

Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Finansal Oranlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği

Kemal EYÜBOĞLU¹
Karadeniz Teknik Üniversitesi

Uğur SEVİM²
Giresun Üniversitesi

Öz

Günümüz rekabet ortamında şirketler birleşerek/şirket satın alarak belli başlı avantajlardan yararlanmayı hedefleseler de birleşme ve satın almalar her zaman istenilen sonuca ulaşmamaktadır. Bu açıdan birleşme/satın alma süreci dikkatlice ele alınması gereken bir süreçtir. Bu çalışmanın amacı 2008-2010 dönemi için Borsa İstanbul'da işlem gören finans sektörü dışındaki şirketlerce gerçekleştirilen birleşme/satın alma işlemlerinin satın alan şirketin finansal oranları (likidite, aktivite, karlılık, finansal yapı ve büyüme oranları) üzerindeki etkilerini araştırmaktır. Bu amaçla birleşme/satın alma öncesindeki ve sonrasındaki 3 yılı dikkate alacak şekilde 19 oran hesaplanmış ve bu oranlara bağımlı iki örnek t testi uygulanarak her bir şirketin birleşme/satın alma öncesindeki ve sonrasındaki oranları arasında anlamlı bir fark olup olmadığı test edilmiştir. Sonuçlar birleşmenin şirketlerin likidite, aktivite ve finansal yapı oranları üzerinde olumlu, karlılık ve büyüme oranlarında ise olumsuz bir etkisi olduğunu göstermiştir. Ancak bu farklılıklar istatistiksel açıdan anlamsızdır.

Anahtar Kelimeler:

Finansal Oranlar, Birleşme, Satın Alma, Finansal Performans

The Effects of Mergers and Acquisitions on Financial Ratios: Case of Turkey

Abstract

In today's competitive environment, companies wanted to use the advantages of the mergers and acquisitions (M/A), M/A events cannot always get the desired results. In this respect M/A process is a process that to be handled carefully. The purpose of the study is to examine the effects of M/A events on the acquiring firms financial ratios (liquidity, efficiency, profitability, financial leverage and growth ratios) that are trading in Borsa Istanbul for the period of 2008-2010. For this purpose 19 financial ratios are calculated to take account of 3 years before and after the M/A event and paired samples t-test statistics is applied on financial ratios. The results indicated that liquidity, efficiency and financial leverage are insignificantly improved while the profitability and growth ratios are deteriorated after M/A event.

Keywords:

Financial Ratios, Mergers, Acquisitions, Financial Performance

¹Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Bölümü, keyuboglu@ktu.edu.tr

²Y.Doç.Dr., Giresun Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü

Giriş

Günümüzde küreselleşmenin ve hızla gelişen teknolojinin etkisiyle şirketler yoğun bir rekabet ortamında faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu yoğun rekabet koşullarına uyum sağlayıp ayakta kalmak için ise şirketler birleşme/devralma yoluna gidebilmektedir.

Dünyada şirket birleşmeleri 1800'lerin sonlarına doğru ortaya çıkmışken, Türkiye'de ise şirket birleşmeleri ancak 2000'li yıllarda özellikle yabancı yatırımcıların ilgisiyle birlikte dikkat çeken bir konu haline gelmiştir (Çakır ve Gülcan, 2012: 80). ERSNT&Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2014 Raporu'na göre 2013 yılında 135 adet işlem ile toplam 13,7 milyar ABD doları tutarında işlem hacmi yakalanmışken, 2014 yılında Türkiye'de açıklanan birleşme/satın alma sayısı 318 olarak gerçekleşmiş ve toplam işlem hacmi 17,7 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

Ortaya çıkan bu birleşme/satın alma faaliyetlerinin şirketlere sinerji yaratma, pazar payını artırma, rekabet gücü kazanma, vergi avantajlarından yararlanma, yetenekli ve uzman yöneticilere sahip olma, ölçek ekonomisinden yararlanma ve finansal dayanıklılığı artırma gibi avantajlar sağlayacağı düşünülmektedir. Ancak her ne kadar şirketler birleşerek/şirket satın alarak bu avantajlardan yararlanmayı hedefleseler de birleşmeler/satın almalar her zaman istenilen sonucu verememektedir. Bu açıdan birleşme/satın alma süreci dikkatlice ele alınması gereken bir süreçtir. Literatürde birleşmelerin/satın almaların şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkilerini inceleyen ampirik çalışmalarda da ortak bir sonuca ulaşılammıştır. Bazı çalışmalarda (Malhotra ve Zhu 2006; Martynova, Oosting ve Renneborg, 2006; Yeh ve Hosmino, 2002) birleşme/satın alma işleminin şirket performansını azalttığı, bazı çalışmalarda (Abbas, Hunjra, Azam, Ilgaz ve Zahid, 2014; Kumar, 2009; Sharma ve Ho, 2002) birleşme/satın alma işleminin şirket performansına herhangi bir etkisi olmadığı ve bazı çalışmalarda ise (Kruse, Parki, Park ve Kazunori, 2007; Ramaswamy ve Waegelein, 2003; Sulaiman, 2012) birleşmelerin/satın almaların şirket performansını

arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerce gerçekleştirilen birleşme/satın alma işlemlerinin birleşilen/satın alan şirketin finansal oranları (likidite, aktivite, karlılık, finansal yapı ve büyüme oranları) üzerindeki etkilerini araştırmaktır. Türkiye'de bu konuda yapılmış çok sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu açıdan çalışmanın Türkiye literatürüne önemli katkıları olacağı düşünülmektedir.

Çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerce gerçekleştirilen birleşme/satın alma faaliyetlerinin finansal rasyolar üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalar özetlenecektir. İkinci bölümde ise çalışmada kullanılan veri ve yöntem açıklanacaktır. Çalışmanın son bölümünde ise yapılan analizler sonucu elde edilen bulgular ortaya konulacaktır.

Literatür Özeti

Literatürde birleşme/satın alma faaliyetlerinin şirket rasyoları üzerindeki etkisini farklı ülkeler ve farklı dönemler için ölçen pek çok çalışma yer almaktadır. Ancak bu çalışmalarda genel bir kanaya varılamamış, elde edilen bulgular farklılık göstermiştir. Örneğin Heron ve Lie (2002) 1985-1997 dönemi için ABD'de gerçekleşen 959 satın alma işleminin şirketler üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında birleşen şirketlerin operasyonel performanslarının aynı sektörde faaliyette bulunan şirketlere göre arttığını ifade etmişlerdir. Sharma ve Ho (2002) ise 1986-1991 yılları arasında gerçekleşen birleşmelerin şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisi olmadığını belirlemişlerdir. Yeh ve Hoshino (2002) Japonya'da 1970-1994 yılları arasında gerçekleşen 86 birleşmenin, birleşme sonrasında şirket aktivite oranlarında istatistiksel açıdan anlamsız, karlılık oranlarında ise istatistiksel açıdan anlamlı bir kötüleşme meydana getirdiğini ortaya koymuşlardır. Ramaswamy ve Waegelein(2003) Hong Kong'ta 1975-1990 yılları arasında gerçekleşen 162 birleşmenin şirketlerin performansları üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmaları sonucunda birleşmelerin şirket performanslarına olumlu bir katkısı olduğunu belirlemişlerdir.

Campa ve Hernando (2005) 1998-2002 dönemi için AB’de finansal sektörde gerçekleşen birleşme ve satın almaların finansal rasyolar üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda hedef şirketlerin özsermaye karlılıklarında %7’lik bir artış meydana geldiğini ortaya koymuşlardır. Feroz, Kim ve Raab(2005) Amerika’da gerçekleşen 45 birleşmenin şirketler üzerindeki etkisini VZA yöntemi ile araştırmışlar ve gerçekleşen birleşmelerin %82’sinin şirketlerin yönetsel etkinliğini arttırdığını ifade etmişlerdir. Powell ve Stark (2005) 1985-1993 dönemi için İngiltere’de meydana gelen birleşmelerin, işlem sonrasında operasyonel performansı arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Choi ve Harmatuck (2006) 1980-2002 yılları arasında Amerika’da gerçekleşen 44 birleşme ve satın alma işleminin olay sonrasında şirket performansını etkilediği ancak bu etkinin istatistiksel açıdan anlamsız olduğunu ifade etmişlerdir. Malhotra ve Zhu (2006) Hindistan’da satın alma işlemlerinin satın alan şirket üzerindeki etkilerini 1999-2005 dönemi için test etmişlerdir. Elde edilen bulgular net kar marjı, öz sermaye karlılığı, hisse başına kar ve yurt dışı satışlarının satın alma sonrasında azaldığını belirlemişlerdir. Martynova ve arkadaşları (2006) Avrupa’da gerçekleşen birleşme ve devralmaların uzun vadede hem hedef hem de satın alan şirket üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Elde edilen bulgular birleşme sonrası ortaya çıkan şirketin karlılığının düştüğünü göstermiştir.

Pazarskis, Vogiatzoglou, Christodoulou ve Drogas(2006) Atina Borsa’sında işlem gören şirketlerce 1998-2002 yılları arasında gerçekleştirilen birleşme işlemlerinin karlılık rasyolarını birleşme sonrası azalttığını belirlemişlerdir. Cabanda ve Pajara-Pascual (2007) Filipinler’de 1994-2003 yılları arasında gemi sektöründe meydana gelen birleşmelerin finansal rasyolar üzerinde farklı etkileri olduğunu belirlemişlerdir. Buna göre birleşmeler asit-test oranı, aktif devir hızı gibi rasyolarda iyileşme meydana gelirken, karlılık oranlarında herhangi bir iyileşme tespit edilememiştir. Kruse ve arkadaşları (2007) 1969-1999 yılları arasında Tokyo Borsası’nda işlem gören imalat şirketlerince gerçekleştirilen 69 birleşme işleminin birleşme sonrasında şirketlerin operasyonel performanslarını önemli derecede arttırdığı

sonucuna ulaşmışlardır. Reddy ve Mantravadi (2008) 1991- 2003 dönemi için Hindistan’da meydana gelen satın almaların etkilerini araştırdıkları çalışmalarını sonucunda orta ölçekli şirketlerce gerçekleşen birleşmelerin net kar marjını ve öz sermaye karlılığını olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. İlâveten büyük ölçekli şirketler açısından birleşme öncesi ve sonrası dönemde performanslarında herhangi bir değişim tespit edilememiştir. Lau, Proimos ve Wright (2008) Avustralya’da 1999-2004 yılları arasında gerçekleşen satın almaların finansal performans üzerindeki etkilerini incelemişler ve performans ölçütü olarak karlılık, aktivite, finansal yapı ve büyüme oranlarından faydalanmışlardır. Sonuç olarak ise birleşmelerin finansal performansı arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Kumar ve Bansal (2009) 2003 yılında Hindistan’da gerçekleşen 74 birleşme işleminin, birleşme sonrasında uzun vadede sinerji yarattığı ve şirket performansını arttırdığını ifade etmişlerdir. Kumar (2009) Hindistan’da birleşmelerin şirket performansı üzerindeki etkisini 1999-2002 dönemi için ele almıştır. Elde edilen bulgular birleşme sonrasında karlılık, aktivite ve finansal yapı oranlarında birleşme öncesine göre herhangi bir değişim olmadığını göstermiştir.

Ismail, Abdou ve Annis(2010) Mısır’da 1996-2003 yılları arasında inşaat ve teknoloji sektörlerinde meydana gelen birleşme ve satın almaların şirket performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda inşaat sektöründe karlılık oranlarında birleşme sonrasında bir iyileşme görüldüğü belirlenmiştir. Ancak her iki sektör için aktivite, likidite ve finansal yapı oranlarında ise anlamlı bir iyileşme tespit edememişlerdir. Oloyede ve Sulaiman (2012) Nijerya’da birleşme ve devralmaların etkilerini belirli sektörler için ele almışlardır. Buna göre gıda ve içecek sektöründe birleşmelerin aktif karlılığı ve likidite oranları, holdingler için ise brüt kar marjı üzerinde anlamlı değişimlere neden olduğunu vurgulamışlardır. Sulaiman (2012) Nijerya’da petrol ve gaz sektöründe meydana gelen birleşmelerin karlılık, likidite ve finansal yapı oranları üzerinde anlamlı etkileri olduğunu belirlemişlerdir. Ahmed ve Ahmed (2014) 2000-2009 dönemi için Pakistan’da gerçekleşen 12 birleşmenin finansal oran-

lar üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında birleşme sonrasında aktivite oranlarının kötüleştiğini, likidite, karlılık ve finansal yapı oranlarının ise iyileştiğini tespit etmişlerdir. Ancak bu değişimler istatistiksel açıdan anlamsız bulunmuştur. Abbas ve arkadaşları (2014) 2006-2011 yılları arasında Pakistan'da bankalarca gerçekleştirilen birleşme ve satın alma işlemlerinin birleşme sonrasında bankaların finansal performanslarında herhangi bir değişim tespit edememişlerdir.

Türkiye için yapılan çalışmalarda ise Akben ve Yılmaz (2011) 2003-2007 döneminde gerçekleşen 62 birleşmenin sadece aktif, satış ve özsermaye karlılığı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Elde edilen bulgular birleşme sonrasında şirketlerin aktif ve satış karlılığını azalttığı sonucuna ulaşmışlardır. İlarıslan ve Aşıkoğlu (2012) 2004-2005 dönemi için Borsa'da işlem gören 17 şirket tarafından gerçekleştirilen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansı üzerinde etkilerini panel analizi ile inceledikleri çalışmaları sonucunda birleşen/satın alan işletmelerin finansal performanslarında bir artış meydana geldiği vurgulamışlardır. İlaveten çalışma sonucunda asit-test oranı, aktif devir hızı, stok devir hızı ve finansal yapı oranlarının işletmelerin finansal performansının belirlenmesinde önemli birer kriter olduğunu ifade etmişlerdir. Çatıkkaş ve Çalış (2013) Borsa İstanbul'da işlem gören 17 şirket tarafından gerçekleştirilen birleşmelerin şirket finansal oranları üzerindeki etkisini birleşme öncesi ve sonrası 1 yılı dikkate alarak inceledikleri çalışmalarında karlılık oranlarının büyük bir bölümünde azalma, varlıkların öz kaynaklarla karşılanma oranında ise bir artış meydana geldiğini ortaya koymuşlardır.

Veri Seti ve Yöntem

Türkiye'de yıllar itibarıyla pek çok birleşme/satın alma işlemi gerçekleşmiş olmasına rağmen çalışmada kullanılacak birleşme/satın alma işlemleri belirli kısıtlar çerçevesinde belirlenmiştir. Buna göre ilk kısıt finansal verilerin güvenilirliği açısından sadece Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerce gerçekleştirilen birleşme/satın alma işlemlerinin analizde yer almış olmasıdır. İkinci kısıt ise kullanılacak oran-

ların uyumu açısından analizde finans sektörü dışında gerçekleşen birleşme/satın alma işlemlerinin dikkate alınmış olmasıdır. Son kısıt ise 2008 yılından önceki Ernst&Young veya Deloitte tarafından yayınlanan birleşme ve satın alma raporlarına ulaşılamadığından çalışma döneminin 2008, 2009 ve 2010 yıllarında gerçekleşen birleşme/satın almalar ile sınırlandırılmış olmasıdır. Değerlendirmeler literatürde yer alan çalışmalar (Ahmed ve Ahmed, 2014; Pazarskis ve arkadaşları 2006) dikkate alınarak birleşme/satın alma öncesindeki 3 yılın ve birleşme/satın alma sonrasında 3 yılın karşılaştırılması şeklinde gerçekleştirilmiştir (birleşme/satın alma yılı kapsam dışında tutulmuştur). İlaveten analizde kullanılacak birleşmeler/satın almalar bazı kriterlere göre belirlenmiştir. Bu kriterlere göre;

- Satın alan şirket ile hedef şirket aynı sektörde faaliyette bulunmalıdır.
- Hedef şirketin en az %50'si satın alınmış olmalıdır.
- Ayrıca satın alan şirket çalışma dönemi boyunca başka herhangi bir birleşme/satın alma faaliyetinde bulunmamalıdır.

Buna göre çalışmada yukarıda belirtilen kriterlere uyan 12 şirket tarafından gerçekleştirilen birleşme/satın alma faaliyetleri analize dahil edilmiştir. Tablo 1'de analizde yer alan şirketler ve birleşme tarihleri gösterilmiştir.

Tablo 1. Çalışmada Yer Alan Şirketler ve Birleşme/Satın Alım Tarihleri

Satın Alan Şirket	Borsa Kodu	Hedef Şirket	Birleşme/Satın Alma Yılı
Çimsa Çimento San. ve Tic. A.Ş.	CIMSA	Bilecik Hazır Beton	2008
Zorlu Elektrik Üretimi Otoprodüktör Grubu A.Ş.	ZOREN	Ankara Doğal Elektrik Üretim ve Ticaret A.Ş.	2008
Kent Gıda Maddeleri San. ve Tic. A.Ş.	KENT	İntergum Gıda San. ve Tic. A.Ş.	2009
Eminiş Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.	EMNIS	Plaskap Ambalaj	2009
Pınar Su San. ve Tic. A.Ş.	PINSU	Birmaş Tüketim Malları	2009
Park Elektrik Madencilik San. ve Tic. A.Ş.	PRKME	Ceytaş Madencilik Tekstil San. ve Tic. A.Ş.	2009
Karsan Otomotiv San. ve Tic. A.Ş.	KARSN	Kare Dış Ticaret A.Ş.	2010
Kardemir Demir Çelik San. ve Tic. A.Ş.	KRDMD	Enbatı Elektrik Üretim	2010
Koza Altın	KOZAA	Newmont Altın Madencilik	2010
Tek-Art Turizm A.Ş.	TEKTU	Tek-Art İnş. San. ve Tic. A.Ş.	2010
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş.	BRISA	Bandag Lastik Mamulleri	2010
Milpa Ticaret ve Sınai Ürünler Paz. San. ve Tic. A.Ş.	MILPA	Hürriyet Ticari ve Sınai Paz. San. ve Tic. A.Ş.	2010
Deva Holding A.Ş.	DEVA	Deva İlaç San. ve Tic. A.Ş.	2010

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan Finansal Oranlar

Satın Alan Şirket	Alt Oranlar	Kısaltması
Likidite Oranları	Cari Oran	CO
	Likidite Oranı	LO
	Nakit Oranı	NO
Aktivite Oranları	Alacak Devir Hızı	ADH
	Stok Devir Hızı	SDH
	Öz sermaye Devir Hızı	ÖDH
	Dönen Varlık Devir Hızı	DÖH
	Duran Varlık Devir Hızı	DUH
Karlılık Oranları	Aktif Karlılığı	AK
	Öz sermaye Karlılığı	ÖK
	Brüt Kar Marjı	BKM
	Net Kar Marjı	NKM
	Esas Faaliyet Kar Marjı	EKM
Finansal Yapı Oranları	Borçlanma Oranı	BO
	Kaldıraç Oranı	KO
	Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç Oranı	KVB/TB
Büyüme Oranları	Net Satışların Büyüme Oranı	SB
	Öz sermaye Büyüme Oranı	ÖB
	Aktif Büyüme Oranı	AB

Çalışmada 12 şirketin finansal tablolarından yararlanılarak likidite, aktivite, karlılık, finansal yapı ve büyüme durumlarını gösteren 19 finansal oran hesaplanmıştır. Bu oranlar Tablo 2’de gösterilmiştir.

Buna göre bir şirketin likiditesi 3 oran yardımıyla hesaplanmıştır. Bu oranlar cari oran, likidite oranı ve nakit oranıdır. Aktivite oranlarının hesaplanmasında ise 5 orandan yararlanılmıştır. Bu oranlar alacak devir hızı, stok devir hızı, özsermaye devir hızı, dönen varlık devir hızı ve duran varlık devir hızıdır. Şirketin karlılığı ise aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, brüt net kar marjı, net kar marjı ve esas faaliyet kar marjı olmak üzere 5 oran yardımıyla ele alınmıştır. Şirketin finansal yapısı ise borçlanma oranı kaldıraç oranı ve kısa vadeli borç/toplam borç oranı kullanılarak değerlendirilmiştir. Şirketin büyümesi ise net satışların büyümesi, özsermaye büyümesi ve aktif büyümesi olmak üzere 3 oran yardımıyla incelenmiştir. Bu oranlara SPSS 20 paket programında yer alan “bağımlı iki örnek t testi” (paired-samples t test) uygulanarak her bir şirketin ayrı ayrı olmak üzere birleşme/satın alma öncesindeki ve sonrasındaki oranlar arasında anlamlı bir fark olup olmadığı test edilmiştir.

Bulgular

Çalışmanın bu kısmında 12 şirket tarafından gerçekleştirilen birleşme/satın alma faaliyetlerinin satın alan şirketin 19 finansal oranı üzerindeki etkilerine ilişkin elde edilen bulgular incelenecektir.

Tablo 3’te birleşmelerin/satın almaların satın alan şirketin likidite oranları üzerindeki etkisine ilişkin elde edilen bulgular sunulmuştur. Buna göre birleşme/satın alma sonrasında 7 şirketin cari oranlarında (CO) bir artış belirlenmiştir. Ancak bu artışların sadece 2’si istatistiksel açıdan anlamlıdır. 6 şirketin CO’sunda ise birleşme/satın alma sonrasında istatistiksel açıdan anlamsız azalışlar gözlenmiştir. Likidite oranı (LO) açısından 8 şirketin oranlarında bir artış söz konusu iken, 5 şirkette ise birleşme sonrasında bir azalış söz konusudur. İlâveten bu değişimlerden sadece 5’i (4’ü artış ve 1’i azalış yönde) istatistiksel açıdan anlamlıdır. 8 şirketin nakit oranlarında (NO) ise birleşme sonrasında bir artış, 5 şirketin NO’sunda ise bir azalış tespit edilmiştir. İstatistiksel açıdan ise 2’si azalış ve 1’i artış olmak üzere sadece 3 değişim anlamlıdır. Genel olarak 12 şirketin birleşme sonrası likidite oranları bir bütün olarak

Tablo 3. Birleşmenin/Satın Almanın Likidite Oranlarına Etkisi

Satın Alan Şirket	CO			LO			NO		
	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık
CIMSA	1,78	1,21	0,10	1,19	0,66	0,05	0,42	0,10	0,00
ZOREN	0,66	0,53	0,68	0,19	0,36	0,09	0,01	0,09	0,19
KENT	1,45	1,20	0,37	0,76	0,75	0,99	0,02	0,01	0,03
EMNIS	0,66	0,90	0,20	0,27	0,51	0,11	0,04	0,00	0,25
PINSU	1,13	1,15	0,93	0,54	0,86	0,18	0,12	0,05	0,27
PRKME	3,17	9,19	0,01	1,57	7,89	0,04	0,35	2,87	0,31
KARSN	1,09	1,38	0,70	0,49	0,48	0,99	0,01	0,08	0,33
KRDMD	1,81	1,57	0,28	0,46	0,53	0,02	0,09	0,12	0,75
KOZAA	1,80	7,08	0,05	1,02	6,22	0,03	0,62	5,88	0,03
TEKTU	0,53	4,72	0,20	0,40	4,31	0,19	0,01	1,36	0,41
BRISA	1,95	1,41	0,14	0,88	0,78	0,17	0,04	0,01	0,32
MILPA	0,68	1,93	0,22	0,14	0,62	0,30	0,01	0,53	0,21
DEVA	1,72	1,48	0,62	1,00	0,87	0,77	0,08	0,12	0,61

değerlendirildiğinde 23 oranda artış, 16 oranda ise azalış olduğu belirlenmiştir. Bu durum birleşme/satın alma işlemlerinin şirketlerin likidite oranlarına olumlu olarak yansımada olduğunu göstermektedir.

Tablo 4'te ise birleşme/satın alma faaliyetlerinin şirketlerin aktivite oranları üzerindeki etkilerine ilişkin elde bulgular gösterilmiştir. Buna göre alacak devir hızı (ADH) açısından birleşme işleminin sadece 4 şirkette devir hızını arttırdığı, buna karşın 9 şirkette ise devir hızını azalttığı tespit edilmiştir. Bu değişimlerden ise sadece 3'ü istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Birleşmelerin/satın almaların 9 şirkette ise stok devir hızını (SDH) arttırdığı, 4 şirkette ise azalttığı tespit edilmiştir. Ancak bu artışların sadece 3'ü, azalışların ise sadece 1'i istatistiksel açıdan anlamlıdır. Öz sermaye devir hızı (ÖDV) açısından ise birleşmelerin/satın almaların 9 şirkette ÖDV'yi yükselttiği, 4 şirkette ise ÖDV'yi düşürdüğü belirlenmiştir. Bu değişimlerden ise sadece 4'ü (2'si olumlu ve 2'si olumsuz) istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Dönen varlıkların devir hızı (DÖH) açısından ise birleşme/satın alma sonrasında şirket oranlarında belirgin bir ayırım belirlenmemiştir. 6 şirketin ÖDV'sinde istatistiksel açıdan anlamsız ar-

tışlar ve 2'si anlamlı olmak üzere 7 şirketin ÖDV'sinde ise azalışlar gözlenmiştir. Bir diğer aktivite oranı olan duran varlık devir hızı (DUH) açısından ise birleşme/satın alma işlemlerinin 8 şirketin DUH'na olumlu katkı yaptığı, 5 şirketin DUH'na ise olumsuz katkı yaptığı tespit edilmiştir. Bu değişimlerden ise 2'si olumlu ve 3'ü olumsuz olmak üzere sadece 5'i istatistiksel açıdan anlamlıdır. 12 şirket için aktivite oranları genel olarak ele alındığında ise birleşme/satın alma işleminin şirketlerin aktivite oranlarının 36'sına olumlu ve 29'una olumsuz katkı yaptığı belirlenmiştir. Elde edilen bu sonuçlar birleşme/satın alma işlemlerinin şirketlerin aktivite oranlarını iyileştirdiğini göstermektedir.

Birleşmenin/satın almanın şirket karlılık oranlarına etkilerine ilişkin sonuçlar ise Tablo 5'te gösterilmiştir. Buna göre birleşmelerin/satın almaların işlem sonrasında 8 şirketin aktif karlılığını (AK) azalttığı, 5 şirketinkini ise arttırdığı gözlenmiştir. Ancak bu değişimlerden sadece 2'si istatistiksel açıdan anlamlıdır. Öz sermaye karlılığı (ÖK) açısından 5 şirketin oranlarında bir artış söz konusu iken, 8 şirkette ise birleşme sonrasında bir azalış söz konusudur. İla-veten bu değişimlerden sadece 4'ü (3'ü artış ve 1'i

Tablo 4. Birleşmenin/Satın Almanın Aktivite Oranlarına Etkisi

Satın Alan Şirket	ADH			SDH			ÖDV			DÖH			DUH		
	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık
CIMSA	7,7	5,7	0,03	7,83	8,12	0,68	0,63	0,80	0,15	2,35	2,58	0,48	0,6	0,76	0,01
ZOREN	13,45	9,5	0,47	14,4	107,9	0,08	1,26	2,86	0,00	2,34	1,14	0,18	0,51	0,20	0,05
KENT	4,7	3,5	0,25	6,8	5,2	0,07	2,06	1,60	0,03	2,17	1,98	0,55	2,63	1,78	0,01
EMNIS	7,6	4,5	0,14	8,04	6,57	0,25	1,83	4,30	0,15	2,58	2,57	0,92	0,9	1,77	0,19
PINSU	266,9	7,5	0,35	17,4	20	0,58	1,02	1,09	0,52	4,37	3,16	0,09	0,94	1,03	0,47
PRKME	33,3	12,4	0,07	9,8	5,51	0,22	0,45	0,40	0,60	0,43	0,59	0,35	1,46	1,02	0,26
KARSN	6,3	8,72	0,55	4,5	8,01	0,05	2,64	3,33	0,59	2,16	2,65	0,48	1,76	1,98	0,35
KRDMD	11,4	9,34	0,16	3,9	4,28	0,69	1,23	1,50	0,10	2,16	2,27	0,56	1,21	1,25	0,68
KOZAA	17,6	37,04	0,12	7,4	10,09	0,11	1,17	0,94	0,31	1,75	0,88	0,06	0,97	1,16	0,41
TEKTU	11,02	4,65	0,52	36,6	226,7	0,00	0,31	0,07	0,07	2,11	0,39	0,10	0,27	0,08	0,09
BRISA	5,7	3,5	0,00	5,3	5,1	0,82	1,7	2,7	0,01	2,4	1,9	0,13	2,2	2,9	0,06
MILPA	0,4	4,27	0,20	0,1	0,22	0,64	0,05	0,10	0,64	0,08	0,16	0,66	0,05	0,10	0,52
DEVA	2,2	2,31	0,74	3,2	3,38	0,83	0,97	5,92	0,30	1,04	1,17	0,47	1,37	1,09	0,39

azalış yönünde) istatistiksel açıdan anlamlıdır. Aynı şekilde brüt kar marjı (BKM) ve net kar marjı (NKM) açısından da birleşme sonrasında 8 şirkette azalış ve 5 şirkette artış tespit edilmiştir. İstatistiksel açıdan ise BKM açısından 1 azalış ve 1 artış, NKM açısından ise sadece 1 artış anlamlıdır. İlaveten 2'si anlamlı olmak üzere 7 şirketin esas faaliyet kar marjında (EKM) birleşme/satın alma sonrasında bir azalış ve 1'i anlamlı olmak üzere 6 şirketin EKM'nda bir artış olduğu tespit edilmiştir. Genel olarak 12 şirketin birleşme sonrası karlılık oranları bir

Tablo 5. Birleşmenin/Satın Almanın Karlılık Oranlarına Etkisi

Satın Alan Şirket	AK			ÖK			BKM			NKM			EKM		
	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık
CIMSA	17,2	9,3	0,18	22,7	12,6	0,09	38,9	27,3	0,06	35,9	15,8	0,11	32,6	21,5	0,07
ZOREN	-1,8	-4,1	0,70	-6,1	-11,7	0,45	13,4	9,3	0,64	-3,91	-35	0,4	-0,3	-0,9	0,95
KENT	4,2	-0,3	0,13	7,5	-0,6	0,08	32,9	25,3	0,11	3,6	-0,6	0,2	7,01	-4,1	0,00
EMNIS	-7,9	-12	0,42	-27	-51	0,38	8,15	2,1	0,34	-11,2	-13	0,8	-3,3	-10	0,27
PINSU	9,6	1,06	0,03	12,6	1,39	0,04	34,3	47,5	0,05	12,3	1,5	0,03	16,2	-1,2	0,05
PRKME	17,5	17,3	0,97	23,8	19,1	0,56	57,1	54,9	0,7	158,6	89,7	0,6	35,8	38,5	0,74
KARSN	-9,7	-5,1	0,60	-37	-14	0,41	2,89	10	0,3	-13,3	-4,8	0,3	-5,8	0,6	0,24
KRDMD	9,37	7,91	0,83	15,0	14,5	0,96	17,3	16,7	0,9	10,4	9,57	0,9	14,21	14,2	0,99
KOZAA	14,7	22,5	0,31	27,5	42,3	0,29	55,05	63,4	0,3	23,2	44,1	0,1	35,9	48,6	0,25
TEKTU	-4,3	1,3	0,00	-5,8	1,4	0,00	37,6	50,2	0,1	-19,6	18,8	0,01	10,1	26,7	0,06
BRISA	6,8	8,1	0,65	10,3	19,8	0,17	21,8	22,6	0,8	5,8	7,1	0,6	7,1	9,6	0,35
MILPA	-8,4	-16	0,35	-23	-27	0,85	0,35	-14	0,4	-276	-306	0,9	-116	-0,9	0,81
DEVA	1,10	1,78	0,96	-1,5	3,53	0,85	37,8	37	0,9	-3,56	3,39	0,81	-7,1	6,8	0,45

bütün olarak değerlendirildiğinde 39 oranda bir azalış, 26 oranda ise bir artış olduğu belirlenmiştir. Bu durum birleşme/satın alma işlemlerinin şirketlerin karlılık oranlarını düşürdüğünü ortaya koymaktadır.

Tablo 6. Birleşmenin/Satın Almanın Finansal Yapı Oranlarına Etkisi

Satın Alan Şirket	BO			KO			KVB/TB		
	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık
CIMSA	34,7	34,3	0,97	32,6	21,5	0,07	49,7	76,4	0,28
ZOREN	190,6	181,6	0,99	60,4	96,1	0,01	55,9	30,7	0,18
KENT	75,5	71,1	0,86	42,1	41,4	0,93	91,6	95,2	0,27
EMNIS	169,2	314	0,20	60,3	75,6	0,20	66,9	58,2	0,11
PINSU	32,1	41,4	0,09	24,2	29,06	0,06	66,5	74,4	0,59
PRKME	38,2	10,17	0,06	27,3	9,22	0,04	90,77	77,4	0,33
KARSN	243,01	195,80	0,75	63,5	66,6	0,81	79,9	52,6	0,33
KRDMD	58,9	89,4	0,21	36,8	46,8	0,21	54,4	48,4	0,31
KOZAA	52,8	24,1	0,05	28,3	12,8	0,05	71,6	65,9	0,41
TEKTU	33,6	9,31	0,11	24,8	8,46	0,09	97,5	61,1	0,05
BRISA	55,9	142,1	0,00	35,3	58,5	0,01	71,4	76,8	0,75
MILPA	175,4	56,8	0,28	58,9	33,7	0,29	81,9	85,9	0,78
DEVA	69,5	96,5	0,20	40,1	49,06	0,23	85,3	67,7	0,11

Birleşme/satın alma faaliyetlerinin bir diğer önemli etkisi ise finansal yapı oranları üzerinedir. Tablo 6'da bu konuya ilişkin elde edilen bulgular gösterilmiştir.

Buna göre 2'si anlamlı olmak üzere birleşmelerin/satın almaların 5 şirketin borçlanma oranlarını (BO) arttırdığı buna karşın 2'si anlamlı olmak üzere 8 şirketin BO oranlarını azalttığı belirlenmiştir. Kaldıraç oranı (KO) açısından ise 7 şirketin oranlarında bir artış söz konusu iken, 6 şirkette ise birleşme sonrasında bir azalış söz konusudur. Ayrıca bu değişimlerden 7'si (3'ü artış ve 4'ü azalış) istatistiksel açıdan anlamlıdır. Çalışmada araştırılan bir diğer oran ise kısa vadeli borçların toplam borçlar (KVB/TB) içerisindeki payıdır. BO ile benzer şekilde KVB/TB oranında da birleşme/satın alma sonrasında 5 şirket için artış ve 8 şirket için azalış söz konusudur. İlâveten bu değişimlerden sadece 1'i istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Birleşme/satın alma faaliyetlerinin sermaye yapısı oranları üzerindeki etkileri 12 şirket için bir bütün olarak ele alındığında ise olay sonrasında 22 oranın azaldığı ve 17 oranın arttığı tespit edilmiştir.

Bu açıdan birleşmelerin/satın almaların sermaye yapısı oranlarını iyileştirdiği görülmektedir.

Son olarak birleşmenin/satın almanın büyüme oranları üzerindeki etkisine ilişkin elde edilen bulgular Tablo 7'de sunulmuştur. Etkinin ölçülmesinde büyüme oranları olarak net satışların büyüme oranı (NŞB), öz sermaye büyüme oranı (ÖB) ve aktif büyüme oranı (AB) kullanılmıştır. Birleşmenin/satın almanın NŞB oranı üzerindeki etkileri değerlendirildiğinde, 13 şirketin 7'sinde olaydan sonra NŞB'nin arttığı, 6 şirkette ise azaldığı belirlenmiştir. Ancak bu değişimlerin hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı değildir. ÖB oranı açısından ise olaydan sonra 5 şirketin ÖB oranında bir artış tespit edilmiştir. Ancak bu artışlar istatistiksel açıdan anlamlı değildir. İlâveten 2'si anlamlı olmak üzere 8 şirketin ÖB oranında ise birleşme/satın alma sonrasında azalış gözlenmiştir. Aynı şekilde AB oranı açısından da olay sonrasında 8 şirket için olumsuz ve 5 şirket için olumlu etkiler söz konusudur. Ancak bu değişimlerin hiçbiri istatistiksel açıdan anlamlı bulunamamıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde ise birleşmelerin/satın almaların büyüme oranları-

Tablo 7. Birleşmenin/Satın Almanın Büyüme Oranlarına Etkisi

Satın Alan Şirket	NŞB			ÖB			AB		
	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık	Öncesi	Sonrası	Anlamlılık
CIMSA	25,4	9,66	0,18	21,8	4,88	0,23	26,5	5,13	0,55
ZOREN	36,8	-12,04	0,21	-4,40	50,80	0,76	30,04	10,61	0,16
KENT	23,4	5,28	0,24	6,18	-0,37	0,05	20,46	-1,78	0,16
EMNIS	14,9	19,2	0,72	-16,99	4,06	0,71	0,51	9,80	0,70
PINSU	12,17	22,27	0,44	15,8	3,65	0,14	9,27	10,39	0,90
PRKME	60,8	55,2	0,76	32,03	14,36	0,49	38,9	14,9	0,46
KARSN	5,07	25,5	0,39	58,9	42,6	0,81	37,5	36,2	0,97
KRDMD	8,26	23,6	0,63	26,5	15,4	0,66	18,9	22,6	0,78
KOZAA	29,9	29,7	0,99	60,7	33,4	0,30	51,5	39,1	0,69
TEKTU	4,16	15,6	0,80	-3,23	1,43	0,11	-4,17	3,33	0,42
BRISA	3,60	15,9	0,29	1,27	8,31	0,23	7,69	21,4	0,25
MILPA	-0,64	10,03	0,52	4,92	41,6	0,62	50,7	-0,77	0,52
DEVA	27,1	2,77	0,41	18,7	5,92	0,50	22,4	9,94	0,32

nın 22'sini düşürdüğü buna karşın 17'sini arttırdığı belirlenmiştir. Bu sonuçlar olayın büyüme oranları

Kaynakça

Abbas, Q., Hunjra A. I., Azam, R. Iljaz, M.S. & Zahid, M. (2014). Financial performance of banks in Pakistan after merger and acquisition. *Journal of Global Entrepreneurship Research*, 4(13), 1-15.

Ahmed, M. & Ahmed, Z. (2014). Mergers and acquisitions: effect on financial performance of manufacturing companies of Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 21(4), 706-716.

Akben, S. E. ve Altıok-Yılmaz, A. (2011). The impact of mergers and acquisitions on acquirer performance: evidence from Turkey. *Business and Economics Journal*, 1-8.

Cabanda, E. & Pajara-Pascual, M. (2007). Merger in the Philippines: evidence in the corporate performance of William, Gothong, and Aboitiz (WG&A) shipping companies. *Journal of Business Case Studies* 3(4), 87-100.

Campa, J. M. & Hernando, I. (2005). *M&A performance in the European financial industry*. Working Paper.

Choi, J. & Harmatuck D. (2006). Post-operating performance of construction mergers and acquisitions of the United States of America, *Canadian Journal of Civil Engineering*, 33(3), 266-277, 10.1139/105-115.

Çakır, H. M. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket birleşme ve devralma kararlarının hissesenedi getirilerine etkisi. *Mali Çözüm Dergisi, Eylül-Ekim*, 79-108.

Çatıkkaş, Ö. Ve Çalış Y. E. (2013). Devralma yoluyla birleşmenin finansal oranlar **üzerine** etkileri ve Borsa İstanbul uygulaması. *MÖDAV Dergisi*, 15(3), 39-53.

Ernst & Young (2015). *Birleşme ve satın alma işlemleri 2014 Raporu*. [http://-www.ey.com/-Publication/vwLUAssets/RA1/\\$FILE/RA1.pdf](http://-www.ey.com/-Publication/vwLUAssets/RA1/$FILE/RA1.pdf).

Feroz, E. H., Kim, S. & Raab, R. (2005). Performance measurement in corporate governance: do mergers improve managerial performance in the post-merger period?. *Review of Accounting and Finance* 4, 86-101.

üzerinde negatif bir etki yarattığını göstermektedir.

Heron, R. & Lie, E. (2002). Operating performance and the method of payment in take overs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, March, 137-156.

İlkarşlan, K., ve Aşıkoğlu, R. (2012). Birleşme ve satın almaların işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkilerinin incelenmesi: panel veri analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 49, 59-78.

Ismail, T. H., Abdou, A. A. & Annis R. M. (2011). Exploring improvements of post-merger corporate performance- the case of Egypt. *The IUP Journal of Business Strategy*, 3(1), 7-24.

Kruse, T. A., Park H. Y., Park K., Kazunori, S. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: the effect of diversification and affiliation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 154-172.

Kumar, R. (2009). Post-merger corporate performance: an Indian perspective. *Management Research News*, 32(2), 145-157.

Kumar, S. & Bansal, L. K. (2008). The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India. *Management Decision*, 46(10), 1531-1543.

Lau, B., Proimos, A. & Wright, S. (2008). Accounting measures of operating performance outcomes for Australian mergers. *Journal of Applied Accounting*, 9(3), 168-180.

Malhotra, S. & Zhu, P. (2006). *Shareholder benefits and firm performance: an empirical analysis of international acquisitions by firms from a developing economy*, Working Paper Series.

Martynova, M., Oosting, S. & Renneboog, L. (2006). The long-term operating performance of European mergers and acquisitions. *Finance Working Paper No. 137/2006*.

Oloyede, J. A. and Suleiman, L. A. (2012). Investigating the improvement in corporate performance after merger and acquisition in Nigeria: a sectorial analysis. *The International Journal of Management*,

1(4), 1-15.

Pazarskis M., Vogiatzoglou, M., Christodoulou, P. &Drogas, G. (2006).Exploring the improvement of corporate performance after mergers-the case of Greece.*International Research Journal of Finance and Economics*, 1, 184-192.

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.

Ramaswany, K. &Waegelien, J. (2003).Firm financial performance following mergers. *Review of Quantitative Finance and Accounting*,20, 115-126.

Reddy, A. & Mantravadi, P. (2008).*Relative size in mergers and operating performance: Indian experience*. Economic and Political Weekly, Working Paper Series.

Sharma, D. S. &Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: some Australian evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 155-200.

Sulaiman, L.A. (2012). Does restructuring improve performance? An industry analysis of Nigerian oil & gas sector.*Research Journal of Finance and Accounting*, 3(6), 55-62.

Yeh, T. & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14, 347-366.

