

## Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist'te Bir İnceleme<sup>1</sup> (The Effect of Mergers And Acquisition Activities on Company's Performance: A Research on Istanbul Stock Exchange)

İlkay ÖZTÜRK <sup>a</sup>, Serkan YEŞİLYURT <sup>b</sup>

<sup>a</sup> Bahçeşehir Üniversitesi, İstanbul, Türkiye, [ilkay.ozturk@vsh.bau.edu.tr](mailto:ilkay.ozturk@vsh.bau.edu.tr)

<sup>b</sup> Bahçeşehir Üniversitesi, İstanbul, Türkiye, [serkan.yesilyurt@eas.bau.edu.tr](mailto:serkan.yesilyurt@eas.bau.edu.tr)

MAKALE BİLGİSİ	ÖZET
<b>Anahtar Kelimeler:</b> Birleşme ve Satın Alma Firma Performansı Oran Analizi  Gönderilme Tarihi 17 Mayıs 2019 Revizyon Tarihi 2 Eylül 2019 Kabul Tarihi 10 Eylül 2019  <b>Makale Kategorisi:</b> Araştırma Makalesi	<b>Amaç</b> – Bu çalışmanın amacı büyüme stratejisi olarak birleşme ve satın alma faaliyetleri gerçekleştiren firmaların bu faaliyetleri sonucunda finansal performanslarının nasıl etkilendiğinin ortaya konulmasıdır. <b>Yöntem</b> – Hesaplamalarda her hangi bir ekonometrik model kullanılmamış yalnızca oran analizi ile karşılaştırma yapılmıştır. Araştırmada BİST'e kayıtlı firmaların 2013-2015 yılları arasında gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma faaliyetlerinin finansal oranları gösteren aktif karlılık (AK), öz sermaye karlılığı (ÖSK), net kar marjı (NKM), brüt kar marjı (BKM), esas faaliyet kar marjı (EKM), ve büyüme oranlarını gösteren net satışların büyüme oranı (NSB), öz sermaye büyüme oranı (ÖSB) ve aktif büyüme oranlarına (AB) etkisi incelenmiştir. <b>Bulgular</b> – Firma karlılık oranlarında hesaplanan toplam 70 oranda, 36 oranda azalış, 34 oranda artış, büyüme oranlarında ise 42 büyüme oranının 30'unda azalış, 12'sinde artış tespit edilmiştir. Yine firmaların yatay, dikey ve karma birleşme/satın alma türlerinden ikisinde karma kalan onikisinde yatay birleşme tercih edildiği görülmüştür. Aynı zamanda satın alan firmaların hedef firmaları aynı ülkeden olmasını tercih ettikleri gözlemlenmiştir. <b>Tartışma</b> – Elde edilen sonuçlar beklentilerin aksine birleşme ve satın alma faaliyetlerinin firmaların karlılıklarında her zaman artışla sonuçlanmadıklarını göstermektedir. Karlılığı arttırmayan firmaların birleşme satın alma sebeplerini ortaya koyabilmek için borçlanma oranlarını arttırmak amacıyla mı birleşme/satın alma faaliyeti gerçekleştirdikleri ortaya konulmalıdır.
ARTICLE INFO	ABSTRACT
<b>Keywords:</b> Merger and Acquisition Firm Performance Ratio Analysis  Received 17 May 2019 Revised 2 September 2019 Accepted 10 September 2019  <b>Article Classification:</b> Research Article	<b>Purpose</b> – The aim of this study is to show how the financial performance of the firms that perform merger and acquisition activities as growth strategy is affected by these activities. <b>Design/methodology/approach</b> – In the calculations, no econometric model is used and only the ratio analysis is used. In this research, the effect of the merger and acquisition activities between the years 2013 and 2015 of the firms registered in the İstanbul Stock Exchange on return on assets (ROA), return on equity (ROE), return on sales (ROS), gross profit margin (EKM), growth rate of net sales (NSB) which shows growth rates, equity growth rate (OSB) and asset growth rates (AB) is analyzed. <b>Findings</b> – A total of 70 ratios were calculated in the company's profitability. It's seen that 36 of them has decreased and 34 of them has increased. In growth rates, a decrease was observed in 30 of the 42 and an increase in 12 of them. it was observed that two of the merger / acquisitions types of firms were mixed, and horizontal merger / acquisitions was preferred in the twelfth. At the same time, it is observed that the firms prefer to acquire target firms that are from the same country. <b>Discussion</b> – The results show that, unlike expectations, mergers and acquisitions do not always result in an increase in the profitability of firms. it should be investigated that firms that do not increase their profitability perform mergers / acquisitions in order to increase their borrowing rate or not. <b>Discussion</b> – While all these processes are classified and appropriate solution proposals are produced, it is necessary that the classifications of complaints, suggestions and thanks (ISQA) should be transferred correctly and that the banks are deeply rooted for these first three issues and customers develop convincing solution times; they are expected to provide solutions to prevent or eliminate the problem by designing processes.

<sup>1</sup> Bu araştırma 27. Yönetim ve Organizasyon Kongresinde sunulan "Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist'te Bir İnceleme" başlıklı bildirdiden türetilmiştir.

### Önerilen Atıf/Suggested Citation:

Öztürk, İ., Yeşilyurt, S. (2019). Birleşme ve Satın Alma Faaliyetlerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist'te Bir İnceleme, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11 (3), 2016-2026.

## 1. Giriş

Rekabet koşullarının değişmesi ve teknoloji gelişim hızının artmasıyla birlikte firmalar iş yapış şekillerini değiştirmek zorunda kalmışlardır. Büyüme amacı taşıyan firmalar giriş engellerinin yüksek olduğu ve uzman olmadıkları alanlara çok fazla yatırım yapmamak için başka firmalarla birleşme yoluna gitmeye başlamışlardır.

Büyüme, satışlardaki artışı; istikrar öngörülemez belirsizliklere karşı korunmayı ve esneklik amacı ise bu öngörülemez belirsizliklere karşı firmayı güçlendirmeyi ifade etmektedir (Ansoff, 1957:119). Günümüz rekabet ortamında firmalar ayakta kalabilmek için büyüme stratejileri uygulamak zorundadır. 1954 yılında yayınlanan ve 1909-1948 yılları arasında 100 büyük ABD firması üzerine yapılan bir araştırmaya göre geleneksel ürün ve üretim metodlarına bağlı kalmış çok az sayıda firmanın büyüyebildikleri gözlemlenmiştir (Kaplan, 1954:1398). Büyüme stratejisi uygulayan firmaların genellikle ilk adımları ithalat-ihracat ve sonrasında ise iş ortaklıkları, şirket birleşme ve satın almalarıdır. (Radebourg vd, 2006:16).

Dünyada firma birleşmeleri sanayi devriminden sonra başlamasına rağmen Türkiye’de özellikle yabancı yatırımcıların ilgisiyle 2000’li yıllardan sonra görülmeye başlanmıştır (Çakır ve Gülcan, 2012: 80). Her yıl Türkiye’deki birleşme ve satın almalarla ilgili rapor yayınlayan denetim ve danışmanlık firması Ernst&Young’ın 2015 Raporu’na göre tüm dünyada birleşme ve satın alma ile ilgili işlemlerde artış olmasına rağmen Türkiye’de işlem sayısı bazında 2014 ile aynı seyir, işlem hacminde ise düşüş gerçekleşmiştir. 2015 yılında işlem değeri açıklanan 140 işlemle toplam 10,7 milyar ABD doları tutarında işlem hacmi gerçekleşmiştir.

Birleşme ve satın alma faaliyetleri firmaların sinerji arttırmak, vergi avantajlarından yararlanmak, yurtdışı pazarlarına açılmak, pazara giriş engellerini azaltmak ve karlılığı arttırmak amacıyla uyguladıkları bir büyüme stratejisidir. Ancak birleşme ve satın alma literatürü incelendiğinde her birleşme ve satın alma faaliyetinin finansal performansta artışa neden olmadığı görülmektedir (Zhao ve Huang, 2016; Agrawal vd., 1992; Boetang vd., 2017; Eyüboğlu ve Sevim, 2017).

Bu stratejileri geliştirmenin ve uygulamanın amacı kârlılığı ve finansal performansı arttırmak olduğuna göre bu hedeflere ulaşıp ulaşılmadığının da kontrol edilmesi gerekmektedir. Bu araştırmanın amacı büyüme stratejisi olarak birleşme ve satın alma faaliyetleri gerçekleştiren firmaların bu faaliyetleri sonucunda finansal performanslarının nasıl etkilendiğinin ortaya konulmasıdır.

Araştırmanın ikinci bölümünde birleşme ve satın alma kavramı açıklanacak ve literatürde birleşme ve satın alma faaliyetlerinin finansal performansına olan etkilerini açıklayan araştırmalar özetlenecektir. Üçüncü bölümde araştırma yöntemi ve kullanılan oranlar açıklanacaktır. Dördüncü bölümde yapılan analizler sonucu elde edilen bulgular ortaya konulacak ve beşinci bölümde elde edilen araştırma bulguları literatürle karşılaştırılarak tartışılacaktır.

## 2. Kavramsal Çerçeve

### 2.1. Birleşme ve Satın Alma Kavramı

Finans ve strateji alanında birleşme ve satın almalar (M&A) ilişkin artan bir ilgi mevcuttur. Günümüzde küresel işletme çevresi, katılımcılarından sürekli büyüme fırsatlarının peşinde koşmasını istemektedir (Zaremba ve Plotnicki, 2016:251). Stratejik ortaklıklar, ortak girişim ve birleşme ve satın alma faaliyetleri dışsal genişleme stratejileridir. Bunlar arasında birleşme/satın almalar küresel iş birimleri tarafından en çok tercih edilendir ve firmanın büyümesi ve genişlemesi için birincil stratejilerden biri haline gelmiştir (Shi, Liu, Yang, Yao, ve Liu, 2017:40).

Son yıllarda dünya genelinde birleşme/satın almaların sayısı artmıştır. Uluslararasılaşma stratejileri gereği birçok gelişmekte olan ekonomi firması sınır ötesi birleşme/satın alma kullanmaya başlamıştır (Tao, 2017:190; Shah ve Khan, 2017:32). Birleşme/satın alma iki veya daha fazla firmanın rakiplere karşı piyasadaki payını ve pozisyonunu kuvvetlendirmek ve kaynaklarını birleştirme yoluyla etkinliklerini arttırmak amacıyla tek bir kuruluş olarak birleşmeleri sürecidir. Kumar ve Paneerselvam (2009:223), birleşme/satın almayı satın alan firmanın hedef firmanın kontrolünü güvence altına alma ve her iki şirketinde değerini artırma etkisine sahip bir operasyonel strateji uygulama çabası olarak tanımlamaktadırlar.

Birleşme/satın almalar öncesi, sırası ve sonrası olmak üzere üç aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşama hedefin seçilmesini, durum tespitini ve anlaşma neticelendirilmesini içerir. İkinci aşama hissedarlardan ve diğer düzenleyici makamlardan onay alınmasını içerir. Üçüncü aşama ise bütünleşme aşamasıdır. Tüm bu aşamalardan sonra, firmanın, birleşme/satın almanın gerçekleştirilme amacı doğrultusunda sinerji kurup kuramayacağına dair bir analiz yapması gerekmektedir. Eğer sinerji yaratılmışsa bu tür sinerjilerden elde edilen faydaların derhal bir etki mi yaratacağı yoksa firmaların finansal performanslarının aynısını yansıtmasının zaman mı alacağı incelenmelidir (Lakhwani, 2017:946).

Teorik olarak bir firmanın performansını arttırmak için birleşme/satın alma tercih etmesinin sebepleri sinerji oluşturmak, kapsam ve ölçek ekonomilerinden yararlanma ve daha fazla pazar tekeli elde etmektir. Ancak birleşme/satın alma her zaman performansta artış ile sonuçlanmamaktadır. Aslında birçok firma karşılaştıkları engeller nedeni ile performanslarında düşüş yaşamaktadırlar bu engeller insan, kültürel farklılıklar ve süreçlerden kaynaklanabilir. Örneğin kaynak tahsisi ve diğer yönetim karar alanlarında resmîyetin artırılması performansı olumsuz etkileyebilir (Rao-Nicholson, Salaber, ve Cao, 2016:375). Yine satın alan ve alınan firmaların kültürleri arasındaki farkın da birleşme/satın alma çıktıları ve süreçleri üzerinde önemli etkiye sahip olduğu öne sürülmektedir (Shi vd, 2017:41).

Literatürde ilan tarihinden sonra hisse senedi getirileri ile ilgili bazı çalışmalar bulunmaktadır. Ancak çalışmaların çoğu ABD veya Batı Avrupa ülkeleri gibi gelişmiş pazarlara odaklanırken Orta ve Doğu Avrupa gibi gelişmekte olan pazarlara yönelik çalışmalar oldukça sınırlıdır (Zaremba ve Plotnicki, 2016:252).

Ma vd'e göre (2009), gelişmekte olan piyasalardaki birleşme/satın alma firmalarına ilişkin kapsamlı veri tabanlarının eksikliği ve gelişmekte olan piyasalardaki nispeten küçük ölçek ve kapsam ekonomileri bu sınırlamaların nedeni olabilir.

## 2.2. Literatür Taraması

Birçok araştırmada birleşme/satın alma sürecinde satın alınan firmanın hissedarlarının kayda değer bir fazla getiri elde ettiğini ve satın alan firmanın geri dönüş oranının kesin olmadığı bulunmuştur. Araştırmacılar ayrıca satın alanın birleşme/satın almaya çok fazla para harcadığını ve genellikle düşük performansa yol açtığını veya hatta hissedarın varlığını zarara uğrattığını bulmuşlardır (Zhao, Qu, ve Huang, 2016:43).

Mülkiyet yapısı ile firma performansı elde etme arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmanın sonuçlarına göre kontrol ve mülkiyet ayrılmasının birleşme/satın alma değerinin bozulmasına yol açmadığı bulunmuştur (Ben Amar ve Andre, 2006). Bae vd'ye göre(2002), Kore iş gruplarına ait firmaların yaptıkları satın alımlardan fayda sağlayıp sağlamadığını ya da bu satın alımların diğer grup firmalarının değerini arttırarak hissedarların servetlerini arttırmalarını sağlayıp sağlayamadığını incelemiş; satın alma işlemi yapan firmanın hisse senedi fiyatının ortalama olarak düşüşe geçtiğini ancak satın alma, gruptaki diğer firmaların değerini arttırdığından firmanın kontrol hissedarının fayda elde ettiğini öne sürmüştür. Agrawal vd, (1992); birleşme sonrası 5 yıl boyunca satın alan firmaların hissedarlarının istatistiki olarak önemli derecede yaklaşık %10'luk bir kayıp yaşadığını tespit etmiştir. Chao ve Zhen (2017), Çin Kamu ve özel kuruluşlarının yaptıkları sınır ötesi birleşme/satın alma neticesindeki performans farklılıklarını incelemiş ve Çin özel firmalarının kamu firmalarına göre sınır ötesi birleşme/satın alma performanslarının önemli derecede pozitif olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aynı zamanda Lan vd. (2015) ise Çin firmalarının sınır ötesi birleşme/satın almalarından uzun dönem değer yaratmasını incelediği araştırmasında uzun dönemde değer yaratmada Çin kamu firmalarının daha başarılı olduklarını tespit etmiştir.

2000-2011 yıllarında Çin'de 32 birleşme/satın alma vaka seti ile yapılan bir araştırmada Jin vd., (2015) birleşme/satın almanın satın alan firmanın ekonomik performansına kısa ve orta dönem etkilerinin olumlu olduğunu bulmuştur. Arvanitis ve Stucki's (2015), birleşme/satın alma neticesinde satın alma sonrası performans etkisini incelediği araştırmasında birleşme/satın alma yapan firmaların satış oranlarının önemli derecede arttığı, satış oranları ve çalışan başına katma değer oranlarının önemli derecede arttığı ancak yatırım ve çalışan sayısında çok büyük bir farklılık yaratmadığı sonucuna ulaşmıştır. Boateng vd, 2017, 2004-2011 dönemimde Çin'deki 340 birleşme/satın alma performansına ilişkin çalışma neticesinde 12-36 aylık satın alma sonrası dönemde satın alan firmanın faaliyet performansının önemli derecede bozulduğunu bağımsız yöneticilerin yönetsel ortakların ve sahiplik yoğunluğunun satın alan firmanın performansı üzerinde önemli ve olumlu etkisi bulunmuştur. Eyüboğlu ve Sevim (2017)'in 2008-2010 yıllarında BİST'e kayıtlı firmalar

üzerinde yaptıkları araştırmada birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası performans karşılaştırmasında birleşmenin firmaların likidite, aktivite ve finansal yapı oranları üzerinde olumlu, kârlılık ve büyüme oranları üzerinde ise olumsuz etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. İlarlan ve Aşıkoğlu (2012), 2004-2005 yılları arasında İMKB’de kayıtlı imalat firmaları üzerinde yaptıkları araştırmada birleşme ve satın alma faaliyetleri sonrasında finansal performansın arttığı sonucuna ulaşmışlardır. Genç ve Coşkun (2013), BİST’te işlem gören firmaların birleşme ve satın alma işlemleri duyurusundan önce ve sonra hisse senetlerinin değerindeki artışı tespit ettikleri araştırmalarında, duyurudan önce hedef şirket hisselerinin pozitif artış sağladığı, satın alan firma hisselerinin ise hedef firmaya göre daha az getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Firma performans göstergesi olarak ROE (Return on Equity-öz sermaye kârlılık oranı) finasta, firma değerinin artırılması hissedarlar açısından en önemli amaç olduğundan firmanın 1 birimlik öz sermayesindeki artışın kârlılıkta yüzde kaç artış getirdiği önemli bir göstergedir. ROA (Return on Assets-Aktif Karlılığı), varlıktaki 1 birimlik artışın kârlılıkta yüzde kaç kâr getirdiğini ifade etmektedir. ROS (Return on Sales-satışların dönüşü), ki ROS’un yüksek olması bir firmanın kârlılığı için olumlu anlam teşkil eder. Faaliyet kâr marjı olarak da nitelendirilmektedir. Bunlar muhasebe ve finans tabanlı ölçümlerdir (Akgüç, 1985:41-69).

### 3. Yöntem

Bu araştırmada birleşme ve satın alma faaliyetlerinin firmaların karlılığını ve büyüme oranlarını arttırmadığı sorusuna cevap aranmaktadır. Hesaplamalarda her hangi bir ekonometrik model kullanılmamış nitel araştırma yöntemlerinden biri olan oran analizi yapılmıştır.

Ülkemizde özellikle son yıllarda birçok birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleşmesine rağmen araştırmada incelenen firmalar belirli kısıtlar sonucunda elde edilmiştir. Bu kısıtlar; satın alan ya da hedef firmanın finansal verilerine ulaşabilmek için sadece Borsa İstanbul’da işlem gören firmalar seçilmiştir. İkinci kısıt, birleşme satın alma faaliyeti gösteren firmalar arasından farklı amaç ve oranlar kullanılan ve analizde uyumsuzluk yaratacak olan finans sektörü ve holding yapısına sahip firmalar araştırma kapsamına alınmamıştır. Üçüncü kısıt olarak birleşme ve satın alma faaliyeti sonrasındaki 3 yıllık veri inceleneceği için en son 2015 yılındaki faaliyetler dikkate alınmıştır. Satın alma verilerinde dikkate alınan kriterler ise satın alan şirketin hedef şirketin en az %50 sini satın almış olması ve satın alan şirketin aynı yıl başka herhangi bir birleşme/satınalma faaliyetinde bulunmamış olmasıdır.

Böylece araştırmada örneklem olarak literatürde yer alan araştırmalar baz alınarak (Eyüboğlu ve Sevim, 2017; İlarlan ve Aşıkoğlu, 2012) tam sayım yöntemiyle 2013-2015 yıllarında gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin, birleşme ve satın almadan önceki 3 yıllık ortalama ve birleşme ve satın almadan sonraki 3 yıllık ortalama verileri karşılaştırmak amacıyla 12 firmaya ait toplam 14 birleşme ve satın alma faaliyeti elde edilmiştir. Birleşme ve satın alma faaliyetinin gerçekleştiği yıldaki veriler dikkate alınmamıştır. Firmalara ait veriler firmaların bağımsız denetim raporlarından, firma internet sitelerinden, kamuyu aydınlatma platformu’ndan (kap.gov.tr) ve Bloomberg finansal analiz veri tabanından elde edilmiştir. Tablo 1’de analize dâhil edilen firmalar ve birleşme /satın alma yılları gösterilmiştir.

**Tablo 1.** Araştırmada İncelenen Firmalar, Birleşme ve Satın Alma Yılları

Satın Alan Firma	BİST Kodu	Hedef Firma	Birleşme /Satın Alma Yılı
Aksa Enerji Üretim AŞ	AKSA	Kapıdağ Ruzgar Enerji Elektrik Üretim AŞ	2013
Bimeks Bilgi İşlem Ve Dış Ticaret A.Ş.	BMEKS	Electroworld İc ve Dis Ticaret AŞ	2013
Doğtas Kelebek Mobilya Sanayi ve Ticaret AŞ	DGKLB	Doğ-Tas Doğanlar Mobilya İmalat Enerji Üretim Sanayi	2013
Logo Yazılım Sanayi Ve Ticaret AŞ	LOGO	Netsis Yazılım Sanayi ve Ticaret AŞ	2013

Turkcell İletişim Hizmetleri AŞ	TCELL	Deksarnet Telekomunikasyon AŞ	2013
Tat Gıda Sanayi AŞ	TATGD	Moova Gıda Sanayi ve Ticaret AŞ	2014
DO & CO AG	DOCO	Hediard	2014
Ulker Bisküvi Sanayi AŞ	ULKER	Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret AŞ	2014
Altinyag Kombinaları AŞ	ALYAG	Gurtas Tarım Enerji Yatırımları Sanayi Ve Ticaret	2014
Celebi Hava Servisi AS	CLEBI	Celebi GmbH	2014
Turkcell İletişim Hizmetleri AS	TCELL	Metronet İletişim Teknoloji AŞ	2014
CarrefourSA Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi AS	CARFA	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret	2015
Turkcell İletişim Hizmetleri AS	TCELL	Euroasia Telecomm. Holdings BV	2015
Türk Telekomunikasyon AS	TTKOM	Avea İletişim Hizmetleri AŞ	2015

Tablo 2’de araştırmaya dâhil edilen firmaların ait olduğu sektörler ve birleşme/satın alma türleri gösterilmiştir.

**Tablo 2.** Firmaların Ait Olduğu Sektörler ve Birleşme/Satın Alma Türleri

Satın Alan Firma	Sektör	Hedef Firma	Sektör	Birleşme /Satın Alma Yılı	Birleşme Türü
Aksa	Elektrik Gaz Ve Su / Elektrik Gaz Ve Buhar	Kapıdağ	Elektrik Gaz Ve Su / Elektrik Gaz Ve Buhar	2013	Yatay
Bimeks	Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar / Perakende Ticaret	Electroworld	Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar / Perakende Ticaret	2013	Yatay
Doğtaş	İmalat Sanayi Ürünleri ve Mobilya	Orman Dog-Tas Doganlar	İmalat Sanayi Orman Ürünleri ve Mobilya	2013	Yatay
Logo	Teknoloji/Bilişim	Netsis	Teknoloji/Bilişim	2013	Yatay

Turkcell	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	Deksarnet	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	2013	Yatay
Tat	İmalat Sanayii Gıda İçki ve Tütün	Moova	Yiyecek İçecek	2014	Yatay
DO & CO AG	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	Hediard	Perakende Gıda	2014	Karma
Ulker	İmalat Sanayii Gıda İçki ve Tütün	Biskot	Yiyecek İçecek	2014	Yatay
Altinyag	İmalat Sanayii Gıda İçki ve Tütün	Gurtas	Tarım/ Enerji	2014	Karma
Celebi	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	Celebi GmbH	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	2014	Yatay
Turkcell	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	Metronet	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	2014	Yatay
CarrefourSA	Toptan Ve Perakende Ticaret, Otel Ve Lokantalar / Perakende Ticaret	Kiler	Perakende	2015	Yatay
Turkcell	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	Euroasia Telecommunications Holdings BV	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	2015	Yatay
Turk Telekomunikasyon	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama/Haberleşme	Avea	Telekomunikasyon	2015	Yatay

Araştırmada kullanılan finansal oranlar ve hesaplama şekilleri Tablo 3'te gösterilmiştir. Karlılık oranları olarak aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, net kar marjı ve brüt kar marjı kullanılmıştır. Büyüme oranı olarak net satışların büyüme oranı, öz sermaye büyüme oranı ve aktif büyüme oranı kullanılmıştır. Performans ölçümlerinden olan ROA, ROE ve ROS ölçümleri aşağıda açıklanmıştır;

• **ROE-Return on Equity (Öz sermaye kârlılık oranı);**

Finansta, firma değerinin artırılması hissedarlar açısından en önemli amaç olduğundan firmanın 1 birimlik öz sermayesindeki artışın kârlılıkta yüzde kaç artış getirdiği önemli bir göstergedir. Öz sermaye kârlılık oranı aşağıda eşitlikteki gibi hesaplanır;

$$\text{Öz Sermaye Kârlılık Oranı} = \text{Net Kâr} / \text{Öz Sermaye}$$

• **ROA-Return on Assets (Aktif Karlılığı);**

Firmanın net kârının yine firmanın toplam varlıklarına bölünmesi ile elde edilmektedir. Varlıktaki 1 birimlik artışın kârlılıkta yüzde kaç kâr getirdiğini ifade etmektedir. Bu oran aktiflerin işletmece etkin olarak

kullanılma başarısını ifade ettiğinden çoğu çalışmada performans ölçümü olarak kullanılmıştır. Aktif Karlılığı aşağıdaki gibi hesaplanır;

Aktif Kârlılığı Oranı= Net Kâr / Toplam Aktif

•**ROS- Return on Sales (Satış dönüşümü);**

Şirketin faaliyetlerinden elde ettiği vergi öncesi net kârının net satışlara bölünmesi ile bulunur. Bu kârlılıkta olağanüstü gelir ve giderler hariç tutulur. ROS'un yüksek olması bir firmanın kârlılığı için olumlu anlam teşkil eder. Faaliyet kâr marjı olarak da nitelendirilmektedir. Aşağıdaki eşitliğe göre hesaplanır:

Satış Dönüşümü Oranı= Net kâr / Net Satışlar (Akgüç, 1985, s, 62-75).

**Tablo 3.** Araştırmada Kullanılan Finansal Oranlar

Satın Alan Firma	Finansal Oranlar	Hesaplama	Kısaltma
Karlılık Oranları	Aktif Karlılığı (ROA)	Net Kar/Toplam Aktif	AK
	Öz Sermaye Karlılığı (ROE)	Net Kar/Özsermaye	ÖSK
	Net Kar Marjı (ROS)	Net Kar/Net Satışlar	NKM
	Brüt Kar Marjı	Vergi Öncesi Net Kar/Toplam Satışlar	BKM
	Esas Faaliyet Kar Marjı	Esas Faaliyet Karı *100/Net Satışlar	EKM
Büyüme Oranları	Net Satışların Büyüme Oranı	Cari Dönem Net Satışlar – Önceki Dönem Net Satışlar) / Önceki Dönem Net Satışlar)*100	NSB
	Öz Sermaye Büyüme Oranı	Cari Dönem Özsermaye Tutarı – Önceki Dönem Özsermaye Tutarı) / Önceki Dönem Özsermaye Tutarı)*100	ÖSB
	Aktif Büyüme Oranı	(Dönem Sonu Aktifler – Dönem Başı Aktifler) / Dönem Başı Aktifler)*100	AB

#### 4. Bulgular

Araştırmanın bu kısmında 12 firmaya ait toplam 14 birleşme ve satın alma faaliyetinin 8 finansal orana etkilerine ilişkin bulgular belirlenecektir. Tablo 4'te birleşme ve satın almanın satın alan firmanın karlılık oranlarına etkisi ile ilgili sonuçlar belirlenmiştir. Buna göre birleşme ve satın alma sonrasında 7 firmanın aktif karlılığının (AK) azaldığı, 7 firmanın ise arttığı gözlemlenmiştir. Aynı firmaların Öz sermaye karlılığının (ÖSK) ise 8 firmanın azaldığı, 6 firmanın arttığı belirlenmiştir. Aynı zamanda 8 firmanın brüt kar marjının (BKM) azaldığı, 6 firmanın arttığı, net kar marjı (NKM) açısından, 6 firmada azalış, 8 firmada artış tespit edilmiştir. Esas faaliyet kar marjlarında (EKM) ise 7 firmada azalış, 7 firmada artış gözlenmemiştir. Genel değişim oranlarını inceleyecek olursak hesaplanan toplam 70 oranda, 36 oranda azalış, 34 oranda artış tespit edilmiştir.

**Tablo 4.** Birleşme ve Satın Almanın Karlılık Oranlarına Etkisi

	Satın Alan Firma	Yıl	AK			ÖSK			BKM			NKM			EKM		
			Öncesi	Sonrası	Değer	Öncesi	Sonrası	Değer	Öncesi	Sonrası	Değer	Öncesi	Sonrası	Değer	Öncesi	Sonrası	Değer
1	AKSA	2013	6,34	8,73	Artış	11,51	16,04	Artış	0,13	0,19	Artış	4,27	12,97	Artış	0,06	0,11	Artış
2	BMEKS	2013	1,12	1,59	Artış	4,69	6,83	Artış	0,23	0,22	Azalış	6,36	4,08	Azalış	0,03	0,03	Azalış
3	DGKLB	2013	8,21	-5,18	Azalış	15,53	-41,7	Azalış	0,51	0,35	Azalış	16,01	-3,07	Azalış	0,34	0,06	Azalış
4	LOGO	2013	5,29	24,6	Artış	7,74	41,94	Artış	0,96	0,98	Artış	6,2	31,28	Azalış	0,88	0,35	Azalış
5	TCELL	2013	10,54	8,8	Azalış	16,17	13,38	Azalış	0,42	0,39	Azalış	15,99	11,93	Artış	0,13	0,08	Azalış
6	TATGT	2014	1,22	12,68	Artış	3,78	22,86	Artış	0,18	0,25	Artış	-2,53	4,73	Azalış	0,03	0,07	Artış
7	DOCO	2014	7,11	4,4	Azalış	14,98	13,36	Azalış	0,32	0,35	Artış	6,7	8,82	Artış	0,04	0,05	Artış
8	ULKER	2014	12,42	6,68	Azalış	29,88	21,68	Azalış	0,25	0,29	Artış	8,31	11,95	Artış	0,06	0,1	Artış
9	ALYAG	2014	-7,51	-3,91	Artış	-24,5	-11,06	Artış	-0,83	0,16	Artış	-95,31	6,64	Artış	-0,02	0	Artış
10	CLEBİ	2014	3,12	9,1	Artış	17,94	64,22	Artış	0,28	0,28	Aynı	7,52	9,42	Artış	-0,01	0,09	Artış
11	TCELL	2014	10,45	7,32	Azalış	15,58	12,52	Azalış	0,4	0,39	Azalış	15,98	13,48	Azalış	0,13	0,07	Azalış
12	CAFRA	2015	-2,06	-9,42	Artış	-3,44	-63,6	Azalış	0,26	0,24	Azalış	1,83	-9,91	Azalış	-0,02	-0,05	Azalış
13	TCELL	2015	10,74	6,2	Azalış	15,53	12,38	Azalış	0,39	0,38	Azalış	16,07	17,6	Artış	0,16	0,16	Artış
14	TTKOM	2015	11,61	0,26	Azalış	34,95	0,29	Azalış	0,51	0,46	Azalış	22,31	18,47	Azalış	0,17	0,12	Azalış

Tablo 5'te firmaların birleşme ve satın alma faaliyetleri öncesi ve sonrasındaki büyüme oranları karşılaştırılarak birleşme ve satın alma faaliyetlerinin büyüme oranlarına etkisi incelenmiştir.

**Tablo 5.** Birleşme ve Satın Almanın Büyüme Oranlarına Etkisi

	Satın Alan Firma	Yıl	NSB			ÖSB			AB		
			Öncesi	Sonrası	Değer	Öncesi	Sonrası	Değer	Öncesi	Sonrası	Değer
1	AKSA	2013	0,22	0,08	Azalış	0,19	0,01	Azalış	0,19	0,01	Azalış
2	BMEKS	2013	0,12	0,11	Azalış	0,75	-0,09	Azalış	0,4	-0,12	Azalış
3	DGKLB	2013	0,15	-0,01	Azalış	0,05	6,36	Artış	0,05	6,9	Artış
4	LOGO	2013	0,01	0	Azalış	-1,21	0,01	Artış	-1,18	0,02	Artış
5	TCELL	2013	0,02	-0,01	Azalış	0,01	-0,02	Azalış	0,01	-0,03	Azalış
6	TATGT	2014	-0,48	0,29	Artış	0,05	-0,08	Azalış	0,07	-0,06	Azalış
7	DOCO	2014	-0,07	-0,01	Artış	0,01	-0,06	Azalış	-0,01	-0,08	Azalış
8	ULKER	2014	0,23	0,12	Azalış	0,33	0,01	Azalış	0,25	-0,01	Azalış
9	ALYAG	2014	1,20	-0,02	Azalış	4,22	0,3	Azalış	4,29	0,18	Azalış
10	CLEBİ	2014	0,47	0,29	Azalış	-0,03	0,1	Artış	-0,06	0,06	Artış
11	TCELL	2014	0,12	0,05	Azalış	0,01	0,03	Artış	0,01	0,00	Azalış
12	CAFRA	2015	0,01	0,04	Artış	-0,3	0,8	Artış	-0,33	0,57	Artış
13	TCELL	2015	0,03	0,02	Azalış	-0,01	-0,02	Azalış	0,01	-0,06	Azalış
14	TTKOM	2015	-0,01	-0,02	Azalış	0,03	-0,87	Azalış	-0,01	-0,71	Azalış

Buna göre birleşme ve satın alma sonrasında net satışların büyüme oranında 11 firmada azalış, 3 firmada artış gözlenmiştir. Öz sermaye büyüme oranında 9 firmada azalış, 5 firmada artış gözlenmiştir. Aynı zamanda aktif büyüme oranında 10 firmada azalış, 4 firmada artış olduğu tespit edilmiştir. Toplamda 42 büyüme oranının 30'unda azalış, 12'sinde artış tespit edilmiştir.



## 5. Sonuç ve Tartışma

Küresel rekabette başarılı olmak ve bazı avantajlardan yararlanmak isteyen firmalar, birleşme ve satın alma faaliyetleri sonucunda her zaman başarıya ulaşamamaktadırlar. Birleşme ve satın alma sonrası istenilen performansa ulaşıp ulaşılamadığı ve hedeflerin ne ölçüde gerçekleştirilip gerçekleştirilemediği, stratejik kararların doğruluğunu tespit etmek açısından araştırma konusu olmuştur.

Bu araştırmada BİST'te kayıtlı firmalar arasında 2013-2015 yılları arasında birleşme/satın alma faaliyeti gerçekleştiren 12 firmanın 14 farklı birleşme ve satın alma faaliyeti incelenmiştir. Araştırmada 2013, 2014 ve 2015 yılı finansal oranları kullanılmıştır. Büyüme stratejilerinden biri olan birleşme/satın alma faaliyetlerinin karlılık ve büyümeye etkisi analiz edilmiştir. Bu çerçevede finansal oran hesaplamaları yapılmıştır. Hesaplamalarda karlılık oranları olarak aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, net kar marjı, brüt kar marjı ve esas faaliyet kar marjları kullanılmış, büyüme oranları hesaplarında ise net satışların büyüme oranı, öz sermaye büyüme oranı ve aktif büyüme oranı kullanılmıştır. Hesaplamalarda her hangi bir ekonometrik model kullanılmamış yalnızca oran analizi ile karşılaştırma yapılmıştır.

Yapılan oran analizlerindeki genel değişim oranları incelenirse hesaplanan karlılık oranlarında toplam 70 oranın, 36'sında azalış, 34'ünde artış yine büyüme oranlarında ise hesaplanan toplam 42 büyüme oranının 30'unda azalış, 12'sinde artış tespit edilmiştir. Hesaplamalar sonucu elde edilen verilere göre dışsal büyüme sağlamak ve karlılıklarını artırmak amacıyla birleşme/satın alma faaliyeti gerçekleştiren firmaların (Shi, vd., 2017), kültürel farklılıklar, süreçlerin iyi yönetilememesi ya da uyum sorunları gibi birçok sebepten dolayı karlılıklarını arttıramadıkları görülmektedir. Bu sonuç birçok araştırma tarafından desteklenmiştir (Rao-Nicholson, vd., 2016; Zhao, vd., 2016; Chao, vd., 2017; Ama, vd., 2006). Ancak bazı araştırmalar genel oranların artış sağladığı yönünde sonuçlar elde etmiştir (Eyüpoğlu ve Sevim, 2017).

Yine firmaların yatay, dikey ve karma birleşme/satın alma türlerinden ikisinde karma kalan onikisinde yatay birleşme tercih edildiği görülmüştür. Aynı zamanda satın alan firmaların hedef firmaların aynı ülkeden olmasını tercih ettikleri gözlemlenmiştir.

Bu araştırmada bulunan sonuçlar birleşme ve satın alma faaliyetlerinin beklentilerin aksine firmaların karlılıklarında her zaman artışla sonuçlanmadıklarını göstermektedir. Ulaşım ve imalat sektörü ağırlıkta olan örnekte karlılık ve büyüme oranlarında nisbi oranda artış sağlanmıştır. Özellikle öz sermaye oranlarındaki düşüş, firmanın faaliyetlerinden elde edemediği nakdi kendi iç kaynaklarından karşılamak zorunda olduğunu göstermektedir (İlarslan, 2012). Literatürde birleşme ve satın alma faaliyetinin performansa etkisi ile ilgili kesin bir sonuç olmamakla birlikte bu bulgular ilgili literatürü desteklemiştir (Selçuk, Köksal ve Yılmaz, 2016). Gelecek araştırmalarda karlılığı artmayan firmaların birleşme satınalma sebepleri nitel çalışmalarla desteklenerek özellikle borçlanma oranlarını arttırmak amacıyla mı birleşme/satın alma faaliyeti gerçekleştirdikleri ortaya konulabilir.

**Kaynakça**

- Agrawal, A., Jeffrey J. ve Gershon M. (1992). "The Post-Merger Performance Of Acquiring Firms: A Re-Examination Of An Anomaly", *The Journal Of Finance*, Vol. 47 No. 4, 1605-1621.
- Akgüç, Ö. (1985). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Ansoff, H. I. (1957). Strategies For Diversification. *Harvard Business Review*, 35(5), 113-124.
- Arvanitis, S. ve Tobias S. (2015). "Do Mergers And Acquisitions Among Small And Medium-Sized Enterprises Affect The Performance Of Acquiring Firms?" *International Small Business Journal*, 33(7), 752-773.
- Bae, K. H. Jun-Koo K. ve Jin-Mo K. (2002). "Tunneling Or Value Added? Evidence From Mergers By Korean Business Groups", *The Journal Of Finance*, Vol. 57 No. 6, 2695-2740.
- Ben-Amar, W. ve Paul A. (2006). "Separation Of Ownership From Control And Acquiring Firm Performance: The Case Of Family Ownership In Canada", *Journal Of Business Finance & Accounting*, Vol. 33 No. 3, 517-543.
- Boateng, A., Xiaogang B. ve Sanjukta B. (2017). "The Impact Of Firm Ownership, Board Monitoring On Operating Performance Of Chinese Mergers And Acquisitions." *Review Of Quantitative Finance And Accounting* 49(4), 925-948.
- Çakır, H. M. ve Gülcan, Z. (2012). Şirket birleşme ve devralma kararlarının hissesenedi getirilerine etkisi. *Mali Çözüm Dergisi*, Eylül-Ekim, 79-108.
- Chao, M. ve Jia-Qin Z. (2017). "Comparative Research On Performance Of Cross-Border Mergers And Acquisitions Implemented By State-Owned And Private Enterprises Based On Event Study Model And Fama-French Three Factor Model." *Journal Of Interdisciplinary Mathematics*, 20(6-7), 1483-1487.
- Eyüboğlu, K. ve Sevim, U. (2017). Birleşme Ve Satın Alma Faaliyetlerinin Finansal Oranlar Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği. *Aksaray Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 111-112.
- Ernst & Young (2015). Birleşme ve satın alma işlemleri 2015 Raporu. [www.ey.com/tr/tr/newsroom/news-releases/2015-ey-turkiye-birlesme-ve-satin-alma-islemleri-2015-raporu](http://www.ey.com/tr/tr/newsroom/news-releases/2015-ey-turkiye-birlesme-ve-satin-alma-islemleri-2015-raporu).
- Genç, A. ve Ender C. (2013). Birleşme Ve Satın Alma Duyurularında Anormal Getiri: Satın Alan Şirket Ve Hedef Şirket Açısından Bir İnceleme. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(3), 359-376.
- Jin, Z., Vera L., Bo X. ve Heng L. (2015). "Measuring The Effects Of Mergers And Acquisitions On The Economic Performance Of Real Estate Developers." *International Journal Of Strategic Property Management*, 19(4), 358-367.
- Kaplan, A. (1954). Big Enterprise In A Competitive System. Washington The Brookings Institution. *American Statistical Association Journal*, December 19, 1397-1399.
- Kumar, B. R. ve Selvam P. (2009). Mergers, Acquisitions And Wealth Creation: A Comparative Study In The Indian Context. *Iimb Management Review*, 21(3), 222-242.
- Lakhwani, V. M. ve Tiwari, Jauhari, S. (2017). "Mergers And Acquisitions's Impact On Financial Performance: An Evaluation With Perspective Of Time." *Journal Of Fundamental And Applied Sciences*, 9, 945-+.
- Lan, S., Hong Z. ve Fun Y. (2015). "The Long-Term Performance Of Cross-Border Mergers And Acquisitions Evidence From The Chinese Stock Market." *Chinese Management Studies*, 9(3), 385-400.
- İlarslan, K. ve Aşıkoğlu, R. (2012). Birleşme Ve Satın Almaların İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: Panel Veri Analizi. *Finans Politik Ve Ekonomik Yorumlar*, 49(572), 59-78.
- Radebourg, L., Sidney G. ve Ervin B. (2006). *International Accounting And Multinational Enterprises*, Wiley, 6. Baskı.
- Rao, N. R., Julie S. ve Tuan H. C. (2016). Long-Term Performance Of Mergers And Acquisitions In Asean Countries. *Research In International Business And Finance*, 36, 373-387. Doi: 10.1016/J.Ribaf.2015.09.024.

- Shi, K., Xiaoquian L., Chengjun Y., Ziping Y. ve Dong L. (2017). Impact Of Organizational Cultural Differences On Mergers And Acquisitions Performance Quantitative Study Of Chinese Firms. *Journal Of Chinese Human Resources Management*, 8(1), 40-52. Doi: 10.1108/Jchrm-07-2016-0011.
- Shah, B. A., ve Khan, N. (2017). Impacts of Mergers and Acquisitions on Acquirer Banks' Performance. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(3), 30-54.
- Selçuk, E. A., Köksal, E. ve Yılmaz, A. (2016). "Şirket Birleşme ve Satın Almalarinin Firma ve Sektör Düzeyinde Etkileri: Bir Literatür Taramasi." *Business & Management Studies: An International Journal* 4(1). 48-62.
- Tao, F., Liu X., Gao L. ve Xia E. (2017). "Do Cross-Border Mergers And Acquisitions Increase Short-Term Market Performance? The Case Of Chinese Firms." *International Business Review*, 26(1), 189-202.
- Zaremba, A. ve Plotnicki M. (2016). Mergers And Acquisitions: Evidence On Post-Announcement Performance From Cee Stock Markets. *Journal Of Business Economics And Management*, 17(2), 251-266. Doi: 10.3846/16111699.2015.1104384.
- Zhao, X., Haitao Q. ve Yimin H. (2016). The Study On Key Influencing Factors Of Mergers And Acquisitions Performance Based On China State-Owned Listed Enterprises. *Grey Systems-Theory And Application*, 6(1), 41-50. Doi: 10.1108/Gs-07-2015-0036