



BİRLEŞME VE DEVRALMALAR YOLUYLA BÜYÜMENİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ*

EFFECTS OF GROWTH BY MERGER AND ACQUISITIONS ON STOCK PERFORMANCE

Ozan GÖNÜLLÜ**

Öz

Büyüme kararı alan şirketler, bunu gerçekleştirmek için iki seçenekle karşı karşıya kalırlar. İçsel büyüme ve dışsal büyüme arasında tercih yapması gereken şirketlerin, her iki tercihin de olumlu ve olumsuz yönlerini çok iyi değerlendirerek, büyüme stratejilerini, bu değerlendirmelerin sonucunda oluşturmaları gerekmektedir. 1980'li yıllarda başlayan sermaye serbestleşmesi ile birlikte küresel bir yapıya kavuşan şirket birleşmeleri, dünyada önemli bir dışsal büyüme yöntemi haline gelmiştir.

Bu çalışmada birleşme ve devralma olaylarının hisse senedi performansı üzerindeki etkisi ve birleşen şirketin hisse senedini elinde bulunduran ortağın söz konusu işlem nedeniyle anormal getiri elde edemediği araştırılmıştır. Araştırmada, birleşmeye taraf olan şirketlerden en az birinin Borsa İstanbul (eski adıyla İMKB) üyesi olduğu 163 birleşme ve devralma olayı ele alınmış ve Olay Çalışması (Event Study) Metodu ile farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin duyuru öncesi ve sonrasındaki getiri farklılıkları belirlenmiştir. Duyuru gününden önceki kümülatif ortalama anormal getiriler ile duyuru gününden sonraki kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde birbirinden farklı olup olmadığı test edebilmek amacı ile Bağlı Örnekler t-Testi (Paired Samples t-Test); olay penceresinin başından sonuna kadar hisse senedini elinde bulunduran bir ortağın normal üstü getiri elde edip edemeyeceğini belirleyebilmek için Tek Örneklem t-Testi (One-Sample Test) kullanılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Olay Çalışması, Şirket Birleşmeleri ve Devralmalar, Hisse Senedi Performansı.

Abstract

Companies aiming to grow encounter two choices to accomplish their objective. Companies which are required to make a choice between internal growth and external growth should assess the positive and negative aspects of both of the choices accurately and should form their growth strategies accordingly. Upon free capitalization which began early 1980s, company mergers which converted into a global structure has become an important external growth strategy worldwide.

In this study, two separate points were researched; the impact of merger and acquisition on stock performance, and; whether the shareholder which keeps the share of the company- subject to merger- has obtained abnormal return or not due to this action. In the research, 163 merger and acquisition event were discussed, in which at least one of the companies subject to merger is the member of Borsa İstanbul (with its previous name İMKB), and based on Event Study method; the difference of returns of various companies which are acting in different fields were determined both prior and after the relevant announcement thereof. In order to test whether cumulative average abnormal returns prior to announcement date and cumulative average abnormal returns after the announcement date are different from each other meaningfully or not; with Paired Sample t-Test; in order to specify whether the partner which keeps the stock from the beginning up to the end of the event window can obtain abnormal return or not, One-Sample Test was used.

Keywords: Event Study, Merger and Acquisitions, Stock Performance.

1. Giriş

Modern finans anlayışına göre, rasyonel yöneticilerin amacı ve görevi, paydaşların servetini artıracak kararlar almak ve uygulamaktır. Bu amaç doğrultusunda alınacak kararlar, şirketin başarısını, dolayısı ile pay senedi performansını doğrudan etkilemektedir. Büyüme ve çeşitlendirme kararları, şirket değerine doğrudan etki eden kararlar olduğundan, şirketin gelecekte belirleyeceği stratejiler arasında önemli bir yer tutmaktadır. Gerektiğinde artan talebe cevap vermek için üretim kapasitesini genişletmek, ölçek ekonomilerinden yararlanarak maliyeti düşürmek ya da pazar payını büyütürerek sektördeki kontrolünü artırmak isteyen şirketler, büyüme kararları almaktadırlar.

Büyüme kararı alan şirketler, bunu gerçekleştirmek için iki seçenekle karşı karşıya kalırlar. İçsel büyüme ve dışsal büyüme arasında tercih yapması gereken şirketlerin, her iki tercihin de olumlu ve olumsuz yönlerini çok iyi değerlendirerek, büyüme stratejilerini, bu değerlendirmelerin sonucunda oluşturmaları gerekmektedir. İçsel büyümenin gerçekleşmesinin uzun zaman alması ve belirsizliğin

* Bu çalışma Ozan Gönüllü tarafından 2017 yılında tamamlanan "Birleşme ve Devralmaların Pay Senedi Performansı Üzerine Etkisi ve Paydaş Değerini Etkileyen Faktörler: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

** Arş. Gör. Dr., Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı.
ozangonullu@kocaeli.edu.tr.



getirdiği riskler içermesi sebebiyle, birçok şirket, dışsal büyüme stratejilerini tercih etmektedir. En çok tercih edilen dışsal büyüme yöntemi ise, bir şirketle birleşmek veya onu devralmaktır. Şirketler, bu şekilde, istedikleri amaca hemen ulaşabilmelerinin yanı sıra, kararlarının olumlu veya olumsuz sonuçları ile de hemen yüzleşmektedirler.

Literatürde, şirket birleşmeleri tanımlamak için birçok kavram kullanılmaktadır. Latince kökenli Avrupa dillerinin pek çoğunda "Şirket Birleşmesi" kavramı farklı kelimelerle ifade edilmektedir. Almanca ve Fransızca'da "fusion", İtalyanca'da "fusione", Anglo Sakson hukuk çevrelerinde "merger", İngiliz hukukunda "amalgamation", Amerikan hukukunda "consolidation" kelimeleri, şirket birleşmesi anlamında kullanılmaktadır (Türk, 1996: 3-5). Şirket birleşmeleri için, işletme literatüründe, genellikle; "merger", "acquisition" ve "consolidation" kullanılmaktadır. Türk Hukukunda ise şirketlerden en az birinin, hem ekonomik hem de hukuksal varlığını yitirerek, başka bir şirketin bünyesinde sürdürmesine "birleşme" adı verilmektedir (Ayдын, 1990: 10).

Büyüme yöntemi olarak şirket birleşmelerini tercih eden şirketlerin hisse senetleri bu karardan etkilenip etkilenmediğinin araştırıldığı bu çalışmada, büyüme ve şirket birleşmeleri hakkında kuramsal bilgiler verildikten sonra birleşme veya devralma kararının kamuya açıklanması ile birlikte hisse senedi performansı arasında bir ilişki olup olmadığının araştırıldığı ampirik analize yer verilmiştir.

2. Büyüme

Şirketlerde büyüme kavramı, genellikle; içsel büyüme ve dışsal büyüme olarak ikiye ayrılmaktadır. İçsel büyümeler gibi dışsal büyümelerde de amaç, şirket paydaşlarının servetini, başka bir ifadeyle şirketin piyasa değerini maksimize etmektir (Shall ve Haley, 1983: 710-712). Şirketlerin büyümesi otofinansman, dağıtılmayan kârlar ve borç alma gibi içsel yollarla olabileceği gibi birleşme, devralma ya da ele geçirme gibi dışsal yollarla da olabilir.

Şirketler için büyüme, önemli bir kavram olmakla beraber, finansal amaçla ters düşecek sonuçlar doğurmaması için, büyümenin, planlı, sürdürülebilir ve dengeli bir şekilde gerçekleşmesi gereklidir. İstenilen büyümeyi sağlamak için kullanılan yöntemlerden biri; belki de en önemlisi, bir dışsal büyüme yöntemi olan şirketler birleşmesidir. Ayrıca, birleşme sonucunda ortaya çıkacak olan sinerji etkisi de şirketleri birleşme kararı almaya yönlendiren sebeplerden biridir (Çakır ve Gülcan, 2012: 80).

Günümüzün artan rekabet koşullarında şirketler için ayakta kalabilmek, bir takım stratejik kararların yerinde ve zamanında alınıp uygulamaya geçirilmesine bağlıdır. Özellikle gelişmekte olan sektörlerde, şirketlerin varlıklarını sürdürebilmeleri için büyümeleri bir zorunluluktur (Wheelen ve Hunger, 2002: 138). Bu noktada da stratejik yönetim becerisi ön plana çıkmaktadır. Küreselleşmenin de katkıda bulunduğu günümüzün rekabetçi ortamının doğal bir sonucu olarak, şirketler arasında stratejik iş birlikleri kurulabilmektedir. Bu doğrultuda şirketler, varlıklarını sürdürebilmek, maliyetleri düşürebilmek, sermayelerini güçlendirebilmek, yeni pazarlara ulaşabilmek, teknoloji transfer edebilmek ve -belki de en önemlisi- risklerini çeşitlendirme ile azaltabilmek için büyümek zorunda kalmaktadırlar (Titiz, Demir ve Onat, 2007: 118).

Satışların ya da kârın büyümesi gibi birçok büyüme ölçütü bulunmaktadır. Büyüme kavramı, şirketin, amaçlarına daha efektif bir şekilde ulaşması için teknik ve yönetsel alanda sağlanacak ilerlemeleri kapsamaktadır. Başka deyişle, büyüme, örgütü oluşturan bileşenlerde (yapısal, teknolojik, beşeri vb.) bir artışı ifade eder (Moschandreas, 2000: 206).

Şirketler, faaliyet gösterdikleri sektörlerde daha yüksek bir pazar payına sahip olabilmek amacı ile yatay olarak büyümek isteyebilecekleri gibi; ana faaliyet alanlarının dışındaki sektörlerde de büyümek isteyebilirler. Şirketlerin, kendi sektörlerinde gerçekleştireceği büyüme; kapasite artışı şeklinde olabileceği gibi, farklı bir ülkede, aynı sektöre yatırım yaparak coğrafi çeşitlendirme şeklinde de olabilir.

Farklı sektörlerde yapılan büyüme yatırımlarında ise, şirket endüstriyel çeşitlendirme yoluna gitmekte ve kendi sektöründe oluşabilecek risklere karşı daha sağlam bir yapı oluşturabilmektedir. Bu durumda, büyümenin çeşidi sektörler arasındaki ilişkiye bağlıdır.

Büyümeyi hedefleyen şirketlerin, yeni projelere yatırım yaparak (yeni üretim birimleri kurmak, yeni sabit varlıklar satın almak, yeni ürünler geliştirmek, yeni dağıtım kanalları oluşturmak vb.) gerçekleştirdikleri büyüme, içsel büyüme olarak adlandırılmaktadır. İçsel büyüme süreci, yatırımların yapıldıktan sonra, o yatırımların çözülmesi sonucunda ortaya çıktığı için uzun bir zamana yayılır. Zaman değişkeninin işin içine girmesi ise sürecin belirsiz ve riskli olmasını doğurmaktadır. Ancak dışsal büyüme daha hızlı gerçekleşen bir süreçtir. Günümüzde şirketler, sıklıkla; büyüme hedeflerini dışsal



büyüme stratejileri ile gerçekleştirmektedirler. Bu stratejiler, bir başka şirket ile birleşmek veya bir başka şirketi devralarak uygulamaya geçirilmektedir.

Örneğin bir şirket, rekabet yoğun bir piyasada, mevcut üretim hacmi ile talebi karşılamakta zorlanıyor ise, içsel büyüme stratejileri ile, genişleme yatırımları yaparak uzun vadede kapasitesini arttırmaya çalışmak yerine, dışsal büyüme stratejileri ile, aynı sektörde faaliyet gösteren bir şirketle birleşerek veya o şirketi devralarak kapasite artırma hedefini ani bir şekilde gerçekleştirebilir. Özellikle, şirket, yeni geliştirdiği ürün veya süreç ile sektöründe avantajlı bir konuma sahipse, yani başka bir deyişle zaman aleyhine işliyorsa, büyümenin ani şekilde gerçekleşmesi bir zorunluluk haline gelebilmektedir. Uluslararası birleşme ve devralmalarla ise şirket, birleştiği veya devraldığı şirketin mevcut kaynaklarından, örgütlenmesinden, piyasa veya ülke hakkındaki bilgisinden, yasal kısıtlamaları aşmak konusundaki desteğinden yararlanabilir (Yıldırım, 2004: 382).

Şirketler gibi yaşayan organizasyonların büyümesi, plansız bir şekilde, kendi haline bırakılamaz. Büyümenin sağlıklı olması ve faydalarının görülebilmesi adına bir büyüme stratejisi belirlenmeli ve adımlar ona göre atılmalıdır. Özellikle endüstriyel ya da bölgesel krizler gibi riskli dönemlerde, yöneticilerin, başında buldukları şirketlerin dayanıklılığını ve kapasitesini analiz edebilme gücü ve söz konusu dönemlerde ortaya çıkabilecek avantajlı durumlardan yararlanma becerisi önem arz etmektedir. Şirketler bu dönemlerde riski paylaşmak ve/veya avantajlı devralma fırsatlarından faydalanmak adına büyüme tercih edebilirler. Normal zamanlar ve kriz dönemleri için ortaya koyulabilecek bu stratejiler, daha önce bahsedildiği üzere içsel ya da dışsal büyüme şeklinde planlanabilir (Drucker, 1998: 55).

2.1. İçsel Büyüme

İçsel büyüme, şirketlerin normal faaliyet süreçleri sonucunda elde ettiği kaynakları ya da borç veren ve paydaşlardan elde ettiği sermayeyi, yeni projelere yönlendirerek gerçekleştirdikleri büyüme çeşididir. İçsel büyüme yerine organik büyüme kavramı da sıklıkla kullanılmaktadır. İçsel büyüme ile, şirkette ve sektörde sağlanan kapasite artışı sonrası azalan rekabet nedeni ile tekelleşme ya da stratejik iş birlikleri görülebilir (Sayılğan, 2003: 323). İçsel büyüme, özellikle mevcut varlıkları artırma, teknolojik yeniliklerden yararlanma, piyasa boşluklarını görerek uygun yatırımları yapma gibi planlama gerektiren ve sonuçları kısa zamanda elde edilemeyen stratejilerden oluşmaktadır (Bruner, 2004: 35-60).

İçsel büyüme stratejilerinin başarıya ulaşması uzun zaman alsa da birçok olumlu sonucu bulunmaktadır. Öncelikle, içsel büyüme yatırımları sonucunda beklenen getiri, diğer büyüme yöntemlerine göre daha yüksektir. Örgüt kültürü açısından bakıldığında ise, yabancı bir organizasyon ile birleşen ya da devralan şirketler bazı yapısal sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Dışsal büyüme stratejilerinde, karşılaşılan söz konusu sorunların, içsel büyüme uygulamalarında yaşanmadığı görülmektedir. Getiri avantajına rağmen içsel büyümelerin en önemli olumsuzluğu, yatırımın çözülmesinin uzun sürmesi, daha fazla risk içermesi ve kaynak sağlama problemleridir (Weston ve Weaver, 2001: 130-132). Dışsal büyümenin ani gerçekleşmesi ve belirsizliğinin içsel büyümeye nazaran daha az olması, şirketleri, içsel büyümeden çok dışsal büyümeye yönelmektedir.

2.2. Dışsal Büyüme

Özellikle rekabetin yoğun yaşandığı sektörlerde faaliyet gösteren şirketler, ortaya çıkan bir fırsatı kaçırmamak adına ya da tecrübeli olmadıkları kârlı bir sektöre yatırım yapacakları zaman, genellikle içsel büyüme sürecini beklemek yerine, büyümenin daha çabuk gerçekleştiği dışsal büyümeyi tercih etmektedirler. İçsel büyümenin, uzun sürmesinin yanı sıra beklenen sonuçları sağlayacağı da belirsizlik göstermektedir. Birleşme ve devralma anlaşmalarının ana motivasyonu büyüme arayışıdır. İçsel büyüme girişimleri gerçekleşmediğinde veya diğer organik büyüme seçenekleri olmadığında, birleşme ve devralma işlemleri, büyüme yaratmanın tek yoludur (Kummer ve Steiger, 2007: 4).

Dışsal büyüme stratejisi; maliyetleri düşürmek, katma değer yaratmak ve kârlılığını artırmak, rekabet avantajı sağlamak, riski azaltmak, ölçek ekonomisinden faydalanmak, teknoloji transferi yapmak, daha iyi bir yönetim ve insan kaynağına sahip olmak gibi çok çeşitli sebeplere dayanır (Oncer, 2012: 409). Günümüzde birçok şirket büyüme stratejisi olarak dışsal büyümeyi tercih etmektedir. Söz konusu büyüme stratejileri, özellikle yüksek sermaye getiri ile birleştiğinde, paydaşların servetini etkileyen en önemli etkenlerden biri olarak ortaya çıkmaktadır (Cools vd., 2004: 6). İki ya da daha fazla şirketin bir araya gelmesi temeline dayanan dışsal (inorganik) büyüme stratejileri; birleşme, devralma ve ele geçirme üzere üç şekilde gerçekleşir.



3. Birleşme ve Devralmalar Yoluyla Büyümenin Hisse Senedi Performansı Üzerine Etkileri İle İlgili Literatür

Shah ve Arora (2014), Mayıs 2013 - Eylül 2013 döneminde Asya-Pasifik bölgesinde yapılan 37 birleşme ve devralma duyurusunun, hedef ve devralan şirketlerin pay senedi fiyatları üzerindeki fiili etkisini tespit etmeyi amaçlamışlardır. Çalışmada, farklı olay pencerelerindeki hedef ve devralan şirketlerin pay senedi fiyatlarının Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin (CAAR) analiz edildiği olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Hedef ve devralan şirketlerin pay senedi fiyatlarının ön-duyuru ve ilan sonrası getirilerini ± 2 günlük olay penceresinde karşılaştırarak bağlı örneklem analizi yapılmıştır. Tüm etkinlik pencerelerinde hedef şirketin pay senedi fiyatı, sıfırdan önemli ölçüde farklılaşan pozitif CAAR ürettiği, ancak hedef şirketlerin aksine, devralan şirketlerin tüm olay pencerelerinde istatistiksel olarak önemli CAAR sağlamadıkları anlaşılmıştır. Hedef şirketlerin, anlaşmanın duyuru gününün etrafındaki getirilerinin, ön-duyuru günü etrafındaki getirilerden önemli ölçüde daha büyük olduğu ve duyurulara verilen ani piyasa tepkisinin güçlü olduğu belirtilmiştir.

Liargovas ve Spyridon (2011), Yunanistan'da bankacılık sektöründe gerçekleşen birleşmelerin ve devralmaların sektör performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Olay çalışması metodolojisini kullanarak yapılan çalışma sonucunda, Atina Menkul Kıymetler Borsası için Etkin Piyasalar Hipotezi'nin (EMH) "yarı güçlü formu" reddedilmiştir. Birleşme ve devralmanın ilan edilmesinden 10 gün önceki dönemde, paydaşlar önemli miktarda pozitif kümülatif ortalama anormal getiri elde etmektedir. Ayrıca, sonuçlar, yatay ve çeşitlendirici banka birleşme ve devralmalarının, kamuya açıklanmasının ardından pozitif kümülatif ortalama anormal getiriler elde edildiğini göstermektedir. Araştırmanın genel sonuçları, banka birleşmelerinin ve devralmaların, devralan şirketler için zenginlik yaratmadığını göstermektedir. Ayrıca, Yunan Bankacılık Sektörünün faaliyet performansı, yirmi farklı finansal oran kullanılarak açıklanmaya çalışılmış ve birleşmeler ve devralmalar sonrasında faaliyet performansının iyileşmediğini sonucuna ulaşılmıştır.

Moeller ve Zhu (2016), 2012'den 2016'nın başına kadar Çin'de halka açık şirketlerin, Birleşik Krallık'taki şirketlerle gerçekleştirdikleri sınır ötesi birleşme ve devralmaların kısa dönemli etkilerini incelemiştir. Dört farklı zaman diliminden oluşan pencerelerde, olay çalışması analizini kullanarak elde edilen sonuçlar; Çinli devralan şirketlerin birleşme ve devralma anlaşmalarının duyuru tarihini takip eden ilk günde önemli ölçüde pozitif anormal getiriler elde ettiklerini ancak bu pozitif getirilerin zaman içinde kaybolduğunu göstermektedir. Buna ek olarak, olay çalışması alt sektörlerde uygulandığında, bulgular; gayrimenkul sektöründeki Çinli alıcıların ve diğer iş sektörü anlaşmalarının pozitif anormal getiri sağladığını, ancak finans sektöründeki anormal getirilerin negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Pay senedi performansını artıran faktörlerle ilgili yapılan regresyon analizinde, ilgili anlaşmanın özelliklerinden beşinin performans üzerinde etkisinin anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Sonuçlar, Çinli alıcı şirketlerin kısa vadeli performansları üzerinde, hedef yapısının (kamu / özel) ve mutlak işlem büyüklüğünün en etkili faktörler olduğunu göstermektedir. Birleşik Krallık'taki, özel sektör ve/veya küçük ölçekli hedef şirketlerin, gerçekleştirdikleri birleşme işlemlerinden; büyük ölçekli ve/veya kamu sektörü şirketlerinin gerçekleştirdikleri işlemlere göre, daha yüksek anlamlı normal üstü getiriler elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Sehgal, Banerjee ve Deisting (2012), birleşme ve devralma sonrası duyuruların ve finansman yöntemlerinin pay senedi getirilerini etkileyip etkilemediğini incelemiştir. 2005-2009 döneminde BRICKS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Kore ve Güney Afrika Cumhuriyeti) ülkelerinde standart olay çalışması metodolojisi kullanılarak yapılan çalışmada, altı örnek ülkenin beşinde önemli duyuru öncesi anormal getiri bulgularına rastlanmıştır. Söz konusu pazarların yapısı göz önüne alındığında, şaşırtıcı olmayan bir şekilde bilginin duyurudan önce sızdığı şüphesi uyanmıştır. BRICKS piyasalarının üçünde (Hindistan, Güney Kore ve Çin), duyuru sonrası önemli oranda negatif getiri oluşurken, Güney Afrika örneğinde güçlü pozitif anormal getiriler gözlemlenmiştir. Örnekte yer alan pazarların çoğunluğu için yarı güçlü etkinlik varsayımı sağlanmamıştır. Çalışma sonucunda, birleşme ve devralma duyurularının, pay senetlerinin işlem hacmini ve fiyatlama etkinliğini değiştirmediği; pay senedi ile finanse edilen birleşmelerin değer kazandırdığı, nakit finansmanlı birleşmelerin ise kısa vadede değer kaybına neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma, pay sahipleri, küresel fon yöneticileri ve mali düzenleyiciler için oldukça önemlidir. Araştırma, başta gelişmekte olan piyasalarda olmak üzere, kurumsal yeniden yapılanmanın yanı sıra, pazar etkinliği literatürüne de katkıda bulunmaktadır.

Elad ve Bongbee (2017), pay senedi getirilerinin birleşme ve devralma haberlerine tepkisini incelenmektedir. Temmuz 2012'den Mayıs 2013'e kadar bir tahmin penceresi [-100, -10] ve tahmin penceresini takip eden bir olay penceresinde [-5, -100, -10], Londra Borsasına (FTSE100) kote şirketlerin yer



aldığı 51 olay kullanılmıştır. Gelecekteki pay senedi getirilerini tahmin etmek ve regresyon denkleminin parametrelerini elde etmek için Piyasa Modeli kullanılmış ve basit doğrusal regresyon uygulanmıştır. Bununla birlikte, ortalama anormal getirilerden elde edilen test istatistiği önemli ölçüde pozitif ve kritik değerden daha büyük bulunmuştur. Dolayısıyla, devralma olayının, anormal getirilere önemli ölçüde etki ettiği ortaya koyulmuştur. Sonuç olarak, altı örnek ülkeden beşinde önemli olay öncesi anormal getiri tespit edilmiştir. Olay öncesi anormal getiriler Hindistan, Çin, Rusya ve Güney Kore için belirgin bir şekilde olumlu olmakla birlikte, Güney Afrika için olumsuz bulunmuştur. Bu durumun, sistemdeki muhtemel bilgi sızıntılarından kaynaklandığı, etkinlik sonrası, anormal getirilerin işaretlerinin tersine döndüğü, yani Hindistan, Çin ve Güney Kore için negatif getiri gözlemlenirken, Güney Afrika güçlü pozitif getiriler görülmüştür. Sonuçlar, piyasanın ani tepki verdiği hipotezini desteklemektedir. Yatırımcılar, olay öncesi dönemde, Hindistan, Çin ve Güney Kore’de devralma duyurusuna olumlu yaklaşırken, Güney Afrika’da devralma olayını aşırı karamsar karşılayıp, olaydan sonra bu tepkilerini düzeltmektedirler.

Çakır ve Gülcan (2012), Borsa İstanbul’da (Eski adıyla İMKB) işlem gören, mali sektör haricindeki şirketler için, 2005 - 2009 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve devralmaların pay senedi getirileri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. ± 5 gün ve ± 20 gün uzunluğundaki olay pencerelerinde günlük kümülatif anormal getiriler (CAR) incelenmiştir. Birleşme ve devralma duyurusu öncesi ve sonrası anormal getiriler arasında farklılaşmanın bulunduğu ve tüm olay penceresi için kümülatif anormal getirilerin sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Yörük ve Ban (2006) tarafından, farklı analiz ufuklarına göre, BIST şirketleri üzerine yapılan analizde, birleşme ve devralma faaliyetinde bulunan şirketlerin pay senetlerinin aşırı getirileri hesaplanmış ve yatırımcı açısından normalin üzerinde bir getiri sağlanıp sağlanamayacağı test edilmiştir. Çalışmada BIST’de işlem göre 8 Gıda Sektörü şirketine yer verilmiştir. Analiz sonuçlarına göre uzun vadeli yapılan yatırımlarda herhangi bir anormal getiri sağlanmadığı ancak ± 5 günlük olay pencerelerinde normalin üzerinde getiri elde edilebileceği saptanmıştır.

Çıtak ve Yıldız (2007)’in BIST’e kote 40 şirkete yer verdiği çalışmada, kümülatif anormal getirilerin ve elde tutma anormal getirilerinin istatistiksel anlamlılığı test edilmiştir. Ödeme yöntemlerinin de dikkate alındığı çalışmada 1, 3, 6 aylık alt dönemlerin yanı sıra 1 ve 2 yıllık dönemlere göre de hesaplama yapılmış ve ödeme yöntemlerinin devralma sonrası getiriler üzerinde anlamlı bir fark oluşturmadığı sonucuna varmışlardır.

4. Birleşme ve Devralmalar Yoluyla Büyümenin Hisse Senedi Performansı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul Üzerine Ampirik Bir Uygulama

Birleşme ve devralma olaylarının, birleşmeye taraf olan şirketlerin hisse senedi performansları üzerindeki etkilerinin araştırıldığı bu çalışmada, 2005 - 2015 yılları arasında, taraflarından en az bir tanesinin Borsa İstanbul’da işlem gördüğü birleşme ve devralma olayları ele alınmıştır. Söz konusu yıllar arasında 364 birleşme veya devralma olayına rastlanmıştır. 27 olay veriler kesikli ve/veya eksik olduğu için analiz dışı bırakılmıştır. 39 birleşme ve devralma olayı, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) ve Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO), 34 birleşme ve devralma olayı ise Banka ve Özel Finans Kurumları tarafından gerçekleştirilmiştir. Söz konusu 73 olay, taraf şirketlerin sermaye yapıları ve birleşme koşulları diğer şirketlere göre büyük farklılıklar gösterdiğinden analiz dışı bırakılmıştır. 55 olay Holding ve Yatırım Ortaklıkları’na aittir. Söz konusu 55 olay, şirketlerin büyüklüklerinden dolayı, gerçekleştirdikleri birleşme ve devralma işlemlerinin, pay senedi getirilerine etkisi göz ardı edilebilecek kadar az olduğundan analiz dışı bırakılmıştır. Yapılan devralma işlemlerinden, hedef şirkete iştirak oranı %10’un altında kalan 46 devralma işlemi, birleşme ve devralmanın şirket pay senedi getirisi üzerindeki etkisi önemsiz olduğundan araştırma kapsamı dışında tutulmuştur. Toplamda 201 birleşme ve devralma olayı analiz dışı bırakılmıştır. Nitekim, analizde, 13 farklı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin, 2005 - 2015 yılları arasını kapsayan dönemde gerçekleştirdiği 163 birleşme ve devralma olayı incelenmiştir.

4.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı, birleşme ve devralma duyurularının kamuya açıklanmasının hisse senedi performansı üzerindeki etkilerinin belirlenmesidir. Birleşme ve devralma kararı alan şirketlerin ortakları ve söz konusu şirketlere yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar açısından önem taşıyan bu çalışmada, öncelikle duyuru öncesi ve sonrası getirilerin birbirinden istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığı belirlenmiş, takip eden bölümde ise duyuruların yarattığı kümülatif ortalama anormal getirilerin, sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığı incelenmiştir.

Çalışmada kullanılan birleşme ve devralma olayları, Ernst & Young Global Limited bünyesinde yer alan, Ernst & Young Türkiye tarafından yıllık olarak yayınlanan “Birleşme ve Devralma İşlemleri Raporları”



ve Rekabet Kurumu tarafından yayınlanan “Birleşme Devralma Görünüm Raporları” kullanılarak derlenmiştir.

4.2. Metodoloji

Birleşme ve devralma duyurularının, pay senedi performansı üzerinde yarattığı değişimin ve işlem duyurularının paydaş değeri yaratıp yaratmadığının araştırıldığı uygulamada standart olay çalışması (event study) yöntemi kullanılmıştır. Kamuya açıklanan bilgilerin borsa fiyatları üzerindeki etkilerini ölçmek için en çok başvurulan yöntemlerden biri olan olay çalışması yöntemi uygulanırken Olay Penceresi (Event Window) ve Tahmin Penceresi (Estimation Window) oluşturulur. Olay Penceresi, kamuya açıklanma tarihinin belli bir gün öncesi ve sonrasını kapsayacak şekilde oluşturulur. Tahmin penceresi ise olay penceresinin öncesindeki bir dönemi kapsayacak ve hiçbir şekilde olay penceresi ile çakışmayacak şekilde belirlenir.

Tahmin penceresinin amacı, beklenen getiriyi (expected return) belirlemektir. Tahmin penceresi içerisinde, seçilen beklenen getiri hesaplama yöntemi ile tahmin edilen beklenen getiriler, olay penceresi içerisinde anormal getirilerin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Analizde, her bir gün için analize konu olan şirketlerin günlük anormal getirilerinin ortalaması alınarak, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return - AAR) hesaplamaları yapılmıştır. Olay çalışmasında kullanılmak üzere olay penceresinin ilk gününden son gününe kadar hesaplanan günlük ortalama anormal getirilerin toplanması ile, belirlenen hesaplanma yöntemlerine göre, kümülatif ortalama anormal getiriler (Cumulative Average Abnormal Return - CAAR) hesaplanmıştır.

Olay çalışması yöntemi iki farklı analiz için kullanılmıştır. İlk kısımda, açıklanma öncesi kümülatif anormal getiriler ile açıklama sonrası kümülatif normal farklı getiriler arasında anlamlı bir farklılaşma olup olmadığı test edilmiştir. Olay çalışması yöntemi kullanılan ikinci kısımda ise, duyuru günü öncesi ve sonrasını kapsayan olay penceresi içerisinde şirket paydaşlarının elde ettiği kümülatif anormal getirinin sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığı test edilmiştir. Tahmin penceresinde, olay penceresindeki anormal getiriyi hesaplamak amacı ile tahmin penceresindeki günlük verilerden hareketle, regresyon analizi ile şirketlerin alfa ve beta katsayıları tahmin edilmiş, tahmin edilen katsayılar kullanılarak Piyasa Modeli ile beklenen getiriler hesaplanmıştır. Hesaplanan beklenen getiriler, olay penceresinde gerçekleşen getirilerden çıkarılarak anormal getiriler hesaplanmıştır. Anormal getiriler, gerçekleşen getiriler ile beklenen getiriler arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Anormal getirilerin hesaplanabilmesi için, günlük gerçekleşen getirilerin ve beklenen getirilerin hesaplanması gerekmektedir:

Formülde yer alan değerler şu şekildedir:

$AR_{i,t}$; i pay senedinin t günündeki anormal getirisi

$R_{i,t}$; i pay senedinin t gününde gerçekleşen getirisi

$E[R_{i,t}]$; i pay senedinin t gün için beklenen getirisi

Belirlenen olay pencereleri için günlük anormal getirilerin hesaplanabilmesi için günlük gerçekleşen getiriler hesaplanmıştır. Günlük gerçekleşen getiriler, pay senetlerinin günlük kapanış fiyatları kullanılarak, logaritmik getiri şeklinde hesaplanmıştır.

$$R_{i,t} = \ln \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right)$$

Formülde yer alan değerler şu şekildedir:

$R_{i,t}$; i pay senedinin t gününde gerçekleşen getirisi,

$P_{i,t}$; i pay senedinin t günü için borsa kapanış fiyatı,

$P_{i,t-1}$; i pay senedinin t-1 günü için borsa kapanış fiyatı.

Piyasa Modeli Yöntemi ile beklenen getiri hesaplayabilmek için tahmin penceresindeki veriler kullanılmıştır. Söz konusu dönemdeki pay senedi ve endeks getirileri kullanılarak, basit doğrusal regresyon analizi ile her bir şirketin α ve β katsayıları tahmin edilmiştir. Elde edilen katsayılar piyasa modeli denkleminde yerine koyularak günlük beklenen getiriler hesaplanmıştır. Regresyon denklemi şu şekilde ifade edilebilir:



+E

modelin değişkenleri şu şekilde tanımlanabilir:

$E[R_{i,t}]$; i pay senedinin veya portföyünün t günündeki beklenen getirisi,

$R_{m,t}$; seçilen piyasanın veya endeksin t günündeki getirisi,

α_i ; regresyonun sabiti ve i pay senedinin piyasa getirisi ile açıklanamayan kısmı,

β_i ; regresyonun eğimi ve i pay senedinin piyasa getirisine duyarlılığı,

ε ; regresyonun hata terimi.

Tahmin penceresinde yapılan regresyon sonucunda elde edilen, şirketlerin α ve β katsayıları ve günlük BİST 100 getirileri aşağıdaki denklemde yerine koyularak günlük beklenen pay senedi getirileri hesaplanmıştır.

Anormal getirilerin hesaplanması için ise günlük beklenen getiri ile günlük gerçekleşen getiri arasındaki fark alınmıştır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ((\alpha_i + \beta_i (R_{m,t})))$$

Her bir şirketin, belirlenen analiz ufukları boyunca, günlük gerçekleşen getirileri ile günlük beklenen getirileri arasındaki fark alınarak günlük anormal getiri değerlerine ulaşılmıştır. Olay penceresindeki her bir gün için analize dahil edilen 163 şirketin, o gün için hesaplanan anormal getirilerinin ortalaması alınarak, ortalama anormal getiri değerlerine ulaşılmıştır. Hedef şirketler için hesaplanan ortalama anormal getirilerde 77 şirketin, devralan şirket için hesaplanan ortalama anormal getirilerde ise 86 şirketin günlük anormal getirilerinin ortalaması alınmıştır.

Hesaplanan günlük ortalama anormal getiriler, olay penceresinin ilk gününden duyuru gününe kadar toplanarak duyuru öncesi günlük kümülatif ortalama anormal getirilere; duyuru gününden olay penceresinin son gününe kadar toplanarak duyuru sonrası günlük kümülatif ortalama anormal getirilere ulaşılmıştır. Olay penceresinin ilk günü ile son günü arasındaki dönemi kapsayan tüm olay penceresi için de kümülatif anormal getiri hesaplanmıştır. Ampirik uygulamanın ilk kısmında, duyuru öncesi ve sonrası kümülatif anormal getiriler kullanılırken, ikinci kısımda ise tüm olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal getiriler kullanılmıştır.

$$AAR_{I(t_{1m}, t_{2m})} = \sum_{t=t_{1m}}^{t_{2m}} AAR$$

4.3. Birleşme ve Devralmanın Kamuya Duyurulması Sonucu Getiri Farklılaşmalarının Belirlenmesi

Ampirik uygulamanın bu kısmında, alınan birleşme ve devralma duyurusunun kamuya açıklanmasından önceki 7 günlük dönem ile sonraki 7 günlük dönem arasındaki elde edilen CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmaktadır. Hedef şirket ortakları ile devralan şirket ortakları birleşme ve devralma olayından farklı şekilde etkilendiklerinden, söz konusu analiz iki grup için ayrı ayrı yapılmıştır.

Ampirik bir çalışmada verilerin normal dağılıma uymaması, analizin sonuçlarının güvenilirliğini zedelemekte ve istatistiksel sonuçların yanlış yorumlanmasına neden olmaktadır (Kalaycı, 2006: 56). Ancak



sosyal bilimlerde verilerin normal dağılıma uymaması sıklıkla rastlanan bir durumdur. Tabachnick ve Fidell (2013), çarpıklık (skewness) ve basıklık (kurtosis) değerlerinin $\pm 1,5$ arasında olmasının normal dağılıma uygunluk olarak kabul edilebileceğini öne sürmüşlerdir. Benzer bir çalışmada George ve Mallery (2001), çarpıklık (skewness) ve basıklık (kurtosis) değerlerinin ± 2 aralığında kaldığı durumlarda normallik varsayımının karşılandığını ortaya koymuşlardır.

Duyuru öncesi CAAR serileri ile duyuru sonrası CAAR serilerinin istatistiksel farkını belirlemek amacıyla kullanılan t-testinin sonuçlarının geçerli olabilmesi için söz konusu serilerin normal dağılım göstermesi gerekmektedir.

H₀: Olay penceresi içerisinde, duyuru günü öncesi ($T_{-1} - T_0$) ve sonrası ($T_{-1} - T_0$), şirket pay senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirileri normal dağılım göstermektedir.

H₁: Olay penceresi içerisinde, duyuru günü öncesi ($T_{-1} - T_0$) ve sonrası ($T_{-1} - T_0$), şirket pay senetlerinin kümülatif ortalama anormal getirileri normal dağılım göstermemektedir.

Tablo 1: Duyuru Öncesi ve Sonrası CAAR Serilerinin Normal Dağılım Sonuçları

Seri	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk			Çarpıklık	Basıklık
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.		
Devralan_Önce	0,199	7	,200*	0,958	7	0,802	-,142	-,573
Hedef_Önce	0,233	7	,200*	0,836	7	0,091	1,048	-,450
Devralan_Sonra	0,264	7	0,149	0,89	7	0,277	-,701	-1,061
Hedef_Sonra	0,258	7	0,174	0,964	7	0,853	1,079	-,247

Tablo 1 incelendiğinde, devralan ve hedef şirketlerin duyuru öncesi ve sonrası tüm CAAR serileri için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Serilerin normal dağılım göstermektedir. Bu durumda seriler, t-testi ile analiz edilmeye uygundur. Yapılan Bağımlı Örnekler t-Testi sonuçları Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2: Bağımlı Örnekler t-Testi Sonuçları

	PARAMETRİK BAĞIMLI ÖRNEKLEM t-TESTİ							
	Mean	Std.Dev	Std.Err.	95% Confidence Interval of the Diff.		t	df	Sig. (2-tailed)
				Lower	Upper			
Devralan_Önce - Devralan_Sonra	-0,0010	0,0045	0,0017	-0,0052	0,0032	-0,585	6	0,580
Hedef_Önce - Hedef_Sonra	0,0331	0,0141	0,0053	0,0201	0,0461	6,228	6	0,001

H_{0,(t7)}: CAAR₋₇ = CAAR₊₇

Devralan ve hedef şirketlerin, duyuru tarihinden önceki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getirileriyle (-CAAR), duyuru tarihinden sonraki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getirileri (+CAAR) arasında fark yoktur.

H_{1,(t7)}: CAAR₋₇ ≠ CAAR₊₇

Devralan ve hedef şirketlerin, duyuru tarihinden önceki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getirileriyle (-CAAR), duyuru tarihinden sonraki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getirileri (+CAAR) birbirinden farklıdır.

Analiz sonuçlarının yer aldığı Tablo 2 incelendiğinde, hedef şirketler için ± 7 günlük olay penceresi için yapılan Bağımlı Örnekler t-Testi sonuçlarına göre %95 güven aralığında H_1 hipotezi kabul edilmiş, H_0 hipotezi reddedilmiştir. Hedef şirketler için, duyuru tarihinden yedi gün önceki ve sonraki kümülatif ortalama anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklıdır. Devralan şirketler için aynı durum geçerli değildir. Devralan şirketler için yapılan analizin sonuçlarına göre %95 güven aralığında H_0 hipotezi reddedilememiştir. Devralan şirketlerin, birleşme ve devralma olayını kamuya açıklamalarının hisse senedi performansı üzerine etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir.

4.4. Birleşme ve Devralmaların Paydaş Değeri Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesi

Analizin bu kısmında, birleşme ve devralma duyurularının, paydaşlar için pozitif ya da negatif bir değer yaratıp yaratmadığı test edilecektir. Birleşme ve devralmaların, değer yaratıp yaratmadığının ortaya koyması açısından, söz konusu olay pencereleri için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirilerin (CAAR) sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığı araştırılmıştır.

Birleşme ve devralma olaylarının kamuya açıklanmasının paydaş değeri üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığının belirlenmesi amacı ile CAAR değişkeni kullanılmaktadır. CAAR değerlerinin, sıfırdan istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığının belirlenebilmesi için; normal dağılım serilerde



Tek Örneklem t -Testi (One-Sample Test) uygulanmıştır. Ancak söz konusu testin uygulanabilmesi için serilerin normal dağılım göstermeleri gerektiğinden, öncelikle serilerin normal dağılıma uygunluğu test edilerek sonuçları Tablo 3'te sunulmuştur.

$H_0: T_{-7} - T_{+7}$; olay penceresi için hedef şirketlerin ve devralan şirketlerin, kümülatif ortalama anormal getirileri normal dağılım göstermektedir.

$H_1: T_{-7} - T_{+7}$; olay penceresi için, hedef şirketlerin ve devralan şirketlerin, kümülatif ortalama anormal getirileri normal dağılım göstermemektedir.

Tablo 3: Tüm Olay Penceresi için CAAR Serilerinin Normal Dağılım Sonuçları

Seriler	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk			Çarpıklık	Basıklık
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.		
Devralan \pm CAAR	0,165	15	,200	0,91	15	0,133*	-,384	-1326
Hedef Ş. \pm CAAR	0,307	15	,0093	0,866	15	0,080*	-0,121	-0,994

Tablo 3'te yer alan analiz sonuçları incelendiğinde, hem devralan şirketler hem de hedef şirketler için hesaplanmış CAAR serilerinin normal dağılım gösterdiği görülmektedir. Her iki seri için de H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Seriler, t-testi ile analiz edilmeye uygundur. Yapılan Tek Örneklem t-Testi sonuçları Tablo 4'de sunulmuştur.

Tablo 4: Tek Örnekler t-Testi Sonuçları

PARAMETRİK TEK ÖRNEKLEM t-TESTİ						
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Devralan (\pm CAAR)	3,546	14	,003	,00704	,0028	,0113
Hedef (\pm CAAR)	8,646	14	,000	,02832	,0213	,0353

$H_0: CAAR_{t7} = 0$

Devralan ve Hedef şirketlerin, birleşme ve devralmanın kamuya açıklandığı tarihten 7 gün önceki ve 7 gün sonraki 15 günlük dönemde kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdır.

$H_1: CAAR_{t7} \neq 0$

Devralan ve Hedef şirketlerin, birleşme ve devralmanın kamuya açıklandığı tarihten 7 gün önceki ve 7 gün sonraki 15 günlük dönemde kümülatif ortalama anormal getirileri sıfırdan farklıdır.

Tablo 4'te yer alan analiz sonuçlarına göre, hem devralan hem de hedef şirketler için H_0 hipotezi reddedilmiş, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. %99 güven aralığında analize dahil edilmiş tüm şirketler için olay penceresinde elde edilmiş kümülatif ortalama anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklıdır. Diğer bir deyişle birleşme kararı alan şirket ortaklarının, olay penceresi içerisinde elde ettiği getiriler normalden farklıdır. İşlemin kamuya açıklanmasının paydaş değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır.

5. Sonuç

Literatürde birçok çalışma şirket birleşme ve devralmalarının hedef şirketler üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Mat Rahim ve Ching (2013), birleşme ve devralma olaylarından; hedef şirket paydaşlarının, devralan şirket paydaşlarına kıyasla belirgin olarak daha yüksek CAAR'lar elde ettiği sonucuna ulaşmıştır. Hogarty'nin (1970) çalışmasını takiben, birçok çalışma, birleşme ve devralmaların (M&A) pay senedi fiyatları üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Jensen (1987)'e göre, birleşme ve devralma işlemleri, pay sahiplerine büyük kazançlar sağlamaktadır. 1977-86 döneminde, hedef şirket paydaşlarına, birleşme ve devralma faaliyetlerinden sağlanan kazançlar 346 milyar doları aşmıştır. Devralan şirketlerin elde ettikleri kazançları tahmin etmek oldukça zordur. Cummins ve Weiss (2004), birleşme ve devralma işlemlerinden, devralan şirket paydaşlarının küçük negatif anormal getiri elde ederken, hedef şirket paydaşlarının %12 ile %15 arasında değişen pozitif kümülatif ortalama anormal getiri ettiği sonucuna varmıştır.

Bu çalışmada şirket birleşmeleri ve devralmalarının hisse senedi performansı ve paydaş değeri üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığı ve birleşme kararını kamuya açıklayan şirket ortağının anormal getiri elde edemediği araştırılmıştır.

Ampirik uygulamanın ilk kısmında şirket birleşmesi kararlarının kamuya açıklanmasının hisse senedi performansı üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Araştırmanın hedef şirketler için yapılan analizinin

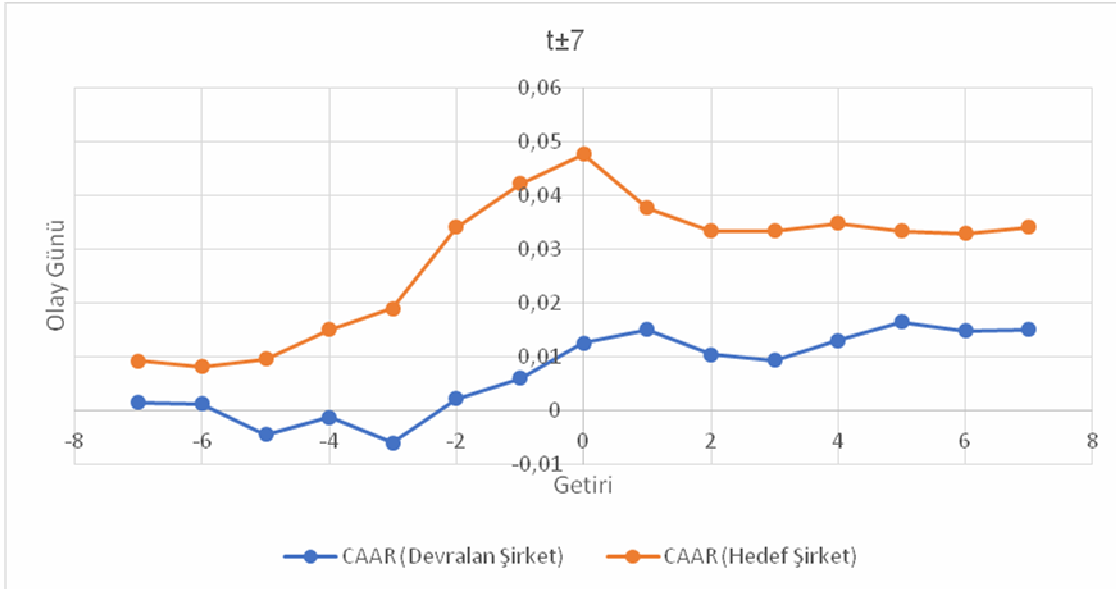


bulguları, literatür bulguları ile örtüşmektedir. Duyuru tarihinden önceki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getiriler, duyuru tarihinden sonraki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getirilerden %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak farklıdır. Başka bir deyişle birleşme ve devralma duyurusunun hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. Devralan şirketler için ise aynı durumdan söz etmek mümkün değildir. Literatürde birçok çalışma devralan şirket hisse senetlerinin, işlemin kamuya açıklanmasından, hedef şirketler kadar etkilenmediği sonucuna ulaşmıştır. Literatür bulguları ile uyumlu olarak, devralan şirketler için hesaplanan duyuru öncesi kümülatif ortalama anormal getiriler ile duyuru sonrası kümülatif ortalama anormal getiriler arasında %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak farkıdır. Birleşme ve devralma işlemlerinin kamuya açıklanması, nispeten büyük ölçekli şirketler olan devralan şirketlerin hisse senetlerinin performansını, çoğunlukla küçük ölçekli şirketler olan hedef şirketlerin hisse senedi performansı kadar etkilememektedir.

Ampirik uygulamanın ikinci kısmında birleşme ve devralma kararlarının kamuya duyurulmasının paydaş değeri üzerinde etkili olup olmadığı araştırılmıştır. Söz konusu etkinin ortaya koyulabilmesi için duyuru tarihinin etrafındaki ± 7 günlük analiz ufku boyunca hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirilerin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığı araştırılmıştır. Başka bir deyişle olay penceresinin başından sonuna kadar birleşme kararı alan şirketin hisse senedini elinde bulunduran bir ortağın, söz konusu işlem sebebi ile normalden farklı getiri elde edip edemediği araştırılmıştır. Tablo 4'te yer alan analiz sonuçlarına göre, hem devralan hem de hedef şirketler için H_0 hipotezi reddedilmiş, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. %99 güven aralığında analize dahil edilmiş tüm şirketler için olay penceresinde elde edilmiş kümülatif ortalama anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklıdır. Diğer bir deyişle birleşme kararı alan şirket ortaklarının, olay penceresi içerisinde elde ettiği getiriler normalden farklıdır. İşlemin kamuya açıklanmasının paydaş değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır.

Şekil 1, 15 günlük olay penceresi içerisinde devralan ve hedef şirketlerin kümülatif ortalama anormal getirilerinin gelişimini göstermektedir. Hedef şirket ortaklarının elde ettiği kümülatif ortalama anormal getiriler, devralan şirketlerin kümülatif ortalama getirilerini göre yüksek seyretmektedir. Hedef şirket ortakları birleşme ve devralma olaylarından devralan şirket ortaklarına göre daha yüksek normal üstü getiri elde etmektedirler. Devralan şirket ortaklarının getirisi de sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı ve pozitifdir. Grafikten de anlaşıldığı üzere getiriler duyuru tarihinden 3 gün önce normalden sapmaya başlamaktadır. Bu durum henüz kamuya açıklanmamış bilgilerin, duyuru tarihinden önce piyasaya sızması olabileceği şeklinde yorumlanabilir.

Şekil 1: Devralan ve Hedef Şirketlerin Kümülatif Ortalama Anormal Getirilerinin Gelişimi



KAYNAKÇA

AYDIN, Nurhan (1990). *İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği*, Ankara: TOBB Yayını.

BRUNER, Rorbert F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*, New Jersey: John Wiley & Sons.

COOLS, Kees; KING, Kermit; CHRIS, Neenan; TSUSAKA, Miki (2004). "Growing Through Acquisitions: The Successful Value Creation Record of Acquisitive Growth Strategies", *The Boston Consulting Group Report*, (Çevrimiçi) <https://www.bcg.com/documents/file14353.pdf>, 16 Mayıs 2016.



- CUMMINS, J. David; WEISS, Mary A. (2004). "Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders?", *Wharton Financial Institution Center Working Paper*, (04-02), ss. 217-258.
- ÇAKIR, Hafize M.; GÜLCAN, Zehra (2012). "Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", *İSMMM Mali Çözüm Dergisi*, Eylül-Ekim, ss. 79-108.
- ÇITAK, Levent; YILDIZ, Fatma K. (2007). "Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni İle Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:22, Sayı:2, ss. 273-295.
- DRUCKER, Peter. (1998). *Fırtınalı Dönemlerde Yönetim*, (Çev. B. Toksöz) İstanbul: İnkılap Yayınevi.
- ELAD, Fotoh L.; BONGBEE, Nko S. (2017). "Event Study on the Reaction of Stock Returns to Acquisition News", *International Finance and Banking*, 4(1), ss. 33-43.
- GEORGE, Darren, MALLERY, Paul (2001). *SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference (3th ed.)*, Boston: Allyn and Bacon.
- HOGARTY, Thomas F. (1970). "Conglomerate Mergers and Acquisitions: Opinion Analyses", *St. John's Law Review*, 44(Special Edition), ss. 317-327.
- JENSEN, Michael C. (1987). "The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy", *The Merger Boom Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston*, (Çevrimiçi) <https://core.ac.uk/download/pdf/6706754.pdf>, 10 Ekim 2016.
- KALAYCI, Şeref. (2006). *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Ankara: Asil Yayıncılık.
- KUMMER, Christopher; STEIGER, Ulrich (2007). "Why Merger and Acquisition Waves Reoccur: The Vicious Circle From Pressure to Failure", (Çevrimiçi) https://www.imd.org/research/publications/upload/Steger_Kummer_WP_2007_11.pdf, 11 Aralık 2016
- LIARGOVAS, Panagiotis; SPYRIDON, Repousis (2011). "The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3, No. 2, ss. 89-100.
- MAT RAHIM, Nurhazrina; CHING POK, We (2013). "Shareholder Wealth Effects of M&As: The Third Wave From Malaysia", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 9(1), ss. 49-69.
- MOELLER, Scott; ZHU, Lin (2016). "An Analysis of Short-Term Performance of UK CrossBorder Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies", *City Research Online*, (Çevrimiçi) http://openaccess.city.ac.uk/15988/1/ZHU%20final%20external_Updated%20v3.pdf, 3 Ocak 2017.
- MOSCHANDREAS, Maria (2000). *Business Economics (2nd Edition)*, London: London Business Press.
- ONCER, Ayla Z. (2012). "İşletmelerin Büyüme Stratejisini Belirlemede Doğrusal Programlama Yaklaşımı", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, XXXIII(II), ss. 405-420.
- SAYILGAN, Güven (2003). *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı*, Ankara: Turhan Kitabevi.
- SEHGAL, Sanjay; BANERJEE, Siddhartha; DEISTING, Florent (2012). "The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns: Evidence from BRICKS Markets", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4(11), ss. 76-90.
- SHAH, Priyanka., & ARORA, Parvinder (2014). "M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study", *Accounting and Finance Research*, Vol. 3(2), ss. 170-190.
- SHALL, Lawrence D.; HALEY, Charles W. (1983). *Introduction to Financial Management (3rd Edition)*, Mc. Graw-Hill: New York.
- TABACHNICK, Barbara G.; FIDELL, Linda S. (2013). *Using Multivariate Statistics*, Boston: Pearson/ Allyn & Bacon.
- TİTİZ, İsmet, DEMİR, Yusuf, ONAT, Osman K. (2007). "Türkiye'de Şirket Birleşmelerinde Birleşme Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yoluyla Belirlenmesi", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, IX(1), ss. 117-139.
- TÜRK, Hikmet S. (1996). *Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi (Cilt 185)*, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- WESTON, John F.; WEAVER, Samuel C. (2001). *Mergers and Acquisitions*, New York: McGraw Hill.
- WHEELEN, Thomas L.; HUNGER, J. David (2002). *Strategic Management and Business Policy (8th Ed.)*, New Jersey: Prentice Hall.
- YILGÖR, Ayşe G. (2004). "Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satılma İşlemlerinin Finansal Amaçları" (Editör: H. Sümer, & H. Pernsteiner), *Şirket Birleşmeleri* (ss. 381-409). İstanbul: Alfa Yayınları.
- YÖRÜK, Nevin; BAN, Ünsal (2006). "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan (30), ss. 88-101.