma dahilinde, talep edilen hisse oranı ile peşin ödeme yönteminin müzakereler üzerinde tespit edilen etkileri Zhou et al (2016) ile benzerdir. Buna göre, teklif veren firma tarafından talep edilen hisse oranının artması müzakere başarısını olumlu yönde etkilerken, daha kompleks ve problemlili süreçleri nedeniyle uluslararası müzakereler yerel müzakerelere göre daha yüksek başarısızlık riski içermektedir (Dinc ve Erel, 2013).

Bu çalışma gelecekte yapılacak olan araştırmalara yol gösterecek bazı sınırlılıklara sahiptir. Çalışmada araştırmanın güvenilirliğini arttırmak için gelişmiş ülke verileri kullanılmıştır. Müzakere süreçlerini etkileyen faktörlerin daha iyi anlaşılabilmesi bakımından, gelecek araştırmaların geliştirmekte olan ülkeler bağlamında tekrarlanması faydalı olacaktır. Diğer taraftan, araştırmada kamuya açık ikincil kaynaklardan yararlanılması sebebiyle birçok müzakereye ilişkin veri araştırma dışında kalmıştır. Gelecek araştırmalarda müzakereci firmalardan doğrudan elde edilecek veriler ile daha geniş kapsamlı sonuçlara ulaşılabilecektir. Bir diğer husus, araştırmanın sadece teklif veren firmalar üzerinden gerçekleştirilmiş olmasıdır. Gelecekte yapılacak araştırmalarda teklif veren firma ile hedef firmanın özelliklerinin birlikte

değerlendirilmesi, ayrıca veri setine farklı finansal rasyolar ile anket yöntemi ile elde edilecek verilerin eklenmesi müzakere sonuçlarını etkileyen faktörlere ilişkin daha geniş bir değerlendirme yapma imkanı sağlayacaktır.

## Referanslar

- Andrade, G., Mitchell, M. ve Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103-120.
- Asquith, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 11, 51–83.
- Assem, S. ve Titman, S. (1999). Leverage and corporate performance: Evidence from unsuccessful takeovers. *Journal of Finance*, 54, 547-580.
- Bargeron, L. L., Lehn, K., Moeller, S. B. ve Schlingemann, F. P. (2014). Disagreement and the informativeness of stock returns: the case of acquisition announcements. *Journal of Corporate Finance*, 25, 155-172.
- Caiazza, S. ve Pozzolo, A. F. (2016). The determinants of failed takeovers in the banking sector: Deal or country characteristics?. *Journal of Banking and Finance*, 72, 92–103.
- Calandro, J. (2011). Strategic M&A: Insights from Buffett's MidAmerican acquisition. *Strategy & Leadership*, 39 (4), 41-48.
- Carnevali Filho, W. (2000). Building synergy after acquisition: A Brazilian real case about the integration of companies. *Magazine of Business Administration*, 40 (2), 2-7.
- Chakrabarti, A. ve Mitchell, W. (2015). The role of geographic distance in completing related acquisitions: Evidence from U.S. chemical manufacturers. *Strategic Management Journal*, 37 (4), 673-694.
- Chang, S. ve Suk, D. Y. (1998). Failed takeovers, methods of payment, and bidder returns. *Financial Review*, 33, 19–34.
- Chatterjee, S. (2007). Why is synergy so difficult in mergers of related businesses? *Strategy & Leadership*, 35, 46-52.
- Dikova, D., Rao Sahib, P. ve Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion: the effect of institutional differences and organizational learning in the business service industry, 1981-2001. *Journal of International Business Studies*, 41 (2), 223-245.
- Dinc, S. I. ve Erel, I. (2013). Economic nationalism in mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 68, 2471–2514.
- Doan, T. T., Rao Sahib, P. ve van Witteloostuijn, A. (2018). Lessons from the flipside: How do acquirers learn from divestitures to complete acquisitions? *Long Range Planning*, Elsevier Ltd., 51(2), 252–266.
- Ellis, K. M., Reus, T. H., Lamont, B. T. ve Ranft, A. L. (2011). Transfer effects in large acquisitions: how size specific experience matters. *Academic Management Journal*, 54, 1261-1276.

- Epstein, M. J. (2005). The determinants and evaluation of merger success. *Business Horizons*, 48 (1), 37–46.
- Faccio, M. ve Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60, 1345–1388.
- Grantham, S. (2007). Risk assessment as a function of a successful merger: Merrill Lynch- Advent merger. *Journal of Communication Management*, 11 (3), 247-257.
- Holl, P. ve Kyriazis, D. (1996). The determinants of outcome in UK takeover bids. *International Journal of Economics and Business*, 3 (2), 165-184.
- Holl, P. ve Pickering, J. E. (1988). The determinants and effects of actual abandoned and contested mergers. *Managerial and Decision Economics*, 9, 1-19.
- Investopedia (2021). Kenton, W. Erişim Adresi: <https://www.investopedia.com/terms/n/negotiation.asp>.
- Jemison, D. B. ve Sitkin, S. B. (1986). Acquisitions: The process can be a problem. *Harvard Business Review*, 64 (2), 107-116.
- Kalaycı, S. (2005). *SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri*. Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Kim, H. ve Song, J. (2017). Filling institutional voids in emerging economies: The impact of capital market development and business groups on M&A deal abandonment. *Journal of International Business Studies*. Palgrave Macmillan UK, 48 (3), 308-323.
- Luo, Y. (2005). Do insiders learn from outsiders? Evidence from merger and acquisitions. *Journal of Finance*, 60 (4), 1951-1982.
- Muehlfeld, K., Sahib, P. ve van Witteloostuijn, A. (2007). Completion or abandonment of mergers and acquisitions: Evidence from the newspaper industry, 1981-2000. *Journal of Media Economics*, 20, 107-137.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. ve Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73 (2), 201-228.
- O'Sullivan, P. (1997). Governance by exit: an analysis of the market for corporate control. In Keasey K, Thompson S and Wright M (eds), *Corporate Governance, Economic, Management and Financial Issues*, Oxford, 1997.
- O'Sullivan, N. ve Wong, P. (1998). Internal versus external control: an analysis of the board composition and ownership in UK takeovers. *Journal of Management and Governance*, 2, 17-35.
- O'Sullivan, N. ve Wong, P. (1998a). The impact of board composition and ownership on the nature and outcome of UK takeovers. *Corporate Governance, An International Review*, 6, 92-100.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.
- Porth, S. J. (1992). Horizontal mergers and bank profitability: A matched-pair analysis. *American Business Review*, 10 (1), 36-40.
- Raad, E. ve Ryan, R. (1995). Capital structure and ownership distribution of tender offer targets: An empirical study. *Financial Management*, 46-56.

- Ramaswamy, K. (1997). The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: Evidence from the US banking industry. *Academy of Management Journal*, 40 (3), 697-715.
- Rosenkranz, S. ve Weitzel, U. (2005). Bargaining in mergers and termination fees. *Working Paper*, School of Economics, Universiteit Utrecht.
- Saxton, T. ve M. Dollinger (2004). Target reputation and appropriability: Picking and deploying resources in acquisitions. *Journal of Management*, 30, 123-147.
- Schwert, G. W. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?. *Journal of Finance*, 55, 2599-2640.
- Seth, A. (1990). Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11, 99-115.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. ve Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: a review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10 (3), 307-353.
- Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 461-478
- Sudarsanam, P. S. (1995). The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: evidence from UK hostile takeover bids. *European Financial Management*, 1, 223-240.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *Journal of Finance*, 42, 943-963.
- Very, P. ve Schweiger, D. M. (2001). The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business*, 36 (1), 11-31.
- Wall Street Journal (2015). Denning, L. Failed bids flash yellow, not red. Erişim Adresi: <https://www.wsj.com/articles/BL-MBB-36098>
- Weston, J. F., Mitchell, M. L. ve Mulherin, J. H. (2003). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. Upper Saddle River NJ: Prentice Hall, 4<sup>th</sup> edition.
- Wong, P. ve O'Sullivan, N. (2001). The determinant and consequences of abandoned takeovers. *Journal of Economic Surveys*, 15, 145-186.
- Zhang, J., Zhou, C. ve Ebberts, H. (2011). Completion of Chinese overseas acquisitions: institutional perspectives and evidence. *International Business Review*, 20 (2), 226-238.
- Zhou, C., Xie, J. ve Wang, Q. (2016). Failure to complete cross-border M&As: "to" vs. "from" Emerging Markets. *Journal of International Business Studies*. Palgrave Macmillan UK, 47 (9), 1077-1105.
- Zollo, M. (2009). Superstitious learning with rare strategic decisions: theory and evidence from strategies and integration capability in U.S. bank mergers. *Organization Science*, 20, 894-908.

EK-1: ROBUSTNESS  
TEST SONUÇLARI

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Değişkenler</i>									
<b>BÜYÜKLÜK</b>	0.0011 (0.0021)	0.0028 (0.0021)	0.0040*** (0.0011)	0.0042*** (0.0011)	0.0022** (0.0010)	-0.0008 (0.0020)	0.0002 (0.0010)	-0.0003 (0.0010)	-0.0002 (0.0010)
<b>U.D. BORÇ VARLIK O.</b>	-0.0012*** (0.0002)	-0.0010*** (0.0002)	-0.0003** (0.0001)	-0.0003*** (0.0001)	-0.0005*** (0.0001)	-0.0010*** (0.0002)	-0.0005*** (0.0001)	-0.0005*** (0.0001)	-0.0005*** (0.0001)
<b>Özkaynak Varlık Oranı</b>	-0.0011*** (0.0002)	-0.0011*** (0.0002)	-0.0006*** (0.0001)	-0.0006*** (0.0001)	-0.0007*** (0.0001)	-0.0014*** (0.0002)	-0.0006*** (0.0001)	-0.0006*** (0.0001)	-0.0006*** (0.0001)
<b>LİKİDİTE ORANI (NAKİT ORAN)</b>	-0.0042*** (0.0013)	-0.0031*** (0.0012)	-0.0015** (0.0007)	-0.0015** (0.0007)	-0.0011 (0.0006)	-0.0013 (0.0009)	-0.0013** (0.0006)	-0.0012** (0.0006)	-0.0012** (0.0006)
<b>FİYAT DEFTER DEĞERİ</b>	-0.0033*** (0.0010)	-0.0038*** (0.0010)	-0.0017*** (0.0005)	-0.0014*** (0.0005)	-0.0020*** (0.0005)	-0.0042*** (0.0009)	-0.0019*** (0.0005)	-0.0019*** (0.0005)	-0.0019*** (0.0005)
<b>ROE</b>	0.0010*** (0.0002)	0.0009*** (0.0002)	0.0004*** (0.0001)	0.0004*** (0.0001)	0.0005*** (0.0001)	0.0007*** (0.0002)	0.0004*** (0.0001)	0.0004*** (0.0001)	0.0004*** (0.0001)
<b>Exponential Function</b>	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0002)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	-0.0002 (0.0001)	-0.0003*** (0.0001)	-0.0003*** (0.0001)	-0.0003*** (0.0001)
<b>KAR PAYI</b>	-0.0002 (0.0002)	-0.0001 (0.0002)							
<b>MÜZAKERE SÜRESİ</b>	0.0583*** (0.0027)	0.0581*** (0.0026)	0.0065*** (0.0021)	0.0061*** (0.0021)	0.0075*** (0.0021)	0.0440*** (0.0028)	0.0073*** (0.0020)	0.0063*** (0.0019)	0.0065*** (0.0019)
<b>MÜZAKERE HACMİ (LOG)</b>		-0.0113*** (0.0010)	-0.0015*** (0.0006)			-0.0054*** (0.0009)			
<b>TALEP EDİLEN HİSSE</b>			-0.0030*** (0.0001)	-0.0031*** (0.0001)	-0.0030*** (0.0002)		-0.0030*** (0.0002)	-0.0029*** (0.0002)	-0.0029*** (0.0002)
<b>NAKİT ÖDEME</b>					0.0424*** (0.0102)	0.2722*** (0.0187)	0.0441*** (0.0104)	0.0486*** (0.0109)	0.0469*** (0.0108)
<b>HİBRİT ÖDEME</b>					0.0454*** (0.0042)	0.0914*** (0.0064)	0.0420*** (0.0040)	0.0425*** (0.0041)	0.0417*** (0.0040)
<b>ULUSLARARASI MÜZ.</b>							0.0405*** (0.0036)	0.0405*** (0.0036)	0.0400*** (0.0035)
<b>Div4sic (SEKTÖR)</b>								-0.0138** (0.0062)	
<b>Div2sic (SEKTÖR)</b>									-0.0130 (0.0067)
<b>Log Pseudo Likelihood</b>	-2090.300	-2037.510	-1635.569	-1643.082	-1566.927	-1973.127	-1483.170	-1479.538	-1480.220
<b>Wald Chi2</b>	726.67	954.56	1485.87	1480.36	1724.01	1250.88	1755.95	1976.62	1930.27
<b>Prob&gt; Chi2</b>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>GÖZLEM SAYISI</b>	6100	6091	6269	6280	6280	6269	6280	6280	6280

\*\*\* p&lt;0,01 \*\* p&lt;0,05 \* p&lt;0,10