

Firma Devralmalarının Firmanın Sektör İçindeki Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması

The Influence of Acquisitions on a Firm's Performance within a Sector: An Application on Istanbul Stock Exchange

Assoc. Prof. Dr. İbrahim Halil Ekşi (Kilis 7 Aralık University, Turkey)

Ph. D. Candidate Nasara Banu Güzel (Kilis 7 Aralık University, Turkey)

Ph. D. Candidate Rabia Ecem Küçüktaşdurmaz (Kilis 7 Aralık University, Turkey)

Abstract

In recent years it have seen a significant increase in the number of business mergers and acquisitions. There are number of reasons led to this trend. Amongst them it is the need to increase the firm financial performances. This paper mainly is focuses on other different effects of mergers and acquisitions on the financial performance of businesses. In this study, looking at Turkish stock exchange listed firms that have experienced acquisitions or mergers and the effects of such mergers on their performance. In this context, it be looked at textile firms and firms based on stone and land work that experienced acquisitions in 2010. The firms are Altinyıldız in textile and Çimbeton in the mining sectors respectively. Having look at the financial performances of these firms in their respective sectors before the acquisitions (2007, 2008, 2009), the acquisitionsin 2010, 9 rates were used the in TOPSIS method. According to findings, the acquisitioned firm's show that they have positive effects on the financial performances of the firms. It is observed that there are differences in sectors' period and degrees. In this case, it's possible to explain the sectoral dynamics and acquisitions of the firms' integration.

1 Giriş

Son yıllarda artan teknolojik gelişmeler, küreselleşme ile birlikte rekabet düzeyinin uluslararasılaşması, ülkelerarası ekonomik sınırların ortadan kalkması, liberalizasyon çalışmalarının yaygınlaşması, müşteri talep ve eğilimlerinin farklılaşması gibi nedenler firmaları her alanda olduğu gibi finansman alanında da etkilemektedir. Firmalar da, söz konusu farklılaşan çevre koşullarına uyum sağlayabilmek ve bu koşulların ortaya çıkardığı fırsatlardan yararlanmak, tehditlerden ise sakınmak amacı ile farklı pazarlama, finans ve üretim teknikleri ile yeniden yapılanma çalışmalarına ağırlık vermek durumunda kalmışlardır. İşte şirket birleşme ve devralmaları da bu çerçevede, çeşitli güdülerle ortaya çıkan bir gelişmedir.

Şirket birleşme ve devralma faaliyetinin, devralan firmanın kendi sektörü içindeki finansal performansı üzerinde bir etkisinin olup olmadığını araştırmak üzere hazırlanan bu çalışmada, literatür taramasının ardından, Rekabet Kurulu'ndan alınan rapordan hareketle, 2010 yılında, devralma faaliyetini gerçekleştiren halka açık firmalardan, taş ve toprağa dayalı sanayi sektöründe faaliyet gösteren Çimbeton AŞ ile tekstil ve hazır giyim sanayi sektöründe faaliyet gösteren Altinyıldız AŞ'nin birleşme öncesi ve sonrası sektör içindeki finansal performansları analiz edilmiştir. Bu çerçevede, söz konusu iki sektörde faaliyet gösteren diğer halka açık firmaların verileri de analize dahil edilmiş ve analiz TOPSİS yöntemi ile gerçekleştirilmiştir.

2 Şirket Birleşme - Devralmaları ve Teorik Çerçeve

Birleşme, iki firmanın bir çatı altında bir araya gelerek kaynaklarını tek bir firmada topladıkları ve birleşen örgütler olarak orijinal bir isim altında faaliyetlerini sürdürdükleri bir bütünleşme yöntemidir. Birleşmelerde birleşen firmalar yeni bir tüzel kişilik haline gelirken satın almalarda işletmelerden biri diğer bir işletmenin varlıklarını kontrolü altına alacaktır (İlkarşlan ve Aşıkoğlu, 2012:60). Bu arada, birleşme kavramı ile neredeyse aynı anlamda kullanılan diğer bir kavram da devralma kavramıdır. Söz konusu iki kavram da, genellikle birbirlerinin yerine kullanılmaktadır. Konuşma dilinde, ikisi de aynı anlamda kullanılmakta iken, akademik çevrede, birleşme veya devralmaları birkaç farklı anlamda da kullanabilmektedirler (Trivedi ve diğerleri, 2013:4).

İçsel bir gelişme stratejisi olarak birleşme ve devralmalar, serbestleşme, özelleştirme ve globalizasyon artan politikaları ile beraber dünya üzerindeki çok farklı ülke tarafından uygulanmaktadır (Trivedi ve diğerleri, 2013:5). Bununla birlikte, birleşme ve devralmaların tarihi 1900'lü yılların başına kadar uzanmakla birlikte, özellikle 1993 yılından itibaren gerçekleştirilen birleşme ve devralmaların boyutu ve sıklığı çok dikkat çekmektedir (Şahin ve Yılmaz, 2008:68).

Firmalar arası birleşme ve devralma faaliyetleri farklı şekillerde gerçekleşmektedir. Devralmalar, dostça bir yaklaşımla, düşmanca bir yaklaşımla ve özel bir firmanın bir kamu kurumunu devralması şeklinde olmak üzere üç şekilde de gerçekleşebilmektedir (Aggarwal ve diğerleri, 2012:8). Bununla birlikte, tüm birleşme ve devralmalar olumlu sonuçlanmayabilmektedir. Başarısız birleşme ve devralmaların birçok nedeni bulunmakla

birlikte, en önemli nedenleri arasında güven eksikliği ve yönetim kararlarındaki yetersizlik gelmektedir. Bunların dışında, fazla ödeme, entegrasyon sorunları, üst düzey personel motivasyonu ve hedef firmanın uygunluğu da önemli olan diğer değişkenlerdir (Trivedi ve diğerleri, 2013:12)

3 Literatür

Literatürde, firma birleşme ve devralmaları ile ilgili olarak, olayın başta ekonomik, finans, hukuk ve pazarlama olmak üzere, diğer boyutları ile ilgili araştırmalar bulmak mümkündür. Olayın çok boyutlu olması biraz da, birleşme ve devralmaların gerekçelerinin fazlalığıdır. Aggarwal ve diğerleri (2011) çalışmalarında birleşme ve devralmaların nedenlerinden bazıları olarak, tedarikçilerin ele geçirilmesi, üretim araçlarının geliştirilmesi (ölçek ekonomisinden yararlanmak), piyasayı geliştirme stratejilerinin geliştirilmesi ve finansal dayanıklılığın artırılmasını saymıştır. İlarşlan ve Aşıkoğlu (2012) da, birleşme ve devralmaların nedenleri olarak benzer şekilde, küreselleşme, büyüme isteği, sinerji, çeşitlendirme, vergi avantajları ve diğer nedenler olarak saymıştır.

Finans literatüründe ise, özellikle birleşme ve devralmaların devralan firmanın finansal performansı ve hisse senedi getirisi üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Firma birleşmelerinin finans boyutu ile ilgili olarak, birleşmelerin borsa fiyatları üzerindeki etkisi ise, Nelson (1959) çalışmasına kadar uzanmaktadır (Cook, 2007:628).

Literatürde, firma birleşmeleri ile ilgili olarak yapılan çalışmalardan bazıları şunlardır:

Nelson (1959), ABD’de 1895-1905 periyodunda, birleşme aktiviteleri ile borsa fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve bu ilişkiyi 0.613 olarak gözlemlemiştir (Cook, 2007:630),

Athanasoglou ve Brissimis (2004) çalışmasında ise, birleşme – devralmaların Yunanistan bankacılık sektöründeki maliyet ve karlılık etkinliği üzerindeki etkisini incelemek için gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre en başarılı birleşme – devralmaların küçük ölçekli bankalarda gerçekleştiği gözlemlenmiştir,

Cook (2007)’nin çalışmasında da, İngiltere’den derlenen veriler, ARDL ve GARCH yöntemleri ile analiz edilmiş ve birleşme aktiviteleri ile sanayi üretimi arasında ilişki araştırılmıştır. Sonuçlarına göre, birleşme aktiviteleri ile borsa fiyatları arasında önemli ilişkiler gözlemlenirken, sanayi üretimi ile ilişki gözlemlenmemiştir,

Yeh ve Hoshino (2007) ise, çalışmalarında, Tokyo Borsasında 1970-1994 periyodunda, 86 birleşme faaliyetini araştırmışlardır. Sonuçlarına göre, birleşme faaliyetlerinin firma performansını azalttığı gözlemlenmiştir,

Kruse ve diğerlerinin (2007) çalışmasında ise, , 1969 – 1999 periyodunda, Tokyo Borsasındaki üretim firmalarındaki 69 birleşmenin uzun vadeli performansı incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, tüm örnek hacminde faaliyetlerde gelişme gözlemlenmiştir,

Mehrotra ve diğerleri (2008) ise, 1982-2003 periyodundaki 91 birleşmenin etkisini analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçları Japonya’daki birleşme uygulamalarının ABD’dekinden çok farklı olduğu gözlemlenmiştir,

Pinto (2010) çalışmasında, birleşme aktivitelerinde piyasa büyüklüğü asimetrisinin ve firma maliyetlerinin etkisini araştırmıştır. Büyük ve küçük ülkedeki birleşme kararları oyun simülasyonları ile modellenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre, büyük ülkedeki şirketler, küçük ülkedeki firmalara göre birleşme konusunda daha teşvik edici olarak gözlemlenmiştir,

Zhu (2011) çalışmasında, 1980-2005 periyodunda tamamlanan 1900 birleşme ve devralma olayını incelemiş ve birleşme ve devralmaların hissedar değeri üzerinde yoğunlaşmıştır. Çalışma sonucunda, yatırımcıların, birleşme veya devralma öncesi birleşmelerin, kullanılan sermayeyi nasıl etkileyeceğinin ve büyük ölçekli birleşme ve devralmalarda hisse senedi sahiplerinin korunmasında nasıl yardımcı olunabileceği konusunda tam anlamı ile farkına olmadıkları ortaya konulmuştur,

Monteiro ve diğerleri (2012) ise çalışmalarında, Euro bölgesindeki 13 AB ülkesinde 2001-2010 periyodunda meydana gelen toplam 980 işlemin analizini regresyon analizi yardımı ile yapmışlar ve sonuç olarak, uluslar arası vergi arbitrajı ve hedef ülkenin vergi mevzuatının zorluk derecesinin düşük oluşu, muhasebe bilgilerinin kamuoyuna açıklama yükümlülüğü, her bir ülkenin bürokrasi seviyesi ve kurumsal yönetim standartları ile iki ülke arasındaki birleşme benzeri iki taraflı ticari ilişkiler gibi konuların önemini gözlemlemiştir,

Akinbuli ve Kelilume (2013) Nijerya’daki bankalar üzerindeki çalışmasına göre, birleşme ve devralmaların, firmaların finansal sorunlarına ilk bakışta tam anlamı ile çözüm olmadığını gözlemlemiştir. Bunun yanında, bazı firmalarda büyüme ve karlılığı harekete geçirebilirken, kısa vadede faaliyet etkinliği kötüleştiği ve birleşme ve devralmaların finansal sorunlara geçici bir çözüm olduğu ve faaliyet disiplinsizliğine çözüm olmadığı gözlemlenmiştir,

Tambi, çalışmasında, Hindistan firmalarının birleşme performanslarını incelemek amacı ile, toplam performans geliştirme, ölçek ekonomisi, operasyonel sinerji ve finansal sinerji değişkenleri kullanılarak t testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre Hindistan firmalarının dünya firmalarına paralel şekilde hareket ettiği ve birleşmelerin pozitif performans geliştirmede başarılı olmadığı tespit edilmiştir,

Yılıgör (2002) ise, çalışmasında, firma birleşmelerinin şirket etkisinden çok rekabet düzeyi, sektörel yoğunlaşma ve piyasa üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre, firma birleşmelerinin sektörel yoğunlaşmayı artırdığı, büyük ölçekli firmaların daha da büyümesine ve küçük ölçekli firmaların piyasadan silinmesine neden olduğu gözlemlenmiştir,

Yörük ve Ban (2006) İMKB’de işlem gören firmaların birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatları ele alınıp, firmaların aşırı kazançları hesaplanmış ve yatırımcı açısından getiri değişimleri saptanan farklı zaman aralıklarında, analiz edilerek değerlendirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre İ.M.K.B.’da işlem gören firmaların hisse senetlerine, birleşme öncesi yatırım yaparak uzun vadede normalin üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği, ancak birleşme öncesi çok kısa vadede $T \pm 5$ gün, yatırım yapılarak normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceği görülmüştür,

İlarslan ve Aşıkoğlu (2010) çalışmalarında, 2004-2005 yılları arasında İMKB’ye kote imalat sanayindeki firmaların 17’sinin gerçekleştirmiş olduğu birleşme ve satın alma işlemleri incelenmiştir. Oran analizi sonucunda birleşen/satın alan firmaların finansal performans düzeyinde bir artış gözlemlenmiştir,

Kırkılak ve Demirkaplan (2010) çalışmalarında, İMKB’de işlem gören finansal olmayan firmaların birleşme duyurularından önce ve sonra hisse senedi getirileri kümülatif ortalama anormal getiriler (CAARs) yöntemi kullanılarak 1997-2006 yılları arasında incelenmiştir. Sonuçlarına göre, birleşen firmaların birleşmeyen firmalara göre uzun dönemde daha iyi performans gösterdiklerini ortaya koymaktadır,

Yılmaz (2010) ise doktora tez çalışmasında, 2002-2008 döneminde İMKB’de gerçekleşen firma birleşme ve devralmaları konu etmiştir. Bulgular, 2002-2008 döneminde hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmaların tarafı olduğu birleşme ve devralmalarda, hedef firma hisse senetlerinde işlemin *açıklanmasından önce* istatistiksel olarak anlamlı pozitif aşırı getiriler oluştuğunu göstermiştir.

4 Uygulama Veri ve Yöntemi

Bu araştırmanın amacı, firma birleşme veya devralmalarının firmaların finansal performansları üzerindeki etkisini belirlemektir. Bu amaçla, Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren imalat firmalarından Taş Ve Toprağa Dayalı Sanayi ve Tekstil Ve Hazır Giyim Sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalardaki devralmaların, devralan firmanın faaliyette bulunduğu sektör içindeki finansal performansı üzerindeki etkisi incelenecektir.

Bu amaçla öncelikli olarak, Türkiye’deki birleşme ve devralmaları onaylayan kurum olan Rekabet Kurumu’ndan 2007-2012 periyodunda, devir işlemi gerçekleştirmiş firmalar belirlenmiştir. Birleşme veya devralma yapan işletmeler arasından, karşılaştırma kolaylığı ve anlamlılığı açısından sanayi sektörü içindeki alt sektörlerde faaliyet gösteren firmalardan Borsa İstanbul’da kote olan firmalardan, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi içinde faaliyet gösteren Çimbeton AŞ, ve Tekstil ve Hazır Giyim Sektöründe faaliyet gösteren Altınyıldız AŞ firmaları seçilmiştir. Çimbeton AŞ. Rekabet Kurumu’nun 8.4.2010 tarih ve 10-29/443 167 sayılı karar ile Merve İnşaatı; Altınyıldız AŞ ise 30.9.2010 tarih ve 10-62/1289-489 sayılı karar ile Ak-Al Tekstil’i devralmıştır.

Veri seti Çimbeton A.Ş. ve Altınyıldız A.Ş. firmalarının faaliyet gösterdiği, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi ve Tekstil sektöründe ve Hazır Giyim Sektöründe faaliyet gösteren Ek 2’de belirtilmiş firmaların 2007-2009 yıllık mali tablolarından elde edilen ve Ek 1’de belirtilen ve her firma için hesaplanmış 9 adet rasyodan oluşturulmuştur.

Elde edilen rasyolar, firmaların performanslarını en iyiden en kötüye doğru sıralayan çok kriterli karar verme yöntemi olan Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution (TOPSIS) yöntemiyle analiz edilerek firmanın sektör içerisindeki performans sıraları belirlenecektir. TOPSIS analizinde Microsoft Office Excel programından yararlanılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenler (Ek 1) ve analiz kapsamındaki firmalar (Ek 2) çalışmanın sonunda Ekler kısmında verilmiştir.

4.1 Topsis Analizi

Çalışmanın bu kısmında imalat sistemleri, teknoloji yatırımlarının değerlendirilmesi, su ve tarım yönetimi, enerji planlaması, firma performansının ölçülmesi gibi çok farklı alanlarda kullanılan çok kriterli karar verme yöntemlerinden biri olan, pozitif ideal çözümden en kısa mesafe ve negatif ideal çözümden en uzak mesafe alternatiflerinin seçilmesine dayanan TOPSIS metodu kullanılmıştır.

Hwang ve Yoon (1981) tarafından geliştirilen bu yöntemdeki tek varsayım, her ölçütün ya monoton artan ya da monoton azalan tek yönlü bir faydası olduğu varsayımdır. TOPSIS işlemi, aşağıda kısaca açıklanan uygulama aşamalarından oluşmaktadır:

Adım 1: Karar Matrisi Oluşturularak Normalize Edilmiş Değerlerin Hesaplanması

Önce satırlarında üstünlükleri sıralanmak istenen karar noktaları, sütunlarında ise karar vermede kullanılacak değerlendirme faktörlerinin yer aldığı A başlangıç matrisi oluşturulur.

$$A_{ij} = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \cdots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \cdots & a_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{m1} & a_{m2} & \cdots & a_{mn} \end{bmatrix}$$

A_{ij} matrisinde m alternatif sayısını, n kriter sayısını göstermektedir. A matrisinin elemanlarından yararlanılarak ve aşağıdaki formül kullanılarak normalize edilmiş değerler hesaplanır.

$$r_{ij} = \frac{a_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^m a_{ij}^2}} \quad i = 1, \dots, m \quad j = 1, \dots, n \quad (1)$$

$$R_{ij} = \begin{bmatrix} r_{11} & r_{12} & \cdots & r_{1n} \\ r_{21} & r_{22} & \cdots & r_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ r_{m1} & r_{m2} & \cdots & r_{mn} \end{bmatrix}$$

Adım 2: Ağırlıklandırılmış Normalize Edilmiş Karar Matrisinin Hesaplanması

Önce değerlendirme faktörlerine ilişkin ağırlık dereceleri (W_j) belirlenir. Daha sonra bir önceki aşamada hesaplanan normalize edilmiş değerler, W_j değerleri ile çarpılarak ağırlıklandırılmış normalize edilmiş değerler bulunur.

$$V_{ij} = W_j r_{ij}, \quad i = 1, 2, \dots, m \quad j = 1, 2, \dots, n \quad (2)$$

Burada W_j , j 'inci kriterin ağırlığıdır.

Adım 3: Pozitif-İdeal Çözümün ve Negatif-İdeal Çözümün Belirlenmesi

Ağırlıklı normal değerlere göre pozitif-ideal çözüm (A^+) ve negatif-ideal çözüm (A^-) değerleri bulunur. A^+ ve A^- ağırlıklandırılmış normalize edilmiş değerler cinsinden tanımlanır.

$$A^+ = \{V_1^+, V_2^+, \dots, V_j^+, \dots, V_n^+\} \quad (3)$$

$$A^- = \{V_1^-, V_2^-, \dots, V_j^-, \dots, V_n^-\} \quad (4)$$

Formüllerde J_1 fayda (maksimizasyon), J_2 ise kayıp (minimizasyon) değerini göstermektedir. Gerek ideal gerekse negatif ideal çözüm seti, değerlendirme faktörü sayısından yani m elemandan oluşmaktadır. Ulaşılabilir bütün en iyi ölçüt değerlerinin bileşimi pozitif-ideal çözümdür. Negatif-ideal çözüm ise ulaşılabilir en kötü ölçüt değerlerinden oluşur. Burada, V_j^+ , bütün mümkün alternatifler arasında j 'inci değer için en iyi değer, V_j^- ise bütün alternatifler arasında j 'inci ölçüt için en kötü değerdir.

Adım 4: Alternatifler Arasındaki Mesafe Ölçülerinin Hesaplanması

Alternatifler arasındaki mesafe, n boyutlu Öklit (Euclidean) Uzaklık Yaklaşımından yararlanılarak bulunmaktadır. Her alternatifin pozitif-ideal çözümden olan mesafesi (S_i^+) ve negatif-ideal çözümden olan mesafesi (S_i^-) aşağıdaki formüller yardımıyla hesaplanır.

$$S_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - V_j^+)^2}, \quad i = 1, 2, \dots, m \quad (5)$$

$$S_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (V_{ij} - V_j^-)^2}, \quad i = 1, 2, \dots, m \quad (6)$$

Burada hesaplanacak S_i^+ ve S_i^- sayısı, karar noktası sayısı kadar olacaktır.

Adım 5: Pozitif-ideal Çözümüne Olan Benzerliğin Hesaplanması (İdeal Çözümüne Göreli Yakınlığın Hesaplanması)

Her bir karar noktasının ideal çözüme göreli yakınlığı (C_i^+) ya da diğer bir ifadeyle Pozitif-ideal çözüme olan benzerlikler; aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.

$$C_i^+ = \frac{S_i^-}{S_i^- + S_i^+} \quad i = 1, 2, \dots, m \quad (7)$$

C_i^+ değeri $0 \leq C_i^+ \leq 1$ aralığında değer alır. $A_i = A^+$ olduğu zaman $C_i^+ = 1$ olur ve ilgili karar noktasının ideal çözüme, $A_i = A^-$ olduğu zaman $C_i^+ = 0$ dır ve ilgili karar noktasının negatif ideal çözüme mutlak yakınlığını gösterir.

Adım 6: Her Bir Alternatifin Göreceli Sıralamasının ve Puanının Bulunması

Alternatifler C_i^+ ye göre azalan sırada sıraya dizilerek tercih sırası belirlenir. Maksimum C_i^+ ye sahip, diğer bir deyişle ideale en benzer alternatif seçilir.

4.2 Araştırmanın Bulguları

TOPSİS analizi ile araştırdığımız ilk sektör olan Tekstil ve Hazır Giyim sektöründe faaliyet gösteren Altinyıldız AŞ'nin de dahil olduğu firmaların birleşme öncesi performansları Tablo 1'de verilmiştir:

İŞLETME ÜNVANI	2007		2008		2009	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
AKIN TEKSTİL	0,164	8	0,481	3	0,183	5
ARSAN TEKSTİL	0,191	5	0,618	1	0,181	6
MENDERES TEKSTİL	0,184	6	0,334	5	0,287	2
SÖKTAŞ TEKSTİL	0,200	4	0,271	6	0,180	7
BİSAŞ TEKSTİL	0,227	3	0,263	7	0,272	3
KARSU TEKSTİL	0,413	2	0,434	4	0,695	1
VAKKO TEKSTİL	0,639	1	0,573	2	0,225	4
ALTINYILDIZ TEKSTİL	0,166	7	0,158	8	0,167	8

Tablo 1. Tekstil Sektörünün 2007 – 2008 ve 2009 Yılı Etkinlik Verileri

Tablo 1'den de görüldüğü gibi, Altinyıldız Tekstil, devralma öncesi aynı sektörde faaliyet gösteren 8 firma içinde, 2007 yılında 7. 2008 ve 2009 yıllarında ise, 8. sırada yer almaktadır.

Sektördeki firmaların devralmanın gerçekleştiği yılı takip eden 2011 ve 2012 yıllarına ait etkinlik skorları Tablo 2'de gösterilmiştir.

İŞLETME ÜNVANI	2011		2012	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
AKIN TEKSTİL	0,210	6	0,272	7
ARSAN TEKSTİL	0,169	7	0,184	8
MENDERES TEKSTİL	0,321	2	0,295	6
SÖKTAŞ TEKSTİL	0,221	5	0,600	2
BİSAŞ TEKSTİL	0,251	3	0,371	4
KARSU TEKSTİL	0,745	1	0,623	1
VAKKO TEKSTİL	0,247	4	0,338	5
ALTINYILDIZ TEKSTİL	0,150	8	0,438	3

Tablo 2. Tekstil Sektörünün 2011 ve 2012 Etkinlik Verileri

2010 yılında gerçekleştirilen devralma sonrasında Altinyıldız A.Ş. 2011 yılında sektörde 8. sırada yer alırken, 2012 yılında önemli bir gelişme göstererek sektörde 3. sıraya yükselmiştir. Altinyıldız A.Ş.'nin Ak-Al Tekstil'i devralmasını takip eden yıl olan 2011 yılında sektördeki performansı aynı kalmış, fakat devralmanın etkileri 2012 yılında etkisini göstererek firmanın sektörde önemli bir konuma geldiği görülmüştür.

Araştırmamıza konu olan ikinci sektör Çimbeton AŞ'nin yer aldığı Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi sektörüdür. Bu sektörde faaliyet gösteren firmaların TOPSİS yöntemi ile belirlenmiş finansal performans etkinlik derecelere ve sektördeki sıralamalı Tablo 3 ve Tablo 4'de verilmiştir.

İŞLETME ÜNVANI	2007		2008		2009	
	Dereceler	Etkinlik Sır.	Dereceler	Etkinlik Sır.	Dereceler	Etkinlik Sır.
ADANA ÇİMENTO	0,437	2	0,593	4	0,534	4
AFYON ÇİMENTO	0,262	12	0,518	11	0,412	23
AKÇANSA	0,240	13	0,532	9	0,467	12
ANADOLU CAM	0,171	19	0,473	19	0,418	21
ASLAN ÇİMENTO	0,205	16	0,486	18	0,252	25
BATISÖKE ÇİMENTO	0,211	15	0,502	15	0,434	19
BOLU ÇİMENTO	0,330	8	0,583	5	0,501	7
BURSA ÇİMENTO	0,263	11	0,582	6	0,441	16
ÇİMBETON	0,410	4	0,448	22	0,361	24
ÇİMENTAŞ	0,469	1	0,437	23	0,46	14
ÇİMSA	0,339	7	0,51	13	0,492	9
DENİZLİ CAM	0,139	22	0,459	20	0,415	22
DOĞUSAN	0,381	5	0,304	26	0,215	26
EGE SERAMİK	0,136	23	0,42	24	0,429	20
GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,200	17	0,503	14	0,438	18
HAZNEDAR REFR.	0,144	21	0,531	10	0,491	10
İZOCAM	0,304	10	0,622	1	0,579	2
KONYA ÇİMENTO	0,233	14	0,534	8	0,503	6
KÜTAHYA PORSELEN	0,127	24	0,501	17	0,514	5
MARDİN ÇİMENTO	0,415	3	0,62	2	0,641	1
NUH ÇİMENTO	0,308	9	0,56	7	0,496	8
TRAKYA CAM	0,183	18	0,514	12	0,448	15
UŞAK SERAMİK	0,162	20	0,45	21	0,464	13
ÜNYE ÇİMENTO	0,343	6	0,61	3	0,57	3

Tablo 3. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörünün 2007– 2008 ve 2009 Etkinlik Verileri

İŞLETME ÜNVANI	2011		2012	
	Dereceler	Etkinlik Sırası	Dereceler	Etkinlik Sırası
ADANA ÇİMENTO	0,198	15	0,190	14
AFYON ÇİMENTO	0,217	11	0,439	2
AKÇANSA	0,156	20	0,165	17
ANADOLU CAM	0,183	18	0,168	15
ASLAN ÇİMENTO	0,121	23	0,209	9
BATISÖKE ÇİMENTO	0,209	13	0,200	11
BOLU ÇİMENTO	0,139	22	0,196	13
BURSA ÇİMENTO	0,187	17	0,146	20
ÇİMBETON	0,324	6	0,151	18
ÇİMENTAŞ	0,405	3	0,423	3
ÇİMSA	0,195	16	0,149	19
DENİZLİ CAM	0,212	12	0,238	7
DOĞUSAN	0,424	1	0,472	1
EGE SERAMİK	0,171	19	0,372	4
GÖLTAŞ ÇİMENTO	0,407	2	0,141	21
HAZNEDAR REFR.	0,201	14	0,328	5
İZOCAM	0,266	8	0,222	8
KONYA ÇİMENTO	0,251	9	0,209	10
KÜTAHYA PORSELEN	0,148	21	0,129	22
MARDİN ÇİMENTO	0,326	5	0,200	12
NUH ÇİMENTO	0,377	4	0,110	23
TRAKYA CAM	0,227	10	0,166	16
UŞAK SERAMİK	0,102	24	0,085	24
ÜNYE ÇİMENTO	0,307	7	0,300	6

Tablo 4. Taş ve Toprağa Dayalı Sektörün 2011 ve 2012 Etkinlik Verileri

Tablo 3 Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren Çimbeton A.Ş.'nin 2010 yılında Merve İnşaatı devralma işleminin gerçekleştirilmesinden önceki üç yıl olan 2007, 2008 ve 2009 yıllarındaki sektörün etkinlik derecelerini ve etkinlik sıralamalarını göstermektedir.

Tablo 3'e göre araştırmaya konu olan sektördeki 24 firma içinde, Çimbeton AŞ', devralma öncesi performans sıralamasında 2007 yılında 4. iken, 2008 yılında 22. ve 2009 yılında ise 23. sıraya kadar gerilemiştir. Çimbeton A.Ş. 2007 yılında sektör içerisinde önemli bir konumda iken, bu durum takip eden iki yılda önemli düşüş göstermiş ve sektörün en alt sıralarına kadar gerilemiştir.

Çimbeton A.Ş.'nin 2010 yılında Merve İnşaatı devralma işlemini takip eden 2011 ve 2012 yıllarına ait sektörde yer alan firmaların etkinlik dereceleri ve etkinlik sıraları Tablo 4'de sunulmuştur. Çimbeton AŞ, devralma yılı olan 2010 yılından itibaren özellikle 2011 yılında 6. sıraya kadar yükselmiştir. 2012 yılında ise, devralma öncesi kadar olmasa da, yine gerileyerek 18. Sırada yer almıştır.

5 Araştırma Bulgularının Yorumlanması, Sonuç ve Öneriler

Birleşme ve devralma ile ilgili gerek yurt içi ve gerekse yurt dışındaki çalışmalarda, birleşme ve devralmaların özellikle finansal performans üzerindeki etkisi üzerinde durulmuş ve bu konuda farklı sonuçlara ulaşıldığı gözlemlenmiştir. Bu konudaki farklılıkların nedeni olarak, örneklem (ülke ve sektör) ve zaman faktörleri neden olarak gösterilebilir. Bu farklılıklardan hareketle, bu çalışma, sektör farklılıklarının, devralma performansı üzerindeki etkisi olabileceğinden hareketle yapılmıştır. Bu amaçla, bu çalışma, BİST'te tekstil sektöründe faaliyet gösteren Altınyıldız AŞ ve taş-toprak sektöründe faaliyet gösteren Çimbeton AŞ'nin 2010 yılında gerçekleştirdikleri devralma faaliyetlerinin kendi sektörleri içinde, her iki firmanın finansal performansları üzerinde etkili olup olmadığının belirlenmesi amacıyla gerçekleştirilmiştir. Çalışmada, devralma öncesi olarak 2007-2008 ve 2009 yılları; devralma sonrası olarak da, 2011 ve 2012 yılları esas alınmıştır. KAP'tan Altınyıldız AŞ. dahil toplam 8 tekstil firmasının; Çimbeton dahil toplam 24 adet taş-toprak firmasının 5 yıllık mali tablolarından hareketle, likitite, mali yapı, karlılık ve devir hızı anlamında 9 tane oranı hesaplanmış ve TOPSİS yöntemi ile analiz edilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre devralma gerçekleştiren firmalar, devralma öncesinde sektör içinde neredeyse son sıralarda yer almakta iken, devralma ile birlikte firmaların sektör içindeki performanslarında gözle görülür bir iyileşme görülmüştür. Ancak, söz konusu iyileşmenin derecesi ve zamanı sektörler itibarıyla farklılık göstermektedir. Diğer bir ifade ile, devralmanın sektör içindeki performansa etkisi, Çimbeton AŞ'de devralmayı takiben 2011 yılında hemen gözlemlenirken, Altınyıldız AŞ'de bu olumlu gelişme 2012 yılında gözlemlenmiştir. Bunlardan hareketle, literatürde de benzer sonuçlarla karşılaşılan devralmanın farklı etkileri, çalışmamızda da gözlemlenmiştir.

Çalışmamız, devralmanın sektör içindeki firma finansal performansı üzerinde, farklı zamanlarda da olsa olumlu etkisinin görülmesi çalışmamızın en önemli bulgusudur. Bununla birlikte, devamlı faaliyetinin sektörler itibarıyla farklı zamanlarda olumlu etkisini göstermesi, sektörel dinamiklerle ve devralınan firmanın etkisinden kaynaklanabilecek bir durumdur. Yani, devralınan firmanın, devralan firma ile ilgili her anlamda entegrasyonu, önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak çalışmamızın en önemli kısıtının devralma periyodu ve sektör sınırlılığı göz önüne de alınmalıdır. Bununla birlikte, sektörün genel performansı ve sektördeki firmaların performansları da ayrıca dikkate alınmalıdır. İleriki çalışmalarda, farklı sektör, ülke ve periyodu değiştirmek ve farklı analizlerle çalışmayı genişletmek mümkündür.

Kaynakça

- Akinbuli, Kelilume, 2013. "The Effects Of Mergers And Acquisition On Corporate Growth And Profitability: Evidence From Nigeria" *Global Journal Of Business Research*, **7**, 1.
- Athanasoglou, Brissimis, 2004. "The Effect of Mergers and Acquisitions on Bank Efficiency in Greece. Bank of Greece" *Economic Bulletin* **22**.
- Chirag, Sachdeva, Singh, Garg, 2012. "Mergers And Acquisitions In Indian Banking Sector" <http://ssrn.com/abstract=2178051>
- Cook, 2007. "On the Relationship Between Mergers and Economic Activity: Evidence From an Optimised Hybrid Method", *Physica A*. **379**. 628–634.
- Hwang, Yoon, 1981. "Multiple Attribute Decision Making In: Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems" *Springer-Verlag-Berlin*.
- Kenan, İlkarslan, Aşıkoğlu, 2012. "Birleşme ve Satın Almaların İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi: Panel Veri Analizi" *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, **49**, p. 59-78.
- Kırkulak, Demirkaplan, 2010. "Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama" *İMKB Dergisi*, **12**, s. 47.

- Kruse, Park, Suzuki, 2007. “Long-Term Performance Following Mergers of Japanese Companies: The Effect of Diversification and Affiliation” *Pacific-Basin Finance Journal*, **15**, p. 154–172.
- Mehrotra, Schaik, Spronk, Steenbeek, 2008. “Impact of Japanese Mergers on Shareholder Wealth: An Analysis of Bidder and Target Companies” *Erasmus Research Institute of Management*, **28**.
- Monteiro, Ferraz, Brandão, Pereira, Alves, 2010. “Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions: An Econometric Study of Transactions in the EURO Zone Between 2001 and 2010”, e <http://ssrn.com/abstract=2141417>
- Pinto, 2010. “The Impact of Firm Cost and Market Size Asymmetries on National Mergers in a Three-Country Model”, *International Journal of Industrial Organization*. **28**, p. 682–694.
- Şahin, Yılmaz, 2008. “Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri” *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 63-74.
- Tambi, “Impact of Mergers and Amalgamation on the Performance of Indian Companies”, <http://128.118.178.162/eps/fin/papers/0506/0506007.pdf>
- Trivedi, Day ve Nisarg 2013. “A Study on Mergers & Acquisitions in Oil & Gas Sector in India and Their Impact on the Operating Performance and Shareholders’ Wealth”, *Shri Chimanbhai Patel Institutes Working Paper No. CPI/MBA/2013/0002*
- Yeh, Hoshino, 2002. “Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers”, *Japan and the World Economy* **14**, 347–366.
- Yılığör, 2002. “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makroekonomik Etkileri”, *Öneri*, **5-18**, 119-126.
- Yılmaz, 2010. “Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’da Bir Uygulama”, *Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Doktora Tezi, İstanbul.
- Yörük, Ban, 2006.” İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, **30**, 88-101.
- Zhu, 2011 “A New Measure for Shareholder Value Creation and the Performance of Mergers and Acquisitions”, <http://ssrn.com/abstract=1968931>