

**BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ
ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ**

**Pamukkale Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Yüksek Lisans Tezi
İŞletme Anabilim Dalı
Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı**

Ayşe GENÇ

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Ender COŞKUN

Haziran 2012

DENİZLİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe & Finansman Bilim Dalı öğrencisi Ayşe GENÇ tarafından Yrd. Doç. Dr. Ender Coşkun yönetiminde hazırlanan “**BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ**” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 11/06/2012 tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Yrd. Doç. Dr. Dündar KÖK

Jüri Başkanı

Yrd. Doç. Dr. Abdülvahap ÖZCAN

Jüri Üyesi

Yrd. Doç. Dr. Ender COŞKUN

Jüri Üyesi-Danışman

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 04/07/2012 tarih ve 12/14 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Prof.Dr. Turhan KAÇAR
Enstitü Müdürü

TEŐEKKÜR

Tez çalıőmamın hazırlanmasında, değerli görüş ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Ender COŞKUN' a ve süreç içerisinde bana her türlü desteği gösteren, maddi ve manevi olarak her zaman yanımda olan AİLEME sonsuz teőekkürlerimi sunarım.

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atfedildiğini beyan ederim.

İmza :

ÖĞrenci Adı Soyadı : Ayşe GENÇ

ÖZET

BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ

Genç, Ayşe
Yüksek Lisans Tezi, İşletme ABD
Tez Yöneticisi: Yard. Doç. Dr. Ender COŞKUN

Haziran 2012, 116 Sayfa

Şirketler özellikle son yıllarda birleşme ve satın alma yoluyla büyümeye yönelmektedirler. Bu şekilde bir büyüme stratejisi uygulayan şirketler, ölçek ekonomisi etkisi, sinerji etkisi gibi faktörler aracılığı ile ilave değer yaratabilmekte, birleşen şirketlerin bireysel olarak piyasa değerleri toplamından daha yüksek bir değere sahip olabilmektedirler.

Bu çalışmada, şirket birleşme ve satın almalarının, şirketlerin piyasa değeri üzerine kısa dönem etkisi analiz edilmektedir. Bu çerçevede çalışmanın birinci bölümünde birleşme ve satın almalar hakkında kavramsal alt yapı oluşturulmaktadır. İkinci bölümde, piyasa değeri ve piyasa değerine etki eden faktörler üzerinde durulmaktadır.

Üçüncü bölümde ise, İMKB’de işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin, şirketlerin piyasa değerine etkisi “olay çalışması” yöntemi kullanılarak incelenmektedir. Bu amaçla, değerlendirmeye alınan şirketlerin birleşme ve satın alma duyuruları sırasında hisse senedi fiyatlarındaki anormal getiriler ölçülmektedir. Araştırmada, birleşme ve satın alma için görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hisse senetlerinde her iki tarih açısından anormal getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmektedir. Araştırmanın sonucunda birleşme işlemin kamuoyuna duyurulmasından önce, hedef şirket hissedarlarının, pozitif anormal getiri sağladığı, satın alan şirket hissedarlarının ise hedef şirket hissedarlarına oranla daha az getiri sağladıkları ve bu getirilerinin anlamlılığının daha zayıf olduğu görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Birleşme, Satın Alma, İMKB, Kümülatif Anormal Getiri, Satın Alan Şirket, Hedef Şirket

ABSTRACT

MERGERS AND ACQUISITIONS PROCLAMATION MARKET VALUE OF THE SHORT-TERM EFFECTS OF COMPANIES

Genç, Ayşe
Master's Thesis Management ABD
Supervisor: Assistant Proffesor Ender COŞKUN

June 2012, 116 page

Companies are turning to grow through merger and acquisition, especially in recent years. In this way, companies implementing a growth strategy, the effect of economies of scale, value added through such factors may lead to synergy effects, so combined with the individual companies can have a higher value than the sum of market values.

In this study, such as mergers and acquisitions, short-term effects on the market value of companies have been analyzed. In this context, mergers and acquisitions has been the first part of study on the conceptual sub-structure. The second section focuses on the market value and the factors affecting the market value.

In the third section, traded companies in mergers and acquisitions transactions realized at ISE influence the market value of companies are analyzed by the method of "Event study". For this purpose, abnormal return of stock prices of companies were taken into consideration on during the announcements of mergers and acquisitions are measured. In the study, announcement to starting and completing negotiations for mergers and acquisitions that acquired the company and the target company abnormal returns for stocks has been ensured, are tested for each date. As a result of the research before the public announcement of the merger transaction shareholders of the target company, provided positive abnormal returns, on the other hand the company shareholders who acquired provided less than the return to shareholders of the target company and is seen to be weaker than the return significance.

Keywords: Mergers, Acquisitions, ISE (Istanbul Stock Exchange), Cumulative Abnormal Return, Acquirer Company, Target Company

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLOLAR DİZİNİ	ix
GRAFİKLER DİZİNİ	x
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATINALMALARIN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

1.1. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ	4
1.1.1. Şirket Birleşmeleri	5
1.1.2. Şirket Satın Almaları.....	5
1.2. BİRLEŞME VE SATIN ALMA YÖNTEMLERİ	6
1.2.1. Satın Alan Şirketin Hedef Şirketin Hisse Senetlerini Satın Alması.....	6
1.2.2. Hedef Şirketin Varlıklarının Satın Alınması.....	7
1.2.3. Yeni Bir Tüzel Kişilik Altında Toplanma.....	7
1.2.4. Borçlanarak Satın Alma	8
1.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN NEDENLERİ	9
1.3.1. Büyüme	9
1.3.2. Sinerji.....	9
1.3.3. Ölçek Ekonomilerine Ulaşma	10
1.3.4. Serbest Nakit Akımları.....	11
1.3.5. Çeşitlendirme	12
1.3.6. Kaynak Sağlama Kapasitesini Genişletme.....	12
1.3.7. Vergi Avantajı.....	13
1.3.8. Fikri ve Sınai Haklar Elde Etme	14
1.3.9. Yönetimde Etkinlik Sağlamak	14
1.3.10.Psikolojik Nedenler.....	14
1.4. BİRLEŞME VE SATIN ALMA SÜRECİ.....	15
1.4.1. Birleşmenin Planlanması.....	15
1.4.2. Hedef Şirketin Seçimi ve Teklif Verilmesi	15
1.4.3. Ayrıntılı İnceleme	16
1.4.4. Müzakere Süreci	17

1.4.5. İşlemin Tamamlanması ve Entegrasyon	17
1.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNDE YAŞANAN BAŞARISIZLIK NEDENLERİ... 17	
1.6. ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARININ TARİHSEL GELİŞİMİ..... 19	
1.6.1. Dünyada Şirket Birleşmeleri	20
1.6.1.1. Birinci Birleşme Dalgası (1897–1904)	20
1.6.1.2. İkinci Birleşme Dalgası (1916–1929)	21
1.6.1.3. Üçüncü Birleşme Dalgası (1965–1969)	22
1.6.1.4. Dördüncü Birleşme Dalgası (1981–1989)	23
1.6.1.5. Beşinci Birleşme Dalgası (1992–)	24
1.6.2. Türkiye’ de Şirket Birleşme ve Satın Almaları	26
1.7. TÜRKİYE’ DE ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN HUKUKİ YAPISI..... 30	
1.7.1. Türk Ticaret Kanunu Açısından Şirket Birleşme ve Satın Almaları	30
1.7.2. Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Şirket Birleşme ve Satın Almaları	32
1.7.3. Rekabet Hukuku Açısından Şirket Birleşmeleri	33
1.7.4. Vergi Hukuku Açısından Şirket Birleşmeleri	34

İKİNCİ BÖLÜM

PİYASA DEĞERİ VE PİYASA DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER

2.1. DEĞER KAVRAMI	35
2.2. BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA PİYASA DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRKER.....	39
2.2.1. Birleşme ve Satın Almalarının Finansmanı	41
2.2.2. Ele Geçirme Teklifinin Şekli	45
2.2.3. Birleşme Şekli	46
2.2.4. Sinerji Etkisi.....	49
2.2.5. Aşırı Fiyat Teklifi.....	55
2.2.6. Düşük Değerlenmiş Varlıklar	57
2.2.7. Serbest Nakit Akımları.....	58
2.2.8. Yönetim Etkisi	59
2.2.9. Birleşecek Şirketlerin Büyüklüğü	60
2.3. BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN PERFORMANS DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER	61
2.3.1. Muhasebe Verilerine Dayalı Performans Değerleme Yöntemleri	61
2.3.2. Hisse Senedi Fiyatlarına Dayalı Performans Değerleme Yöntemleri	62

2.4. ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARININ BİRLEŞEN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ FİYATLARINA OLAN ETKİLERİ.....	62
2.4.1. Birleşme Öncesi Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri	62
2.4.2. Birleşme Sonrası Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri.....	64
2.4.2.1. Kısa Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri	64
2.4.2.2. Uzun Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri.....	65
2.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE PİYASA DEĞERİ İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALARDA ELDE EDİLEN BULGULARIN GENEL DEĞERLENDİRMESİ.....	66

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	73
3.2. ARAŞTIRMANIN KAPSAM VE VERİLERİ	73
3.3. ARAŞTIRMADA KULLANILAN YÖNTEM	74
3.3.1. Duyuru Gününün ve Olay Penceresinin Belirlenmesi	75
3.3.2. Anormal Getirilerin Hesaplanması	75
3.4. ÇALIŞMADA ELDE EDİLEN BULGULAR	78
3.4.1. Satın Alan Şirket Açısından Elde Edilen Bulgular	78
3.4.2. Hedef Şirket Açısından Elde Edilen Bulgular	84
SONUÇ	92
KAYNAKLAR	96
EKLER.....	102
ÖZGEÇMİŞ	116

TABLOLAR DİZİNİ

	Sayfa
Tablo 1.1: 1897–1904 Yılları Arasındaki Birleşmeler.....	21
Tablo 1.2: 1963–1970 Yılları Arasındaki Birleşmeler.....	22
Tablo 1.3: 1981–1989 Yılları Arasındaki Birleşmeler.....	23
Tablo 1.4: 1975–2000 Yılları Arasındaki Birleşme Türleri.....	24
Tablo 1.5: Birleşme ve Satın Almaların 2002-2011 Yılları İtibariyle Sektörel Dağılımı.....	28
Tablo 1.6: 2001-2011 Yılları Arasında Rekabet Kurumu’nda Sonuçlandırılan Birleşme ve Devralmalar.....	29
Tablo 2.1: Şirket Birleşmelerinin Kısa Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmalar.....	65
Tablo 2.2: Şirket Birleşmelerinin Uzun Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmalar	66
Tablo 3.1: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler	79
Tablo 3.2: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri.....	80
Tablo 3.3: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler	82
Tablo 3.4: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri.....	83
Tablo 3.5: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri.....	85
Tablo 3.6: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler	86
Tablo 3.7: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler	88
Tablo 3.8: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri.....	89

GRAFİKLER DİZİNİ

	Sayfa
Grafik 1.1: Ölçek Ekonomisi ve İşletmenin Optimal Büyüklüğü	11
Grafik 3.1: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	80
Grafik 3.2: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	81
Grafik 3.3: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	83
Grafik 3.4: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	84
Grafik 3.5: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	85
Grafik 3.6: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	87
Grafik 3.7: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	89
Grafik 3.8: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı.....	90

SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

BSA	Borçlanarak Satın Alma
CAR	Cumulative Abnormal Return
CAARs	Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler
EMU	European Monetary Union
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAG	Kümülatif Anormal Getiri
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
SPK	Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	Türk Ticaret Kanunu
YSA	Yönetimin Satın Alması

GİRİŞ

Günümüz şirket birleşmelerinin temelleri 17. yüzyılda atılmıştır. İçinde bulunduğumuz yüzyılda, özellikle küreselleşme kavramı çerçevesinde büyük bir yeniden yapılanma süreci yaşanmaktadır. Şirketler bu değişim ve gelişimi takip ederek varlıklarını sürdürebilir kılmaya çalışmaktadırlar. Genel anlamda işletmelerin amacı, işletmenin piyasa değerini maksimize etmektir. Şirket yetkileri bu değişim ve gelişimden olumlu bir şekilde etkilenmenin ve piyasa değerini maksimize etmenin yollarını aramaktadırlar.

Ülkeler arasında serbest ticaret bölgelerinin oluşturulması, gümrük birliği ve ekonomik birlik anlaşmaları, kuramsal ve kurumsal yapılanmaların ortaya çıkardığı yeni ekonomik, sosyal ve siyasi ortam, ar-ge faaliyetlerinin artması, teknolojik yeniliklerin gerçekleşmesi ve teknoloji transferi süreçlerinin kısılması gibi nedenler rekabetin küresel bir boyuta dönüşmesine yol açmıştır. Küresel rekabetin artması, şirketlerin hayatta kalmalarını giderek zorlaştırmaktadır. Bu durumda şirketlerin bu gelişmelere kayıtsız kalmaları mümkün olmamaktadır. Bu yeni ortam ve koşullar şirketleri, değişen şartlara uyum sağlama zorunluluğu ile karşı karşıya bırakmaktadır (Alagöz, 2007: 1).

Küresel rekabetin artması, şirketlerin hayatta kalmalarını giderek zorlaştırmaktadır. Şirketlerin güçlü kalması, bir takım stratejik kararların doğru zamanda ve doğru biçimde uygulanabilmesine bağlı hale gelmektedir. Bu rekabetçi ortam, doğal olarak şirketleri zaman içinde çeşitli stratejik işbirlikleri kurmaya yönlendirmektedir (Titiz vd., 2007: 118).

İşletmeler, bir yandan rekabet ortamında yaşamlarını sürdürmeye çalışırken, diğer yandan da büyüme faaliyetlerinde buldukları alanlarda gelişmeye çalışırlar (Eren, 2002: 222). Gerek makro gerekse mikro açıdan önemli bir stratejik karar olan büyüme, işletmeler tarafından çok iyi bir şekilde planlandığı ve uygulandığı takdirde kendine özgü birçok avantajı beraberinde getirmektedir. Büyüme, kendi iç imkanları ile büyümesi olarak nitelendirilebilecek içsel büyüme ve diğer şirketlerin imkanları ile kendi imkanlarını birleştirerek büyümesi olarak ifade edilebilecek dışsal büyüme olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür.

İçsel büyüme; işletmelerin mevcut kapasitelerini arttırmak için, işletme içinden veya dışından kendi imkanları ile sağladıkları fonlarla büyümeleridir. Özellikle, küçük işletmeler, büyük işletmelere göre içsel büyümeyi daha çok tercih etmektedirler. (Ceylan, 2000: 286) İçsel büyüme stratejilerinin birçok olumlu sonucu bulunmaktadır. Öncelikle, içsel büyümeden yüksek getiri beklenmektedir. Şirket kültürü veya uygulamalar açısından, dışsal büyüme stratejilerinde karşılaşılan sorunların burada yaşanmaması da diğer bir olumlu sonucudur. Ancak içsel büyümelerin en önemli olumsuzluğu, uzun zaman alması ve çoğu zaman dışarıdan yardım almak zorunluluğunda kalınması olarak görülmektedir (Weston ve Weaver, 2001: 131).

Dışsal büyüme ise, bir işletmenin diğer bir işletmenin tamamını veya bir bölümünü ya da varlıklarını satın alarak büyümesiyle gerçekleşir. İşletmeler bazı durumlarda, başka işletmeleri tümüyle veya kısmen satın alarak ya da yönetim ve denetimlerini ele geçirerek büyümeyi, içsel büyümeye tercih etmektedirler. Bu tür büyüme modelinin önemi özellikle 20. yüzyılın başlarından itibaren, ekonomik yapının gelişmesi, pazarların büyümesi, üretim teknolojisinin değişmesi, yeni üretim ve pazarlama yöntemlerinin uygulamaya konulmasıyla artmıştır (Akgüç, 1998: 891).

Şirket yöneticileri birleşme ve satın alma faaliyetini, ekonomik ve finansal fayda sağlamak ve sinerji etkisinden yararlanmak amacıyla gerçekleştirmektedirler. Yani, bağımsız olarak faaliyetlerini sürdüren işletmelerin birleşmesi ile birlikte, birleşme işlemi gerçekleştiren işletmelerin bireysel olarak piyasa değerleri toplamından daha yüksek bir değere sahip olması amaçlanmaktadır. Ayrıca, birleşme ve satın almalar ile işletmenin ortalama maliyetleri düşürülerek verimliliğin artırılması da sağlanmaktadır. Bunların yanında, maliyet avantajı sağlanması, yeni ürün pazarlarına ve coğrafi pazarlara girilmesi, borçlanma kapasitesinin artırılması gibi nedenler piyasa tarafından da pozitif şekilde değerlendirilen rasyonel nedenlerdendir. Şirket birleşmelerinde ekonomik nedenlerin ön planda olmasına karşın bazen psikolojik etmenlerde birleşmeye iten neden olabilir. Bu durumda genellikle, yöneticinin kişisel tercihleri ve yöneticilerinin egolarını tatmin etmek istemeleri birleşme kararlarında etkili olmaktadır.

Bu çalışma kapsamında, bir dışsal büyüme şekli olan şirket birleşmeleri ve satın almaları incelenmekte, şirket birleşme ve satın almalarının, birleşen şirketlerin piyasa değeri üzerine kısa dönem etkisi analiz edilmektedir. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde bir dışsal büyüme stratejisi olan birleşme ve satın almalar hakkında kavramsal alt yapı oluşturulmaktadır. Bu kapsamda birleşme ve satın almaların genellikle birbiri yerine kullanılan ve karıştırılan iki kavram oldukları ancak temel bazı noktalarda önemli farklılıklar taşıdıkları açıklanmakta, birleşme ve satın alma türleri, birleşme ve satın alma yöntemleri üzerinde durulmaktadır. Bu bölümde ayrıca şirketleri birleşme ve satın almalara iten nedenler ve birleşme ve satın almalarda ki başarısızlık nedenleri ele alınmaktadır. Birleşme ve satın almaların tarihsel gelişim süreci ve son olarak birleşme ve satın almaların hukuki yapısı üzerinde durulmaktadır.

İkinci bölümde, piyasa değeri ve piyasa değerine etki eden faktörler üzerinde durulmaktadır. Ardından birleşme ve satın alma işlemlerinin performansının değerlendirmesinde kullanılan yöntemler açıklanmaktadır. Ayrıca bu bölüm de şirket birleşme ve satın almalarının, birleşen şirketlerin hisse senedi fiyatlarına olan etkilerini konu alan literatürde elde edilen bulgular değerlendirilmektedir.

Çalışmanın amacı, değerlendirmeye alınan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satın alma duyurularına karşı verdikleri tepkinin ortaya konmasıdır. Bu amaçla üçüncü bölümde, İMKB’de işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin, şirketlerin piyasa değerine etkisi “olay çalışması” yöntemi kullanılarak incelenmektedir. Buna göre birleşme ve satın alma için görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hisse senetlerinde her iki tarih açısından anormal getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. BİRLEŞME VE SATINALMALARIN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

1.1. Şirket Birleşmelerinin Teorik Çerçevesi

Küreselleşme ile sınırların önemini yitirmesi, tek para birimine geçilmesi, şirketleri dış rekabete karşı küresel ortaklıklara özendirmiştir. Bu durum, dünya üzerindeki şirketlerde yeniden yapılanmayı gündeme getirmiştir. Yeniden yapılandırmanın hedefi, şirketin faaliyet gösterdiği değişik alanlardaki aktif kıymetlerinin düzenlenerek şirketin pazar değerinin veya ortaklarının servetinin yükseltilmesidir. Finansal yeniden yapılandırma işlemi ise özkaynak ve borçluluk yapısı ile ilgili düzenlemeler yapılarak işletme değerinin artırılmasını amaçlar. Temelinde ekonomik nedenler yatan finansal yeniden yapılandırma çalışmalarında, işletmeler başarılarını kanıtlamak ve değişen koşullara rağmen varlıklarını daha güçlü bir şekilde sürdürebilmek için büyüme yolunu tercih etmektedirler (Yörük ve Ban, 2006: 89).

Ulusal ve uluslararası piyasalarda başarılı olmayı hedefleyen işletmelerin amaçlarına ulaşabilmeleri için, sermaye artırımına gitmeleri ve tür değiştirmeleri veya aynı alanda faaliyet gösteren işletmelerin birleşmeleri gerekmektedir. İşletme çevresinde oluşan bu hızlı değişim, işletmenin birçok açıdan yeniden yapılanmasını öncelikli hale getirmekte, böylece işletmeleri birleşme ve satın almalara doğru yönlendirmektedir (Alagöz, 2007: 1).

Genellikle birleşme ve satın alma faaliyetleri birleşme olarak tek bir terimle ifade ediliyorsa da aslında ikisi birbirinden farklı işlemlerdir. TTK m.136' da bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle “devralma şeklinde birleşme” veya

şirketlerin yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri, teknik terimle “yeni kuruluş şeklinde birleşme” olarak adlandırılmaktadır.

1.1.1. Şirket Birleşmeleri

Tanım olarak birleşme, iki ya da daha fazla işletmenin bütün kaynaklarını bir araya getirerek hukuki varlıklarını kaybetmeleri ile birlikte ortaya yeni işletme olarak çıkmaları stratejisidir (Dinçer, 2004: 219). Birleşmeler (mergers), benzer büyüklükteki iki şirket arasında piyasa gücünü veya verimliliğini artırmak amacıyla gerçekleştirilmektedir (Gedikkaya ve Gürler, 1999).

Akgüç (1998)’ e göre birleşme; iki veya daha fazla işletmenin daha etkin bir ekonomik teşebbüs oluşturma amacıyla bir örgütlenme altında toplanmasıdır.

Ülgen ve Mirze (2004) ise, şirket birleşmelerinin, ülkemizde “şirket evlilikleri” olarak adlandırıldığını ve bu isimle tanındığını belirtmektedir. Birleşmede iki veya daha fazla sayıda bağımsız işletme, eski kimlik ve tüzel kişiliklerini sona erdirerek, sahip oldukları tüm varlıklarını ve yeteneklerini birleştirmek suretiyle, yeni bir isim altında bağımsız bir işletme olarak faaliyete geçerler. Amaç, güçlerini eşit koşullarda birleştirerek daha güçlü bir duruma gelmek ve böylece yaşamlarını devam ettirmek, büyümek, durumlarını korumak veya rekabet üstünlüğü sağlamaktır.

TTK’ ya göre “Birleşme, devrolunan şirketin malvarlığı karşılığında, bir değişim oranına göre devralan şirketin paylarının, devrolunan şirketin ortaklarınca kendiliğinden iktisap edilmesiyle gerçekleşir. Birleşmeyle, devralan şirket devrolunan şirketin malvarlığını bir bütün hâlinde devralır. Birleşmeyle devrolunan şirket sona erer ve ticaret sicilinden silinir”.

1.1.2. Şirket Satın Almaları

Satın alma stratejisi, birleşmenin değişik bir şeklidir. Şirket, yeni bir pazara girmek veya mevcut pazarda etkinliğini artırmak amacıyla hareket eder ve tatmin edici bir şekilde çalışmayan bir başka şirketi kendi bünyesine dahil eder. Satın almayı

birleşme stratejilerinden ayıran özelliklerden en önemlisi, bir şirketin alacak ve borçlarıyla birlikte tüm varlıklarının satın alan şirketin varlıklarına eklenmesidir. Birleşme stratejisinde bütün şirketler hukuki varlıklarını kaybederek yeni bir şirket olarak ortaya çıkarken, satın alma stratejisinde diğer şirketler, satın alan şirketin kimliğine bürünmektedir. Böylece satın alan şirket hukuki varlığını devam ettirirken, diğerleri ortadan kalkar ve piyasaya yeni hisse senetleri sunulmaz (Dinçer, 2004: 220).

Ülgen ve Mirze (2004) tarafından işletme satın almaları; “bir işletmenin başka bir işletmenin tamamını veya çoğunluk hisselerini satın alarak, o işletmeyi kontrolü altına alması ve kendine bağlı bir işletme haline getirmesi” şeklinde tanımlanmaktadır. Satın almada, birleşmede olduğu gibi satın alan ve hedef işletmenin tüzel kişiliği sona ermez. Hedef işletme, satın alanın portföyündeki işletmelerden biri yani bağlı işletme olarak satın alan diğer adıyla ana işletmenin yönetim kontrolünde faaliyetlerine devam eder. Ana işletme arzu ederse uzun dönemde bağlı işletmenin tüm varlık ve borçlarını kendi işletmesine katarak bağlı işletmenin faaliyetini ve hukuki varlığını sona erdirir. Satın alma, birleşmelerin aksine genellikle satın alan işletmenin tek taraflı arzusu ile gerçekleşmektedir.

1.2. Birleşme ve Satın Alma Yöntemleri

Bir şirketin satın alınmasıyla, iki şirketin bir şirkette birleşmesi gerçekleştirilir. Birleşmenin değişik bir şekli olan satın alma stratejisinin gerçekleştirilmesinde literatürde farklı yöntemlerin kullanıldığı görülmektedir. Aşağıda bu yöntemler açıklanmaktadır.

1.2.1. Satın Alan Şirketin Hedef Şirketin Hisse Senetlerini Satın Alması

Hisse senetlerinin tamamını veya % 51’ini ele geçirmek suretiyle yapılan bu tür birleşmede, hedef şirket bağlı ortaklık olarak tüzel kişiliğini devam ettirmektedir. Ancak yönetim ve denetim açısından satın alan şirketin kontrolü altındadır. Şirket faaliyet bağımsızlığına sahip görünse de, satın alan şirketin denetimi altında olduğundan ekonomik açıdan bağımsızlığı bulunmamaktadır (Akgüç, 1998: 892).

Genellikle hedef şirket yöneticilerinin onayı ve işbirliği aranır, fakat hedef şirket yönetimi buna karşı çıksa bile, satın alan şirket hedef şirketin dolaşımdaki hisse senetlerinin büyük bir çoğunluğunu satın almaya çalışabilir. Doğrudan hedef şirketin hissedarlarına hisselerini satın alma teklifi götürerek hedef şirketin yönetimini saf dışı bırakabilir. Hissedarların hisselerini satın alma teklifine aleni alım teklifi verme (tender offer) denir. Satın alan şirket bunda başarılı olursa kontrolü ele geçirir. Bunun yanında işbaşındaki yönetimi değiştirip, kendi yöneticilerini tayin edebilir (Brealey vd, 1997: 607).

1.2.2. Hedef Şirketin Varlıklarının Satın Alınması

Bu yöntemde hedef işletme, varlıklarının satın alınması yolu ile elde edilmektedir. Ancak bu durum varlıkların sahipliğinin aktarılmasını gerektirmekte ve ödeme doğrudan hissedarlara değil, hedef işletmeye yapılmaktadır. Hedef işletme varlıklarının bir kısmını ya da tamamını satabilir. Hedef şirket hiçbir işletme faaliyetini yürütemeyen bir bağımsız kişilik olarak varlığını devam ettirir (Brealey, 1997: 607). Ayrıca hedef şirket varlıklarının karşılığında aldığı değerleri başka alanlara yatırarak faaliyetlerine devam edebilir ya da tavsiyeye gidebilir. Varlıkların tümünü değil bir kısmını satan şirket ise varlığını sürdürmeye devam etmektedir (Akgüç, 1998: 892).

1.2.3. Yeni Bir Tüzel Kişilik Altında Toplanma

Adından da anlaşılacağı gibi bu tür birleşmelerde, birleşen işletmelerin tüzel kişilikleri sona ermekte ve birleşme sonucu yeni bir tüzel kişilik ortaya çıkmaktadır. Konsolidasyonda birden fazla şirket tasfiye edilir ve aktif ve pasifleri yeni kurulan şirketin bilançosuna dahil edilir. Konsolidasyonun yapılabilmesi için şirketlerin aynı faaliyet alanında veya birbirlerini tamamlayan alanlarda faaliyette bulunmaları gerekmektedir. Farklı faaliyet alanlarında faaliyet gösteren şirketlerin konsolide edilmesi hemen hemen imkansızdır (Türko, 2002: 582).

Bu tür birleşmelerde iki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarını sona erdirmek suretiyle, bütün hak ve varlıklarını yeni oluşturulan işletmede toplamaları söz konusu olmaktadır (Yörük ve Ban, 2006: 92).

1.2.4. Borçlanarak Satın Alma

Yukarıda sayılan yöntemlerin dışında diğer bir yöntem ise borçlanarak satın alma yani BSA yöntemidir. Küçük ölçekli işletmeler arasında satın alma genellikle satın alan işletmenin nakit imkanları ile gerçekleştirilmektedir. Ancak büyük ölçekli işletmelerin satın alınmasında ödenecek bedeller çok daha yüksek olduğundan, işletmenin satın alma işlemini kendi imkanları ile gerçekleştirmesi bazen mümkün olmamaktadır. Böyle durumlarda borçlanarak satın alma bir taktik olarak kullanılmaktadır. Bu yöntemde satın alma bir yatırım projesi niteliğine dönüştürülmekte ve satın almayı gerçekleştirecek fonlar sağlanmaya çalışılmaktadır. Satın alan işletme sağladığı borç sermaye ile hedef işletmenin hisse senetlerini satın almakta ve genellikle satın aldığı işletmeyi sermaye piyasasından çıkartarak özelleştirmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 323).

Borçlanarak satın alma ya da BSA, sıradan iktisaptan iki bakımdan ayrılmaktadır. Birincisi, satın alma maliyetinin büyük bir kısmı borç finansmanı ile sağlanır. Bu borçların büyük bir kısmı hatta bazen tamamı riskli borçlardan oluşmaktadır. İkincisi, BSA' da hedef şirketin hisseleri sermaye piyasasından çekilerek özelleştirildiği için hedef şirket artık serbest piyasada işlem görmemeye başlar. BSA' da bir grup yatırımcı şirketi özel olarak devralır. Çoğunlukla yatırımcı gruba şirketin yönetimi liderlik eder, buna da yönetimin satın alması (management buy-out) yani YSA denilmektedir. YSA' da şirketin yöneticileri şirketi hissedarlardan satın almakta ve yönetmeye devam etmektedirler. BSA'ların çoğu gerçekte YSA' dır (Brealey, 1997: 621).

1970 ve 1980' lerdeki birçok YSA çeşitlendirilmiş büyük şirketlerdeki istenmeyen bölümler için düzenlenmiştir. O dönemde, şirketin asıl faaliyet konusu dışında kalan küçük bölümlerde, genellikle üst yönetimin ilgisinin ve kararının eksikliği duyulmuş ve bu durum bölüm yönetiminin şirket bürokrasisi altında yıpranmasına neden olmuştur. Böyle birçok bölüm YSA yoluyla ana şirketten ayrılınca gelişmiş ve olgunlaşmıştır. Bu şirketlerin borç servisleri için nakit oluşturma ihtiyacı tarafından sıkılaştırılan ve işletmede önemli kişisel ödüllerle teşvik edilen yöneticilere maliyetleri azaltma yolları bulunmuş ve daha etkin rekabet sağlanmıştır (Brealey, 1997: 621).

1.3. Birleşme ve Satın Almaların Nedenleri

İşletmeleri dışsal büyümeye yani birleşme ve satın alma faaliyetlerine iten nedenler genel olarak, finansman kolaylığı, sermaye piyasasının birleşmeyi olumlu karşılaması ve vergi yasalarının sağladığı üstünlükler olarak ifade edilmektedir. Geniş kapsamda ise, hızlı büyüme, pazar payını arttırma, vergi avantajlarından yararlanma, çeşitlendirme yoluyla risk dağıtma, ölçek ekonomilerinden yararlanma, ürün programını geliştirme ve genişletme, coğrafi olarak genişleme, hisse senedinin piyasa değerini yükseltme, teknik bilgi ve uzmanlığın satın alınması, mevsimsel ve dönemsel satış dalgalanmalarının dengelenmesi, işletmenin güç ve prestijini arttırma, yetenekli ve uzman yöneticilere sahip olma, işletmenin dağıtım kanallarını ve arz üzerindeki denetimi arttırma gibi nedenler şeklinde sıralanabilir (Balaban ve Okutan, 2009: 303). Aşağıda bu nedenlerden bazıları açıklanmaktadır.

1.3.1. Büyüme

Temel hedefi işletmenin piyasa değerini maksimize etmek olan işletmeler bu hedefi gerçekleştirirken aynı zamanda da büyürler. Özellikle ekonomide yapısal değişimin hızlandığı son yıllar işletmelerde büyüme sürecine ivme kazandırmıştır. Pazarın genişlemesi ve artan talep karşısında iş kolunda kalmak isteyen şirketler için büyüme kaçınılmaz olmuştur. Büyüme başaramayan işletmeler yeni teknolojileri uygulama fırsatı bulamamaktadır. Rekabet yeteneğini kaybeden bu işletmeler, büyüyen şirketler karşısında dayanamayıp pazarı terk etmek zorunda kalmaktadırlar. Bazıları ise büyüyen başarılı işletmeler tarafından satın alınmaktadır (Berk, 2003: 445).

1.3.2. Sinerji

Şirket birleşmelerinde ikinci önemli neden, şirketlerin farklı parçalarının bir araya gelmesiyle ortaya çıkacak sinerjiden faydalanabilmektir. Birleşmelerin temelinde, bağımsız olarak faaliyetlerini sürdüren işletmelerin birleşmesi ile işletmelerin varlığını koruyacak işletmenin veya yeni oluşacak işletmenin, birleşmeye katılan işletmelerin bireysel pazar değerleri toplamından daha yüksek bir değere sahip olması amaçlanmaktadır (Akgüç, 1998: 892). Şirket birleşme ve satın almalarında sinerji oluşturulması, satın alan şirketin kendi güçlü yanlarını kullanarak hedef şirketin

performansını artırması ya da hedef şirketin güçlü yanlarından faydalanarak kendi zayıflıklarını kapatması imkanını sağlamaktadır (Kutlan, 2004: 260).

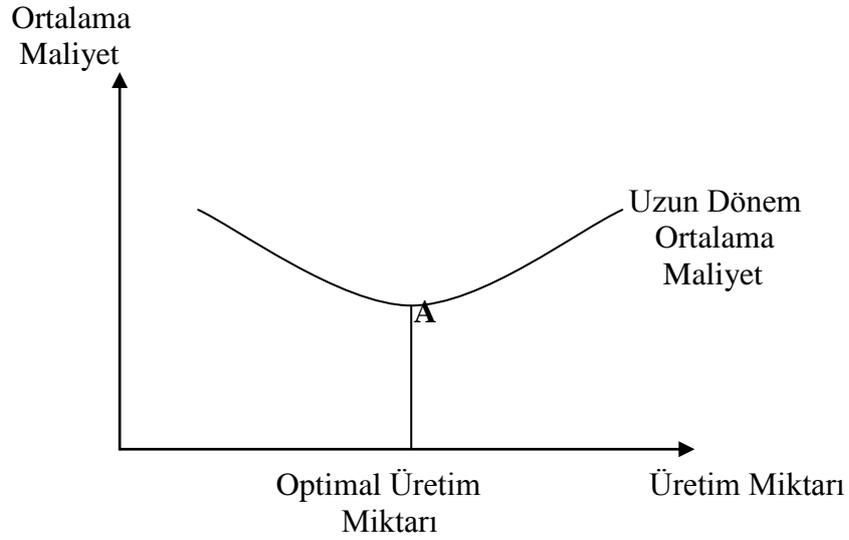
Birden fazla şirketin bağımsız faaliyet gösterirken faaliyetlerini bir araya getirerek birleşmelerinin altında kazanç elde etme beklentisi yatmaktadır. Şirketler birleşme veya satın alma ile birlikte gelecekteki nakit akımlarında bir artış beklemediklerinde birleşirler. Bunun yanında şirketler birleşme sonucunda risklerini azaltarak hisse senedi sahipleri için reel faydalar sağlayabileceklerini umdukları zaman birleşirler (Çelik, 1999: 31).

Sinerji etkisi, daha geniş bir ifadeyle tümün kendini oluşturan parçalar toplamından daha yüksek olması şu nedenlerden kaynaklanabilir (Akgüç, 1998: 892):

- i. Faaliyet etkinliğinin artmasına bağlı olarak faaliyet giderlerinin azalması ve kar marjının yükselmesi
- ii. Şirketin finansal yapısının düzelmesi veya finansal ekonomiler sonucu, hisse senetlerinin Fiyat/Kazanç oranının yükselmesi, daha düşük borçlanma maliyeti ve/veya borçlanma kapasitesinin genişlemesi sonucu sermaye maliyetinin azalması
- iii. Pazarda etkinliğinin, pazar gücünün artması,
- iv. Yönetim becerisinin yükselmesi

1.3.3. Ölçek Ekonomilerine Ulaşma

Şirketlerin, işletme büyüklüğü veya üretim ölçeğindeki artış nedeniyle kendi içinde sağladığı olumlu etkilere ölçek ekonomisi (economies of scale) denir. Bu olumlu etki şirketin ölçeğini arttırarak uzun dönem ortalama maliyetlerinin optimal noktaya kadar azalması şeklinde görülür. Optimal ölçek büyüklüğü olarak adlandırılan bu noktadan sonra şirketin ölçeğinin arttırmaya devam edilmesi negatif ölçek ekonomileri durumunu ortaya çıkarmaktadır (Çelik, 1999: 38).



Grafik 1.1: Ölçek Ekonomisi ve İşletmenin Optimal Büyüklüğü (Çelik, 1999: 39)

Birçok şirket için büyüme ve karlılığı artırabilme çabası, ulusal pazarlar dışına çıkma ve dünya pazarına ulaşma arzusu, maliyetleri azaltarak rekabet üstünlüğü sağlamakla mümkündür. Bu yüzden ölçek ekonomileri, dünya firması olmanın en önemli unsurudur (Tanyılmaz, 2004: 691).

1.3.4. Serbest Nakit Akımları

“Şirket içinde gerçekleşen yeni yatırımların finansmanı için gerekli olanın dışındaki nakit akımları serbest nakit akımları olarak adlandırılmaktadır”. Şirketler özellikle olgunlaşmış bir pazarda faaliyet gösteriyorlarsa, önemli tutarda nakit oluşturma fırsatını bulabilmektedirler (Brealey vd., 1997: 610). Serbest nakit akımı teorisi, temelde fazla nakdi olan olgun şirketlerin bunu karlı bir şekilde kullanamayıp heba etme eğiliminde olmaları şeklindedir. Bu tür kaynaklara sahip şirketler, söz konusu nakit fazlasını karlı alanlarda kullanamadıklarında, nakde ihtiyaç duyan başka şirketlerin hedefi haline gelebilmektedirler.

1.3.5. Çeşitlendirme

Herhangi bir şirketin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını arttırması anlamına gelen çeşitlendirme (diversification), riskten kaçınmak isteyen birçok şirketin birleşmesinde belirleyici faktör olmaktadır (Çelik, 1999: 40). Durgun veya düşük büyüme hızına sahip bir sektör veya iş kolundaki bir şirket, daha hızlı büyüyen ve büyüme potansiyeli olan daha karlı sektörlere yatırım yaparak faaliyet alanını çeşitlendirebilir (Akgüç, 1998: 895).

Şirketleri, çeşitlendirmeye yönelten başlıca amaç, daha karlı ve büyüme potansiyeline sahip bir sektörde faaliyet gösterme isteğidir. Şirketlerin ana faaliyet gösterdiği sektörün olgunluk düzeyine erişmiş olması, büyüme oranının yavaşlaması, sektördeki yoğun rekabetin karlılığı azaltması gibi nedenler şirketleri çeşitlendirmeye sevk edebilir. Ayrıca işletmeler çeşitlendirme ile kaynaklarını daha istikrarlı ve büyüme potansiyeline sahip bir endüstriye aktararak, karlarını ve nakit akımlarını daha istikrarlı hale getirebilir ve işletme riskini azaltabilirler (Yılğör, 2004: 385).

Şirket birleşmelerinin çoğunda çeşitlendirmenin, kazançlardaki veya satışlardaki istikrarsızlığı azaltmada bir araç olarak kullanıldığı görülür. Şirketlerin dönemsel dalgalanmalara karşı duyarlılığı aynı derecede değildir. Çeşitli sektördeki şirketler arasında, hatta aynı sektördeki şirketler arasında bile, dönemsel dalgalanmalara karşı şirketlerin tepkileri farklı olmaktadır. Dolayısıyla, dönemsel dalgalanmalardan fazla etkilenen şirketler istikrarlı şirketler ile birleşerek, bir dereceye kadar istikrarı sağlayabilirler (Çelik, 1999: 41). Karlılıkta ve satışlarda istikrarlı olmayan şirketler genel olarak nakit sıkıntısı içinde olan küçük şirketlerdir. Bu nedenle bu tip şirketlerin, sık sık nakit zengini büyük şirketler tarafından satın alınarak birleştikleri görülmektedir (Brealey vd., 1997: 611).

1.3.6. Kaynak Sağlama Kapasitesini Genişletme

Şirketler optimal borç/öz sermaye oranının üzerinde borçlanma ya da daha fazla yabancı kaynak bulma yoluna gittiklerinde, ek borçlanmanın getireceği maliyet artmaktadır (Çelik, 1999: 46). İki şirketin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren veya birleşme sonucu oluşan şirketin borçlanma kapasitesinin, bu şirketlerin bağımsız olarak

faaliyetlerini sürdürmeleri halinde bireysel borçlanma kapasiteleri toplamından daha fazla olacağı ileri sürülmektedir. Şirketin büyümesi, sadece borçlanma kapasitesini genişletmekle kalmaz, aynı zamanda daha elverişli koşullarda yabancı kaynak bulması imkanını da sağlar. Şirket büyüdükçe ve diğer koşullar da aynı kaldığı sürece, yabancı kaynak maliyetinin düşmesi de olasıdır. Şirketin büyümesi, olası para girişleriyle planlanan para girişleri arasında olabilecek sapmaları ve iş riskini azaltabileceğinden, birleşme sonucu şirketlerin yabancı kaynak maliyetinin de düşmesi öngörülebilmektedir (Akgüç, 1998: 896).

1.3.7. Vergi Avantajı

Şirketleri birleşmeye iten faktörlerden biri de kar veya zararlarını birleşme yoluyla ileri veya geriye taşıyabilmeleridir. Karlı bir işletme, zarar eden bir işletmeyi satın aldığı anda, vergi kanunları çerçevesinde birleşmenin sağlayacağı kar üzerinden vergi ödemektedir. Böylece, kar eden bir işletme zarar eden bir işletmeyi satın aldığı anda, mahsup yaparak vergiden tasarruf yapabilmektedir. Öte yandan, zarar eden bir işletmenin kar eden bir işletmeyi aktif ve pasifiyle satın alması durumunda da aynı üstünlük söz konusudur (Ceylan, 2000: 288). Birleşme sonucunda ortaya çıkan vergi avantajından yararlanma isteği birçok şirketi birleşmeye yöneltmektedir.

Birleşmelerden doğan olası vergi kazançları şu durumlarda ortaya çıkabilir (Çelik, 1999: 45):

- i. Net faaliyet zararı olan şirket ile birleşme yoluyla vergi avantajlarından yararlanma
- ii. Kullanılmayan borçlanma kapasitesinin kullanılması
- iii. Amortisman ayırmadan kaynaklanan vergi avantajları
- iv. Serbest nakit akımlarının kullanılması

Birçok ülkede şirket birleşmelerini desteklemek amacıyla, vergi yasalarında düzenlemeye gidilmiştir. Sağlıklı ve güçlü işletmeler meydana getirmeyi amaçlayan bu girişimler, birleşme faaliyetlerini arttırmıştır. Birleşme, bu çerçevede hisse senetlerinin değişimi ile yapılmış ise, vergiden muaf kalmakta, nakit ya da borçla finanse edilmişse vergiye tabi olmaktadır (Weston ve Weaver, 2001, s.67). Amprik çalışmalar,

birleşmelerde vergi avantajı güdüsü etkisinin yaklaşık %10 olduğunu göstermektedir. Bu nedenle birleşmelerde, vergi avantajı önemli bir neden gibi gözükse de, birleşmelerin temel nedeni olarak dikkate alınmamaktadır (Weston ve Weaver, 2001, s.71).

1.3.8. Fikri ve Sınai Haklar Elde Etme

Genellikle işletmeler diğer işletmelerde olup kendilerinde bulunmayan patent gibi değerli sınai haklardan, eğer güçleri varsa bu hakları elinde bulunduran şirketleri satın alarak ya da onlarla birleşerek yararlanabilmektedir. Böylece yeni buluş kapasitelerini genişletebilmekte veya patent açısından gelecekte sorun teşkil edebilecek şirketleri satın alarak olası bir rekabeti önleyebilmektedirler (Akgüç, 1998: 896).

1.3.9. Yönetimde Etkinlik Sağlamak

Yetenekli bir yönetimden yoksun bulunan ve yüksek yetenekli yöneticiler bulma ve çalıştırma olanakları sınırlı şirketler, birleşme yoluyla yönetim sorunlarına çözüm arayabilirler (Akgüç, 1998: 895). Şirketlerin, yeniden yapılanmalarını gerektiren pazar koşullarında veya teknolojik değişimlerle karşı karşıya kaldıklarında, durumun gereklerini yerine getirebilecek yönetim kadrosuna sahip olmaları gerekmektedir. Bu sağlanamazsa şirketin değeri düşmektedir. Günümüzde bu durumda olan birçok şirket faaliyet göstermektedir. Bu tür şirketler var olan yönetiminde bir değişiklik yaptığında pazar değerini yükseltebilmektedir. Yöneticilerin, bu değişime cevap veremediği durumlarda şirketin pazar değerini artıracak gelişmelere karşı kayıtsız kalan yönetimin değiştirilmesi gerekmektedir (Çelik, 1999: 54).

1.3.10. Psikolojik Nedenler

İşletmeleri büyümeye yönlendiren temel motiv (güdü) ekonomik sebeplere dayanmaktadır. Ancak bu konuda psikolojik etmenler de etkili olmaktadır. Bu etmenler; büyük rakipler karşısında ezilme, bağımsızlığı yitirme korkusu, eskimiş olma kaygısı, tutku, hırs, dinamizm vb. şeklinde sıralanabilmektedir. Kişinin kendisini bulunduğu mevki ile değerlemesi, işletme ne kadar büyürse kendisinin de o kadar yükseleceği, güçleneceği düşüncesi, bazı işletme sahiplerini ve/veya yöneticilerini işletmelerini

büyütme çabasına itmektedir. Tepe yöneticilerindeki yaratıcılık, dinamizm, başarılı olma, örgüt yapısını değiştirme, örgütün yenileme gibi istekler, durgunluğun doğurduğu doyumsuzluk gibi psikolojik etmenler de büyümede rol oynamaktadır (Akgüç, 1998: 890).

1.4. Birleşme ve Satın Alma Süreci

Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin planlama süreci; şirketin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi, amaçlara ulaşmada yönün seçimi, dışsal genişleme yönünü belirleme, bir birleşme için amaçlar seti oluşturma, birleşmeyi organize etme, birleşilecek adayının seçimi, görüşme, birleşme sonrası iletişim ağının ve faaliyet planlarının hazırlanması, birleşme sonrası bütünleşme ve başarılı/başarısız kararı şeklindedir (Çalıyurt, 2000: 13).

1.4.1. Birleşmenin Planlanması

Birleşme için hareketli ve aktif bir birleşme programı hazırlanır. Piyasayı ele geçirme söylentisinin yayılarak hedef fiyatın yükselmemesi için, uygulanacak program sürecinde gizlilik esas alınır. Bu aşamada hedef şirket değerlendirilmekte ve böylece şirketin güçlü-zayıf yönleri ortaya çıkarılarak, endüstri hakkında bilgi sahibi olunmaktadır (Gökbel, 2004: 217).

Şirketin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesinden sonra bu amaçlara uygun kriterlerin belirlenmesi gerekmektedir. Endüstrinin büyüme oranı, yasal düzenlemelerin derecesi, endüstriye giriş engelleri gibi endüstriyi ilgilendiren kriterler belirlenebileceği gibi, hedef şirketin yönetim gücü, pazar payı, karlılığı, ölçek ve sermaye yapısı gibi şirketle ilgili kriterlerde belirlenebilir (Çelik, 1999: 62).

1.4.2. Hedef Şirketin Seçimi ve Teklif Verilmesi

Satın alan şirketin büyüme stratejisini önceden belirlenmiş olması, hedef şirket seçimini kolaylaştırmaktadır. Genel olarak hedef şirketlerin, kar oranı düşük, yavaş büyüyen veya etkin çalışmayan şirketler olduğu görülmektedir. Hedef şirketlerin finansal kaldıraç dereceleri düşüktür, yani bu şirketler borçlanma yoluna az başvuran

şirketlerdir. Likiditeleri yüksektir. Piyasa değerleri genelde defter değerlerinin altındadır (Türko, 2002: 589). Bu hedef şirket özellikleri, belirlenen stratejiye göre farklılık gösterebilir. Satın alan şirketin ve hedef şirketin stratejik yönden de uygun olmasına özen gösterilmelidir. Hedef şirketin belirlenmesi aşamasında sadece finansal verilerle sınırlı kalınmamalı, ürün portföyü, müşteri tabanları, yönetim stili, örgüt kültürü, çalışanların yeterliliği gibi konularda da karşılaştırmalar yapılmalıdır. (Kutlan, 2004: 261).

Hedef şirketin seçimi için öncelikle uygun kriterler oluşturulur. Çok büyük, çok küçük, ilgili, ilgisiz şirketlerden, hedefe uygun olanların kısaltılmış listesine ulaşabilmek için eleme işlemi yapılır. Bu aşamada, aday şirketlere yönelik endüstrinin; büyüme olanakları, teknolojisi, karakteristikleri, ekonomik yapısı, rekabet durumu ile şirketin özellikleri, dağıtım kanalları, ekonomik yapısı, yönetimi, yatırım getirisi gibi kriterlere dayalı değerlendirmeleri, yapılarak aday şirketler değerlendirilir. Elemeden geçirildikten sonra az sayıda kalan aday şirket ayrıntılı olarak değerlendirilir (Gökbel, 2004: 219-220).

Bir şirketi satın almak isteyen satın alan şirket, alabileceği uygun hedef şirketi bulduğunda, ödeme yapacağı fiyatı açıklamalı ve hedef şirketin yetkilileriyle görüşmelidir. Eğer satın alan şirket, hedeflenen şirketin birleşmeyi uygun göreceğine inanıyorsa o zaman birleşmenin taslağı ve dönemleri tasarlanabilir. Bu durumda iki şirket müdürleri tarafından hissedarlara birleşme tavsiye edilerek gelir tabloları açıklanır. Bu şekilde iki şirketin yöneticileri tarafından onaylanan birleşmelere dostça birleşmeler denilir. Diğer durumlarda, hedef şirket birleşmeyi reddedebilir. Bu gibi durumlarda alınacak şirketin yönetiminin isteksiz olduğu söylenebilir ve satın alan şirketin hedef şirket hissedarlarına direkt olarak hitap etmesi gerekebilir (Çalıyurt, 2000: 13).

1.4.3. Ayrıntılı İnceleme

Hedef şirket belirlendikten sonra, bu şirketi araştırmak ve değerlendirmek gerekmektedir. Bunun için şirketin finansal tabloları, denetçi raporları, finansal yükümlülükleri, borç durumu, özkaynakların yapısı, dağıtılan kar payları ve kar dağıtım politikaları, satışları, pazarlama giderleri, vergi durumu, patent ve lisans anlaşmaları,

banka raporları, varlıkların sigorta ettirilen miktarları ve bunların teminat olarak gösterilmiş olup olmadıkları gibi hususlar ayrıntılı olarak incelenmelidir (Türko, 2002: 583). Bu bilgileri elde etmek oldukça zordur. Elde edilen bu bilgilerin doğruluğu konusunda oldukça hassas davranılmalıdır. Bu bilgileri elde etmek için yapılması gereken harcamalardan da kaçınılmamalıdır (Kutlan, 2004: 261).

1.4.4. Müzakere Süreci

İncelemeler yapıldıktan sonra müzakerelere başlanır. Bu süreçte bazı hususlara dikkat etmek gerekmektedir. Müzakere aşamasında şirketler sadece fiyata sabitlenmemeli, hedef şirketin idarecilerini anlamaya çalışmalı, birleşme planına uygun hareket etmeli, işlemin gerçekleştirilme dönemini belirlemeli ve saptanmış işlem dönemi geçer geçmez en kısa zamanda işlemi bitirmelidir (Gökbel, 2004: 224).

1.4.5. İşlemin Tamamlanması ve Entegrasyon

Birleşme anlaşmasının imzalanmasıyla her şey bitmemekte, asıl olan bütünleşme sonrası yönetimin, başarılı bir şekilde amaca uygun olarak oluşumu idare etmesi olmaktadır. En kısa zamanda yeni oluşumu en verimli şekilde idare edecek üst yönetim düzenlenmelidir. Yönetimin bütünleşmesini kolaylaştıracak yetenekler transfer edilmeli, moral çöküntüsüne yol açmayacak bir personel tasfiyesi planlanmalıdır. Birleşme stratejisinin içeriği iyi anlatılmalı, birleşilen şirketteki kritik üst yönetimin kalıcılığı garanti edilerek planlama yapılmalıdır (Gökbel, 2004: 225-227).

1.5. Şirket Birleşmelerinde Yaşanan Başarısızlık Nedenleri

Şirket birleşmelerinde başarının ölçümü yapılırken, farklı kriterler göz önünde bulundurulmalıdır. Maliyetleri azaltmak, satış gelirlerini arttırmak, hisse değerini yükseltmek, pazar payını arttırmak, teknolojiyi kullanmak ve bilgi transferi önde gelen kriterler olmakla birlikte, bu kriterler kendi aralarında çelişebilmektedir. Örneğin, şirketin pazar payı artmış olmasına karşın, karlılığı azalmış olabilir. Satış gelirleri artmasına karşın, şirketin hisse değeri düşebilir. Bu nedenle, şirket birleşmelerinde sürecin başarısını ölçmede tek bir kriterin kullanılması doğru bir yaklaşım değildir.

Bütün kriterler göz önünde bulundurularak, optimal bir değerlendirme yapılmalıdır (Sevim, 2004: 334).

Birleşme ve satın almaların başarısızlıkla sonuçlanmasında genel kanı, başarısızlığın birleşme ve satın alma tekniklerinin uygunsuzluğu veya yetersizliğinden değil, kötü ve etkisiz yönetim uygulamalarından kaynaklandığıdır. Bu sebeple, iyi yönetildiği takdirde, bu tekniklerin, işletmelerini stratejik amaçlarına taşıyabilecekleri kabul edilmektedir. Birleşme ve satın alma uygulamalarının başarılı sonuçlar verebilmesi için Birleşme ve satın alma, tarafların finansal güçlerini, nakit akışlarını bozmaması gerekmektedir. Bunun yanında birleşme ve satın alma finansmanının borç ile yapılması durumunda (genellikle borç ve sermaye ile yapılırlar), borçlanma satın alan işletme için aşırı bir yük oluşturmamalıdır. Başarısız birleşme ve satın almaların başlıca nedenleri arasında şunları sayabiliriz (Ülgen ve Mirze, 2004: 312):

Hesaplamaların yanlış yapılması: Birleşme ve satın alma kararı verilirken, pazardaki iş hacmi, işletmelerin birlikte gerçekleştirebilecekleri performans, sinerjik etki, içsel tasarruflar, yapılan ödemeler vb. gibi önceden yapılması gereken hesapların gerçekçi olarak yapılmaması birleşme ve satın almaların başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olmaktadır.

Ayrıca mali tabloların hazırlanmasında enflasyon muhasebesinin dikkate alınmaması da birleşme ve satın almaların başarısızlıkla sonuçlanmasına neden olmaktadır. Enflasyon muhasebesinin dikkate alınmamasından dolayı mali tablolar gerçek değerini yansıtmamakta, bu yüzden üstlenilecek risk, beklenen kazanç ve birleşme bedeli doğru bir şekilde tespit edilememektedir (Aydın, 2004: 206).

Ağır borç yükü: Satın almalar, genellikle, alınan proje kredileri ile finanse edilmektedir. Satın alınan işletmenin değeri kadar, hatta bazen değerinin de üzerinde bir meblağ, birdenbire, satın alan işletmenin bilançosunda ağır bir borç yükü olarak ortaya çıkmaktadır. Bu borç yükü, satın alan işletmenin finansal oranlarını bozmakta ve sermaye piyasasında hisse değerlerinin düşmesine neden olabilmektedir. Satın alınan işletmeden belirli bir zaman içinde nakit akışı temin edilmediği takdirde, bilançodaki bu borç yükü, satın alan için ağır bir sorun olmaktadır.

Sinerjik etki sağlanamaması: Birleşme veya satın almada amaçlardan biriside işletmelerin güç ve yeteneklerinin birleştirilmesi ile sağlanacak sinerjidir. Sinerji, işletmelerin piyasadaki değerlerinin artması veya içsel tasarruflar sonucu faaliyet maliyetlerinde azalma ile ortaya çıkmaktadır. Ancak, uygulama sonucu bu sinerji, bazen elde edilmemektedir.

Aşırı çeşitlendirme: Portföyde farklı ve çeşitli işletmelerin bulunması, bazı hallerde, üst yönetimde sorunlar meydana getirebilmektedir. Farklı çeşitlendirmeler sonucu, üst yönetim bazı işlerin idaresinde deneyimsiz ve yetersiz kalabilmekte, yönetim boşluğu da başarısızlığı da getirebilmektedir.

Berberce yaşama ve çalışma zorlukları: Birleşme ve satın alma, iki farklı kültürün berberce çalışmasını gerekli kılmaktadır. İşletmelerin farklı anlayış, değer ve yaklaşımları beraber çalışabilmeyi engelleyebilmektedir. Bunun yanında, işletmelerin birbiri ile uyumlu olmayan fiziki, finansal, üretim, pazarlama ve insan kaynakları altyapıları ve sistemleri, yönetim tarzları, olayları ele alış ve çözüm süreçleri de sorunlara neden olabilmektedir.

Birleşme ve satın almaya aşırı odaklaşma: Birleşme ve satın alma ile ilgili yöntemler ve çalışmalar, gerek satın alan, gerekse satın alınan işletmelerin üst yönetimleri için son derece zaman alıcı ve yorucu olabilmektedir. Üst yönetim düzeyleri, bazı durumlarda enerjisinin ve zamanının tamamını bu işlere ayırmaktadır. Bu nedenle, işletmede başka önemli işlere zaman kalmamakta başarısızlar ortaya çıkabilmektedir.

1.6. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Tarihsel Gelişimi

Şirket birleşmelerinin geçmişi 1800'lü yıllara dayanmaktadır. Bu dönem içerisinde birleşmeler sanayinin yeniden yapılaşmasında “genişletici” ya da “daraltıcı” bir rol oynamıştır. Birleşmeler, sayısal olarak 1970 ve 1980'lerde, birçok sektördeki fazla kapasite sonucu hızla artmıştır (Andrade ve Stafford, 2004: 1).

1.6.1. Dünyada Şirket Birleşme ve Satın Almaları

Şirket birleşmeleri dalgalar halinde gerçekleşmiştir. Şirket birleşmeleri tarihine bakıldığında 1800' lü yıllardan itibaren 4 dalga halinde meydana geldiği görülmektedir. Her bir dalgayı kapsayan dönem içerisinde birleşme faaliyetlerinin şekli ve sayısı bakımından değişiklik olduğu görülmektedir. Black, (2000) tarafından 1990'lı yıllarından günümüze kadar gelen ve devam etmekte olan birleşme dalgası ise, 5. dalga olarak adlandırılmaktadır.

Şirket birleşmelerinin nedenleri ve yaklaşımları ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Birleşen şirketlerin türleri ve bunların birleşme biçimlerine bakıldığında her olayda önemli farklılıklar olmasına rağmen, her dalga hisse senedi fiyatlarının canlı olduğu döneme rastladığı görülmektedir. Bazı ülkelerde birleşmeler iç büyümenin bir alternatifi olarak görülürken, bazı ülkelerde ise büyümenin önemli bir aracı olarak görülmektedirler. Örneğin Japonya' da, birleşmeler çalışanların verimsizliğinin bir sonucu olarak algılanmış ve ahlaki değerlerle ilişkilendirilmiştir (Brealey vd, 1997: 625).

Birleşmeler ile ilgili tarihsel gelişime bakıldığında beş birleşme dalgasından oluştuğu görülmektedir. Bu dalgaların ilk dördü ABD'de gerçekleşmişken, sonuncu dalga küresel boyutta gerçekleşmiştir.

1.6.1.1. Birinci Birleşme Dalgası (1897–1904)

Dünyada ilk büyük birleşme dalgası ABD'nde meydana gelmiştir. Birinci birleşme dalgası 1883'te görülen ekonomik depresyondan sonra başlamıştır. Dönemin özelliklerinden birisi, birleşmelerin piyasada monopolcü bir etki ortaya çıkarmış olmasıdır. Bu dönemdeki birleşmelerle ortaya çıkmış tanınmış işletmelerden bazıları şunlardır: Dupont Inc., Standart Oil, General Electric, Eastman Kodak, U.S. Steel ve American Tobacco Inc. Bu işletmelerin çoğunluğu, kendi alanlarındaki birleşmeler sonucu yüksek pazar paylarına sahip olmuşlardır (Gaughan, 2002: 24).

Bu dönemde gerçekleşen birleşmelerin çoğu yatay birleşmelerdir. Bu birleşmeler oransal olarak incelendiğinde ise, birleşmelerin yaklaşık %78'inin yatay, %12'sinin

dikey ve %10'unun yatay ve dikey özellikte oldukları görülmektedir. Tablo 1.1' ye baktığımızda, birleşmelerin 1897'de başlarken, 1899'da en yüksek sayıya ulaşmakta ve 1904 yılında en düşük düzeye inmektedir (Gaughan, 2002: 23-25).

Tablo 1.1: 1897–1904 Yılları Arasındaki Birleşmeler

Yıl	Birleşme Sayısı
1897	69
1898	303
1899	1,208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79

Kaynak: Gaughan, 2002: 24

Büyük sanayi tekellerinin bir bölümü bu dönemde kurulmuştur. 19. yüzyılın son dönemlerinde teknolojiye yaşanan gelişmeler sonucu ABD'de, özellikle demiryolu taşımacılığı, petrol, demir – çelik gibi sektörlerde dev şirketler ortaya çıkmıştır. Birinci birleşme dalgasındaki birleşmelerin monopolcü etkiler oluşturması Sherman Yasası ile önlenmek istenmiştir. Bu yasa anti tröst yasası olarak 1890 yılında hazırlanmış, o yıllarda uygulamada karşılaşılan zorluklar ve deneyimsizlik sonucu etkili bir şekilde uygulanamamıştır (Gaughan, 2002: 23-29).

1.6.1.2. İkinci Birleşme Dalgası (1916–1929)

Birinci dönemin bitiminde Amerikan ekonomisi çok kötü bir durumdaydı. Bu dönem de yatay birleşmelerin yanında dikey birleşmeler de gerçekleştirilmiştir. Birleşmelerin yaklaşık %70'lik bölümünü yatay, kalanını da çoğunlukla dikey birleşmeler oluşturmuştur. 1920'lerden sonra şirketler daha çok dikey birleşmelere yönelmişlerdir (Sarica, 2008: 54).

Yatay birleşmeleri durdurmakta yetersiz kalan Sherman Yasası'na ilave olarak, 1914 yılında Clayton Yasası bu dönemde oluşturulmuştur. Yasayla rekabeti aksatıcı birleşmelerin önlenmesi amaçlanmıştır. Yasa sayesinde, eskisine oranla daha etkili bir kontrol sistemi geliştirilmiştir. Birinci dalga monopollerin oluşumuna yol açarken ikinci dalga ise oligopol (monopollü rekabet) oluşumuna yol açmaktadır (Gaughan, 2002: 85).

1.6.1.3.Üçüncü Birleşme Dalgası (1965–1969)

Bu dönemde özellikle de 1967-1969 yılları arasında birleşme sayısında bir patlama olmuştur. Birleşme faaliyetlerinin neden bu kadar değişken olduğu bilinmemektedir. Eğer birleşmeler ekonomik nedenlerle yapılıyorsa, en azından bu nedenlerden birinin yüksek hisse senedi fiyatlarıyla bir biçimde ilişkili olması gerekmektedir. Ancak bu dönemde görülen ekonomik nedenlerden hiçbiri hisse senedi genel fiyat düzeyiyle ilgili değildir (Brealey vd, 1997: 625).

Birleşmelerin büyük bir bölümü çok yönlü birleşmeler şeklinde gerçekleşmiştir. Bunun nedeni çok yönlü birleşmelerin, yasalar tarafından kısıtlanan yatay ve dikey birleşmeler gibi kısıtlanmamış olmasıdır. Tablo 1.2' te 1963–1970 yılları arasında birleşmelerdeki artış gösterilmiştir.

Tablo 1.2: 1963–1970 Yılları Arasındaki Birleşmeler

Yıl	Birleşmeler
1963	1,361
1964	1,950
1965	2,125
1966	2,377
1967	2,975
1968	4,462
1969	6,107
1970	5,152

Kaynak: Gaughan, 2002: 33

Üçüncü birleşme dalgası süresince birçok işletme, ilgisiz faaliyet alanlarına yönelen birleşmeleri tercih etmiştir. Örneğin, ITT işletmesi 1960 yılında Avis Rent a

Car gibi araba kiralama hizmeti veren işletmeyi, Sheraton Otelleri gibi konaklama işletmesini, çeşitli zincir restoranları, finansal kuruluşları ve inşaat işletmelerini içine almıştır (Gaughan, 2002: 32).

1.6.1.4.Dördüncü Birleşme Dalgası (1981–1989)

Bu dönemde birleşme trendi, birleşen işletme sayısı olarak 1981 yılından itibaren yükselmiş ve 1987’ de tekrar düşmeye başlamıştır. Ancak birleşen işletmelerin tutar olarak oluşturdukları rakamlara bakıldığında özellikle 1988-89 yıllarındaki değerlerin yüksek olması dikkat çekmektedir. Bu durum birleşen işletmelerin küçük ölçekli olduklarının bir göstergesi sayılabilir.

Tablo 1.3’e göre sayı olarak fazla olmamalarına rağmen, birleşmelerin tutarları oldukça yüksektir. Özellikle 1988’deki birleşmeler, tutar olarak en yüksek rakamlara ulaşmıştır.

Tablo 1.3: 1981–1989 Yılları Arasındaki Birleşmeler

Yıl	Tutar (Milyon \$)	Sayı
1981	82.617,6	2,395
1982	53.754,5	2,346
1983	73.080,5	2,533
1984	122.223,7	2,543
1985	179.677,5	3,001
1986	173.136,9	3,336
1987	173.136,9	2,032
1988	246.875,1	2,258
1989	221.085,1	2,366

Kaynak: Gaughan, 2002: 45

Bu dönemi diğer üç dönemden ayıran en önemli özellik, düşmanca gerçekleştirilen ele geçirmelerin rol almasıdır. Tablo 1.4’ da görüldüğü gibi, 1975 – 85 yılları arasında düşmanca gerçekleşen birleşmeler, diğer yıllara oranla daha fazladır.

Tablo 1.4: 1975–2000 Yılları Arasındaki Birleşme Türleri

Yıl	Toplam Birleşme Sayısı	Hisse Senetlerinin İlan Yoluyla Alımı	Düşmanca Olan Alımlar
1975	2,297	58	20
1980	1,889	53	12
1985	3,001	84	32
1990	2,074	56	8
1995	3,510	85	11
2000	9,566	184	14

Kaynak: Gaughan, 2002: 46

Dördüncü birleşme dalgasını diğerlerinden ayıran bir diğer özellik ise, büyük işletmelerin hedef işletme haline gelmeleridir. Bu dönem “dev birleşmeler dönemi” olarak da adlandırılabilir. Tablo 1.4’de görüldüğü gibi birleşmelerin tutarları oldukça büyük düzeylere ulaşmıştır.

1980’ lerde ki birleşme patlamasında, rakip bir yönetim ekibinin saldırısına karşı sadece en büyük şirketler güçlü durabilmekteydi. Bu yıllarda birleşme ve satın almalarda gerçekleşen artışının nedeni, teklif verenlere hızla ve büyük miktarlarda düşük dereceli tahvil satma imkanı veren bir riskli tahvil piyasasının gelişmesi olmuştur (Brealey vd, 1997: 625).

1.6.1.5. Beşinci Birleşme Dalgası (1992–)

Beşinci dalga dördüncü dalga ile benzer özellikler taşımaktadır. Dördüncü dönemde şirketler arasında yaşanan dev birleşmeler, bu dönemde de devam etmiştir. Ayrıca zaman dönem düşmanca ve stratejik birleşme türlerine de rastlanmaktadır. Kim (1998), 1990’ lı yıllarda birleşmelerin, 1960’lardan ve 1980’lerden farklı bir şekilde gerçekleştirildiğini söylemektedir. 1980’lerde borçlanma yoluyla yapılan birleşmelerin aksine, bu dönemdeki birleşmeler daha çok hisse senetleri yoluyla finanse edilmiştir. Bu dönemde birleşmeler finansal amaçlardan çok, stratejik hedeflerin gerçekleştirilmesi için yapılmıştır.

Bu dönemde AB ülkelerinde gerçekleşen şirket birleşmeleri dikkat çekmektedir. Son yıllarda gerçekleşen bu artışı etkileyen çok çeşitli ekonomik ve politik faktörler oluşmuştur. Bu faktörler küresel rekabet, finansal piyasalardaki gelişmeler, sermayenin serbest dolaşımı, kararlı özelleştirme politikaları ve uygulamaları, tek pazara ve parasal sisteme geçme (EMU) hareketleri olarak sayılabilir (Gedikkaya, ve Gürler, 1999).

AB ülkelerinde gerçekleşen şirket birleşmeleri, sınır ötesi ve ulusal olmak üzere iki şekilde gerçekleşmiştir. Sınır ötesi birleşmeler, topluluk bünyesi içinde gerçekleşenler ve toplulukla diğer ülkeler arasında gerçekleşen birleşmeler olarak iki şekilde meydana gelmiştir. Bu birleşme ve devralma işlemleri, topluluktan bir işletmenin topluluk dışında bir işletmeye öneride bulunması ya da tersi şeklinde gerçekleşmiştir. Topluluk içi birleşmeler, topluluğa üye ülkeler arasındaki entegrasyonu destekleyici katkılar sağlamıştır (Gedikkaya ve Gürler, 1999).

Japonya’ da şirket birleşmeleri ABD ve AB ülkelerine göre farklı algılanmıştır. İşletme birleşmeleri Asya’daki finansal zayıflığa (financial distress) ilişkin sorunların bir çözüm türü olarak düşünülmektedir (Gedikkaya ve Gürler, 1999).

1980’li yıllarda ABD’de olduğu gibi Avrupa ülkelerinde de ulusal ve uluslararası düzeyde şirket birleşmelerinde artış gözlemlenmiştir. Bu dönemde AB’de birleşme ve satın almaların giderek artması iki temel nedene dayandırılmaktadır. Bu nedenlerden birincisi, AB içindeki yeniden yapılanma sürecidir. Bu dönem içerisinde AB’ nde, birçok endüstri kolunda hem ulusal hem de uluslararası piyasalardaki gelişmelere ve sektörel şoklara bağlı olarak yeniden yapılanma sürecine gidilmiştir. Bu dönemde gerçekleştirilen yeniden yapılanma ile uluslararası şirketlerle rekabet edebilmek için ulusal büyük şirketlerin meydana getirilmesi hedeflenmiştir (Sarıca, 2008: 60).

Nedenlerden ikincisi ise globalleşmedir. Bu neden yalnızca kimya, motor, elektriksiz ve elektrikli makine gibi globalleşen sektörlerde değil, aynı zamanda bankacılık, demiryolu gibi hizmet sektöründe de birleşmelerin artmasına yol açmıştır. Ayrıca monopollerin özelleştirilmesi girişimleri, geçmişte hükümet kuralları ile engellenen uluslararası birleşme faaliyetlerinin artması sonucunu doğurmuştur. Son yıllara baktığımızda uluslararası birleşmeler alanında Avrupalı şirketlerin ABD’ li

şirketler ile yarıştıkları görülmektedir. Sonuç olarak AB’nde birleşmelere olan ilginin artması ve globalleşmenin de artması ile birlikte birleşmeler tekrar artma eğilimine girmiştir (Sarica, 2008: 60).

1.6.2. Türkiye’ de Şirket Birleşme ve Satın Almaları

Şirket birleşmeleri, Türkiye’de 1980’lerde liberal ekonomi politikaları ile birlikte ön plana çıkmıştır. Türkiye’deki birleşmeler genellikle bankacılık sektöründe ortaya çıkmış ve genellikle de kamuya ait bankaların birleşmesi söz konusu olmuştur. Bu bankalar; batık krediler nedeniyle mali yapıları bozulan, piyasada rekabet güçlerini kaybetmiş olan, etkili yönetime sahip olmayan ve mevduatları yetersiz olan bankalardır. Bankalar bu noktalardaki olumsuzluklarını gidermek ve ölçek ekonomilerinden yararlanmak amacı ile mali yapısı daha güçlü olan kamu bankaları ile birleşmeye yönelmişlerdir. Özellikle 1980 sonrası dünya çapında bankacılık alanında yaşanan teknolojik gelişmeler ve artan rekabet bankaların ayakta kalabilmek için birleşmelerini önemli hale getirmiştir (Sarica, 2008: 65).

1980 sonrası Türkiye’ de pek çok değişimler ve gelişmeler yaşanmıştır. Bu dönem sonrası ticaret serbestleştirilmiş, serbest piyasa ekonomisine geçilmiş, kambiyo rejiminde gelişmeler sağlanmış, gümrük vergilerinde indirimle gidilmiş ve yabancı sermaye teşvik edilmiştir. Bütün bu düzenlemeler, yabancı sermayenin gelmesi ve ortak yatırımların yanı sıra birleşmelerin de artması ile sonuçlanmıştır. Ancak Türkiye’de bu anlamda ortaya çıkan birleşmelerin diğer ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça gerilerde olduğu görülmektedir (DPT, 2000: 14, Sarica, 2008: 65).

Türkiye’ nin birleşme ve satın almalar konusunda gerilerde kalmasında, şirketlerin halka açıklık oranlarının düşük olması, aile işletmeleri biçiminde gerçekleşen yapılanmalar, şirket kültürleri arasındaki farklılıklar ve hukuki altyapıya olan güvensizlik (özellikle yabancı yatırımcılar için) oldukça etkili olmaktadır. Dolayısıyla bu alanda yapılması gerekenlerin başında, halka açıklık oranlarının yükseltilmesi olmalıdır (Sarica, 2008: 65).

Buna ek olarak uluslararası işlemlerde tek bir finansal raporlama dilinin geliştirilmesi ve uygulanması ile avantaj sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu sebeple

KOBİ'ler için muhasebe ve finansal raporlama standartlarının geliştirilmesine yönelik uzun çalışmalar yapılmıştır. Uluslararası kabul görmüş standartlarda finansal raporlama yapan KOBİ'ler, borçlanma maliyetlerinin düşürülmesinde, uluslararası şirket satın alma/birleşme veya yeni işbirliklerinde avantaj sağlayacaklardır. Böylelikle, geleceğin büyük şirketleri adayı olan KOBİ'lerin sermaye piyasalarına açılmasını kolaylaştırmak için ciddi bir hazırlık süreci gerçekleştirilmiş olacaktır (Aygören ve Kurtcebe, 2010: 4).

Rekabet Kurumu' nun yıllık faaliyet raporlarından düzenlenen Tablo 1.5' de, 2001-2011 dönemi içerisinde Türkiye' de gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında, birleşme ve satın almaların 2001 yılından itibaren düzenli bir şekilde artmaya başladığı, 2008 ve 2009 yıllarında bir düşüşe geçtiği, 2010 ve 2011 yıllarında büyük bir ivmeyle tekrar arttığı görülmektedir. Tabloya göre birleşme ve satın alma işlemlerinin en yoğun gerçekleştiği yıl 2010 yılıdır. Bu yılda enerji sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın almalar, aynı sektörün bir önceki yılı ile karşılaştırıldığında, birleşme ve satın alma sayısında gerçekleşen büyük artış oldukça dikkat çekmektedir.

Tabloda 2001-2011 dönemi içerisinde gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin en yoğun olduğu sektörlerin, toplam birleşme ve satın almalar içine % 14' lük payla kimyasal ürünler-petrol ürünleri-gübre, % 10 payla gıda ürünleri ve içecekler, % 8 payla enerji, % 6 payla finansal hizmetler olduğu görülmektedir. Tabloya göre birleşme ve satın almalar en az pişmiş kil ve seramik, tütün ürünleri, cam ve cam ürünleri sektörlerinde gerçekleşmiştir.

Tablo 1.5: Birleşme ve Satın Almaların 2002-2011 Yılları İtibariyle Sektörel Dağılımı

Sektörler/Yıllar	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11
Demir-Çelik	3	2	5	7	6	9	3	2	7	4
Demir Dışı Metaller	1	2	-	1	-	2	-	-	1	-
Enerji (Elektrik-Gaz-Su)	2	3	10	5	10	21	3	10	71	13
Kimya ve Kimyasal Ürünler, Petrokimya, Petrol Ürünleri, Gübre	17	26	30	24	28	23	13	19	32	40
Maden ve Madencilik	-	3	6	1	5	7	-	-	2	4
Plastik ve Kauçuk Ürünler	1	2	1	-	2	3	-	1	3	2
Pişmiş Kil ve Seramik	-	-	-	-	2	2	-	-	1	-
Basın ve Yayın, Plak, Kaset çoğaltılması	1	2	6	10	12	9	9	1	9	9
Büro Makinaları ve Bilgisayar	5	4	1	5	6	6	4	3	9	14
İnşaat, Çimento ve Diğer İnşaat Malzemeleri	5	6	2	12	8	18	2	7	6	9
Elektrik-Elektronik	6	4	5	5	4	8	1	5	7	5
Kağıt Hamuru, Kağıt ve Kağıt Ürünleri	2	9	2	3	2	5	1	2	3	6
Telekomünikasyon, Posta	4	7	-	4	8	2	12	3	7	5
Makine, Teçhizat İmalatı ve Savunma Sanayi	2	8	8	5	4	10	2	9	8	24
Sağlık, tıbbi, hassas ve optik aletler, tıbbi sarf malzemesi	2	1	-	2	6	16	4	9	13	21
Beyaz Eşya, Mobilya, Televizyon, vb.	3	1	1	3	4	2	1	-	-	2
Gıda Ürünleri ve İçecekler	16	12	11	14	15	13	11	27	30	27
Tarım ve Hayvancılık, Orman Ürünleri, Su ve Su Ürünleri	1	1	-	2	0	2	3	6	8	4
Turizm	1	1	-	7	4	2	2	1	5	4
Tekstil ve Hazır Giyim, Deri ve Deri Ürünleri	1	1	7	10	4	6	1	4	6	4
Tütün Ürünleri	-	1	-	1	1	2	1	-	-	-
Cam ve Cam Ürünleri	-	1	-	-	-	1	-	-	-	-
Ulaştırma	3	-	5	17	8	14	28	9	8	14
Finansal Hizmetler (bankacılık, sigortacılık ve diğer mali kuruluşlar)	13	3	6	10	18	19	6	6	17	14
Kara, Hava, Deniz ve Demiryolu Taşıtları	11	2	6	9	7	8	9	10	10	12
Eğitim, Spor, Serbest Meslek ve Diğer Hizmetler	1	1	1	6	9	7	5	8	3	12
Diğer	1	4	9	7	10	9	6	4	10	4
TOPLAM	102	107	122	170	186	232	132	146	276	253

Kaynak: Rekabet Kurumu/İstatistikler

Türkiye’de 2011 yılında gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin sektörel dağılımında bakıldığında ise, toplam birleşme ve satın almalar içinde % 15’ lik payla kimyasal ürünler-petrol ürünleri-gübre sektöründe birleşme ve satın almaların yoğun

olarak gerçekleştiği görülmektedir. % 10 ile gıda ürünleri ve içecekler ikinci sırada, % 9 ile makine, teçhizat imalatı ve savunma sanayi nc sırada gelmektedir.

Tablo 1.6: 2001-2011 Yılları Arasında Rekabet Kurumu'nda Sonuçlandırılan Birleşme ve Devralmalar

Yıl	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Birleşme	6	14	7	7	5	4	6	3	4	3	3
Satın alma	73	83	76	88	122	138	193	208	128	202	168
Toplam	79	97	83	95	127	142	199	211	132	205	171

Kaynak: Rekabet Kurumu/İstatistikler

Tablo 1.6' da Türkiye' de 2001-2011 yılları arasında gerçekleştirilen işlemlere bakıldığında, satın alma türünün birleşmeye göre çok daha fazla tercih edildiği görülmektedir.

Türkiye'de şirket birleşme ve satın almalarının yapısına bakıldığında yerli şirketler arasındaki birleşmelere, yerli ile yabancı şirketler arasındaki birleşmelere göre daha az rastlanmaktadır. Bunun en temel nedeni, birleşmeleri finanse edecek finansal ve hukuki alt yapının yetersiz olmasıdır. şirket birleşmelerinin çok görüldüğü ülkelerde şirketlerin birleşmelerini destekleyen ve birleşme maliyetini kredi vererek karşılayan finans kuruluşlarının ve borsaların oldukça etkili oldukları görülmektedir. Avrupa'da olduğu gibi Türkiye'de de birleşmelerin finansmanında kolaylık sağlayan ve birleşmelere yardımcı olan kurumların oluşturulması gerekmektedir (Sarıca, 2008: 65)

Ancak son yıllarda gerek stratejik, gerekse finansal amaçlı alıcıların Türkiye'ye akın etmeye başlaması, ülkeye yabancıların gösterdiği ilginin bir işaretidir. Yatırımcıları cezbeden faktörler (zellikle Türk Ticaret Kanunu'nun değişmesi) nedeniyle bu durum büyük bir olasılıkla en azından bir süre daha böyle devam edeceği düşünülmektedir. Türkiye'nin lokasyonu da yatırımcılar için caziptir. Doğulu yatırımcılar Türkiye'yi diğer yabancı ülkelere bir geçiş olarak kullanmaya devam etmeleri muhtemeldir. Batılılar ise Türkiye'nin müşteri tabanına ve giderek Batılılaşan zevkleri ve harcama gücüne yatırım yapmaktadır. Ayrıca, yıllarca dalgalanmaların yaşandığı finans piyasaları da ılımlı ve sağlıklı bir şekilde toparlanmaktadır. Ayrıca nakit zengini

şirketlerin ve finansörlerin piyasaya tekrar girmesi, işlem hacmini ve değerini finans krizi öncesindeki parlak yıllardaki seviyelerin çok üstüne çıkabilmesini sağlayacağı düşünülmektedir (KPMG, 2010: 30).

1.7. Türkiye’ de Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hukuki Yapısı

Ülkemizde şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri, çeşitli yasalar çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Bu bölümde, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin hukuki boyutu ele alınmaktadır. İlk olarak, Türk Ticaret Kanunu (TTK) çerçevesinde yapılan düzenlemeler ele alınmaktadır. Ardından, Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ve Rekabetin Korunması Hakkında Kanun (RKHK) içerisinde bu konu ile ilgili unsurlar üzerinde durulmaktadır. Son olarak, bu alanda gerçekleştirilen faaliyetlerin Vergi Kanunu (KVK) hükümlerine değinilerek dört ayrı kanun temelinde hukuki bir alt yapı oluşturulmaktadır.

1.7.1. Türk Ticaret Kanunu Açısından Şirket Birleşme ve Satın Almaları

1. Genel hükümler: Şirketler; bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle “devralma şeklinde birleşme” veya yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri, teknik terimle “yeni kuruluş şeklinde birleşme”, yoluyla birleşebilirler. Birleşme, devrolunan şirketin malvarlığı karşılığında, bir değişim oranına göre devralan şirketin paylarının, devrolunan şirketin ortaklarınca kendiliğinden iktisap edilmesiyle gerçekleşir. Birleşmeyle, devralan şirket devrolunan şirketin malvarlığını bir bütün hâlinde devralır. Birleşmeyle devrolunan şirket sona erer ve ticaret sicilinden silinir. (m. 136)

2. Ortaklık payları ve hakları: Devrolunan şirketin ortaklarının, mevcut ortaklık paylarını ve haklarını karşılayacak değerde, devralan şirketin payları ve hakları üzerinde istemde bulunma hakları vardır. Bu istem hakkı, birleşmeye katılan şirketlerin malvarlıklarının değeri, oy haklarının dağılımı ve önem taşıyan diğer hususlar dikkate alınarak hesaplanır. (m. 140)

3. Sermaye artırımı: Devralma yoluyla birleşmede, devralan şirket, sermayesini, devrolunan şirketin ortaklarının haklarının korunabilmesi için gerekli olan düzeyde, artırmak zorundadır. (m. 142)

4. *Birleşme sözleşmesi:* Birleşme sözleşmesi yazılı şekilde yapılır. Sözleşme, birleşmeye katılan şirketlerin, yönetim organlarınca imzalanır ve genel kurulları tarafından onaylanır. (m. 145)

5. *İnceleme hakkı ve malvarlığında değişiklikler:*

- Birleşmeye katılan şirketlerden her biri, merkezleriyle şubelerinde ve halka açık anonim şirketler ise Sermaye Piyasası Kurulunun öngöreceği yerlerde, genel kurul kararından önceki otuz gün içinde; birleşme sözleşmesini, birleşme raporunu, denetleme raporunu, son üç yılın yılsonu finansal tablolarıyla yıllık faaliyet raporlarını, gereğinde ara bilançolarını, ortakların, intifa senedi sahipleriyle şirket tarafından ihraç edilmiş bulunan menkul kıymet hamillerinin, menfaati bulunan kişilerin ve diğer ilgililerin incelemesine sunmakla yükümlüdür. Bunlar ilgili sermaye şirketlerinin internet sitelerinde de yayımlanır. (m. 149)

- Birleşmeye katılan şirketlerden birinin aktif veya pasif varlıklarında, birleşme sözleşmesinin imzası tarihiyle, bu sözleşmenin genel kurulda onaya sunulacağı tarih arasında, önemli değişiklik meydana gelmişse, yönetim organı, bu durumu kendi genel kuruluna ve birleşmeye katılan diğer şirketlerin yönetim organlarına yazılı olarak bildirir. (m. 150)

6. *Kesinleşmeye ilişkin hükümler:*

- Birleşmeye katılan şirketler tarafından birleşme kararı alınır alınmaz, yönetim organları, birleşmenin tescili için ticaret siciline başvurur. (m. 152)

- Birleşme, birleşmenin ticaret siciline tescili ile geçerlilik kazanır. Tescil anında, devrolunan şirketin bütün aktif ve pasifi kendiliğinden devralan şirkete geçer. (MADDE 153)

- Birleşme kararı, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan olunur. (m. 154)

7. *Sermaye şirketlerinin kolaylaştırılmış şekilde birleşmesi:* Devralan sermaye şirketi devrolunan sermaye şirketinin oy hakkı veren bütün paylarına veya bir şirket ya da bir gerçek kişi veya kanun yahut sözleşme dolayısıyla bağlı bulunan kişi grupları, birleşmeye katılan sermaye şirketlerinin oy hakkı veren tüm paylarına sahiplerse sermaye şirketleri kolaylaştırılmış düzene göre birleşebilirler. (m. 155)

8. *Alacaklıların korunması:* Birleşmeye katılan şirketlerin alacaklıları birleşmenin hukuken geçerlilik kazanmasından itibaren üç ay içinde istemde bulunurlarsa, devralan şirket bunların alacaklarını teminat altına alır. (m. 157)

1.7.2. Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Şirket Birleşme ve Satın Almaları

Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)' nda birleşmenin bir tanımlamasının yapılmadığı görülmektedir. Kanunun 3. maddesinin ikinci fıkrasına göre, Sermaye Piyasası Kanunu'nda hüküm bulunmayan hallerde genel hükümlerin uygulanacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla Türk Ticaret Kanunu başta olmak üzere diğer bazı kanunların, sermaye piyasası hukukunda doğrudan ya da dolaylı olarak uygulama alanı bulması söz konusudur. Buna göre, sermaye piyasasını ilgilendiren konularda öncelikle Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerinin uygulanması gereklidir. Şirketler birleşme işlemlerinde Sermaye Piyasası Kurulu' nun Seri I No.31 "Birleşmeye İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerini esas almalıdırlar. Birleşme faaliyeti ile ilgili faaliyetlerin bu düzenlemeler çerçevesinde şekillenmesinin gerektiği açıkça belirtilmektedir (Yanlı, 2004: 74). 8 Mayıs 2010 tarihinde Resmi Gazete' de yayınlanan Sermaye Piyasası Kurulu' nun Seri I No.41 "Birleşmeye İlişkin Esaslar Tebliği" ile bir önceki tebliğin bazı maddelerinde değişiklik yapılmıştır.

Tebliğ kapsamında birleşme prosedürü ve birleşme işlemlerinde uyulacak esaslar şu başlıklar altında incelenmektedir:

1. Yetkili organların ön kararı:
2. Birleşmeye esas alınacak mali tablolar ve özel bağımsız denetim raporu
3. Bilirkişi incelemesi

4. Birleşme oranının hesaplanması
5. Uzman kuruluş incelemesi
6. Birleşme sözleşmesi
7. Yönetim kurulu raporu
8. Kurula başvurularak onay alınması
9. Pay sahiplerinin bilgilendirilmesi
10. Birleşme sözleşmesinin onaylanması ve ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde sermaye artırım kararı
11. Kurul kaydına alınma
12. Hisse senetlerinin teslimi
13. Kurula bildirim

1.7.3. Rekabet Hukuku Açısından Şirket Birleşmeleri

Özellikle 90'lı yıllarla beraber birleşme ve satın alma faaliyetlerinin artması dolayısıyla rekabetin artması çeşitli düzenlemelerin oluşturulmasını kaçınılmaz kılmıştır. Bu konuda 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun (RKHK), en önemli düzenlemelerden biridir. Bu kanunun yürürlüğe girmesi ile beraber, şirketler arasında etkin rekabet durumunu ortadan kaldıracak uygulamalara engel olmak üzere Rekabet Kurumu görevlendirilmektedir. Kontrolün el değiştirmesine neden olacak bir birleşme ya da satın alma faaliyeti söz konusu olduğunda, bu kurumdan izin alınması şart koşulmaktadır. Buna göre, aynı grubun kontrolü altında olan şirket birleşmeleri Rekabet Hukuku anlamında birleşme ya da satın alma sayılmamaktadır. Bu koşul sağlandığı takdirde dahi, işlem taraflarının toplam piyasa paylarının %25'i veya bir önceki yıl elde edilen toplam cironun 25 trilyon TL' yi geçtiği durumda da bildirim zorunluluğu olduğu ifade edilmektedir (Aydın, 2004: 203-204).

Rekabet Hukuku, serbest rekabet ortamının ve piyasalarda etkin rekabetin sağlanması, bunun yanında piyasaya hakim kuruluşların monopol piyasaları

oluşturmalarının engellenmesi amacı ile oluşturulmuştur. Herhangi bir düzenleme olmaması halinde ortaya çıkacak olan tekelleşme, küçük ve orta boy şirketlerin piyasaya girmelerini engellemekle kalmayacak, piyasada fiyat oluşumundaki serbestliğin de önünü keserek ekonominin tümü için olumsuz sonuçların doğmasına neden olacaktır (Yılmaz, 2004: 141).

1.7.4. Vergi Hukuku Açısından Şirket Birleşmeleri

Birleşme ve satın alma faaliyetleri sonucunda gelir elde edilmesi nedeni ile vergi hukuku alanında da konuya ait düzenlemeler yapıldığı görülmektedir. Ancak bazı vergi hukuku sistemlerinden farklı olarak Türkiye’de bu konu, özel bir kanun ile düzenlenmektedir. Bunun yanı sıra, vergi hukukunun özel hukuk olay ve işlemlerinin üzerine kurulması dolayısıyla KVK’ da özel bir düzenleme bulunmadığı takdirde, KVK’ da yer alan düzenlemelere aykırılık taşımamak kaydı ile, TTK’ daki düzenlemelerin dikkate alınmasının gerektiği belirtilmektedir (Yavaşlar, 2004: 112).

Kurumlar vergisi kanunu açısından işletmelerde birleşme işlemleri vergili birleşmeler ve vergisiz birleşmeler olarak sınıflandırılmaktadır. Burada adı geçen “vergisiz birleşme“ konusu; vergiden kaçma, kamuyu vergisel yönden zarara uğratma olarak değil, bir vergi erteleme durumu olarak dikkate alınmalıdır (Güneş ve Akbıyık, 2011: 1).

Kurumlar Vergisi Kanunu’ da öngörülen şartlarda yapılan birleşmeler “Devir” olarak nitelendirilmiştir. Devir halinde devrolan işletmenin aktif ve pasif kalemlerin bir değerlendirilmeye tabi tutulmaksızın devralan işletmeye intikal etmesi birleşme karını doğurmamakta dolayısıyla birleşme kararı olmadığından vergide tahakkuk etmemektedir. Yalnız devralan kurumca devrolan işletmenin değerlemeye tabi tutmadığı aktif ve pasif kalemleri elden çıkardığında; bu kalemlerin içerdikleri gizli yedekler devralan kuruma kazanç doğuracağından elde edilen bu kazanç vergiye tabi olmaktadır. Bu durum kurumlar vergisi kanunu açısından işletmelerde vergisiz birleşmelerin aslında bir vergi erteleme durumu olduğunu açıkça göstermektedir. (Güneş ve Akbıyık, 2011: 3). Vergisiz birleşmede, bütün halinde bilanço kalemlerinin devri esastır. KVK’ ya göre, bir birleşmenin vergisiz olması için devir niteliğinde olması ve bazı şartların yerine gelmesi gereklidir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. PİYASA DEĞERİ VE PİYASA DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER

2.1. Değer Kavramı

Literatürde değer kavramı, kıymet, önem ölçüsü, paha, karşılık, görelî bedel, parasal bedel, fayda gibi ifadelerle tanımlanmaktadır. Değer kavramının açıklanması ekonomi biliminin en karmaşık sorunlarından ve tartışma konularından birisi olmuştur. Bugün varılan noktada değer, bazen her hangi bir mal veya hizmetin sağladığı toplam fayda veya yararlı vasfı ifade etmekte, bazen de bir mal ya da hizmete sahip olmanın sağladığı diğer mal ya da hizmetleri satın alma gücünü, yani değişim gücünü ifade etmektedir (Ertuğrul, 2008:143-144).

Değerin biri kullanım değeri, diğeri de değişim değeri olmak üzere iki yönü vardır. Bir mal ya da hizmetin kullanım değeri, o mal ya da hizmeti kullanana sağlayacağı faydaya, tatmine, mutluluğa bağlıdır. Birleşme ve satın almalarda sözü edilen değer ise değişim değeridir. Değer ile fiyat kavramları birbirinden farklı kavramlardır. Fiyat, mal ya da hizmetlerin satın alınması için ödenen para miktarıdır. Fiyat, her zaman o mal ya da hizmetin değerini ifade etmeyebilir. Fiyatlar arz ve talebe, ekonomik ve siyasal koşullara bağlı olarak değişiklik gösterir. Dolayısıyla fiyat, o mal ya da hizmetin değerinin altında ya da üstünde olabilir (Aydın, 2004: 194).

İşletme değeri söz konusu olduğunda tanımdaki varlık, işletmenin kendisi olmaktadır. İşletme değeri, değerî ekonomik temelleri açısından baktığımızda, bazı durumlarda maliyetin, bazı durumlarda da faydanın sağladığı nakit akışlarının, karın veya kar payının bir fonksiyonu olarak tanımlanmakta ve hesaplanmaktadır. İşletmenin özgün nitelikleri, faaliyette bulunduğu endüstri, makroekonomik değişkenler, değerî

belirlenmesindeki özel amaç gibi pek çok etken, değerin tanımı ve belirlenmesi üzerinde etkili olmaktadır (Ertuğrul, 2008:147).

Literatüre bakıldığında hisse senedinde değer kavramının değişik yönleri ve boyutları ile incelendiği görülmektedir. En çok kullanılan değer kavramları aşağıda açıklanmıştır.

Defter Değeri: Bir işletmenin muhasebe değeri olarak da adlandırılan defter değeri, geçerli muhasebe kurallarına göre, net aktif toplamından borçların çıkarılmasıyla bulunan değerdir. Bu eşitlikte defter değeri özsermayeye eşit olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 118). Defter değeri, işletmenin bilançosundaki varlıkların, amortisman değerleri düşüldükten sonra “tarihi değerleriyle” gösterilmesini öngörmektedir. Dolayısıyla defter değeri işletmenin tarihi verileri üzerine kurulmuş olup, işletmenin geleceği ile ilgili fazla bilgi vermemektedir (Brealey vd., 1997: 31).

İşletmenin değeri belirlenirken defter değerinin kullanılması durumuna istisnai durumlar haricinde fazla rastlanmamaktadır. Çünkü işletmenin cari değeri ile defter değeri arasındaki ilişki çoğu zaman zayıftır. Bankalar gibi varlıklarının önemli bir bölümünü parasal varlıkların oluşturduğu işletmelerde defter değeri cari değere yakın olacağı için bu tür işletmelerde kullanılabilir. Defter değeri işletmenin piyasa değerinden önemli oranda yüksek ise veya birleşme ve satın almaların amacı diğer işletmenin varlıklarını elde etmek ise defter değerini kullanmak uygun olmaktadır (Aydın, 2004: 197).

Şirketlerin defter değerleri ile piyasa değerleri arasında farklılık olabilmektedir. Varlıkların defter değeri piyasa değerinden bazen çok yüksek bazen çok düşük olabilmektedir (Brealey vd., 1997: 31). Bir işletmenin kayıplar nedeniyle defter değerinin düşmesi, işletmeye olan güven ve ilginin azalmasına ve hisse senetlerinin piyasa değerinin düşmesine neden olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005: 118).

Tasfiye Değeri: Tasfiye değeri, şirketin tüm varlıklarının parçalar halinde satılması sonucu elde edilecek değerden tüm borçları ödendikten sonra kalan kısmıdır. Piyasa değerinin tasfiye değerinden fazla olması esastır. Hisse senetlerinin piyasa değerinin, tasfiye değerinin altına düşmesi durumunda hisse senetlerine ilgi artmaktadır. Artan bu

ilginin nedeni, yeni yatırımcıların hisse senetlerine sahip olarak şirketin tasfiyesi halinde hissesine düşecek payın yüksek olacağı beklentisidir (Ercan ve Ban, 2005: 118).

Birleşme ve satın almalarda genellikle tasfiye değerinin önemli bir rolü olmamaktadır. Az karşılaşmakla birlikte, işleyen bir teşebbüs olarak işletmenin piyasa değerinin tasfiye değerinden düşük olması durumlarında önemli olabilmektedir. Böyle durumlarda tasfiye değeri birleşme koşullarını etkilemektedir (Aydın, 2004: 197).

İşleyen Teşebbüs Değeri: İşletmenin bir bütün olarak satılması durumundaki değeri, işleyen teşebbüs değeri olarak tanımlanmaktadır. Bu değer genelde işletmenin varlıklarının parça parça satılması ile elde edilecek değerinden daha yüksek bir değeri ifade etmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 119).

Nominal Değer: Nominal değer hisse senedi üzerinde yazılı olan değerdir. Kayıtlı sermayenin miktarını belirleyebilmek ve sermayeye ilişkin muhasebe kayıtlarını yapabilmek için hisse senedinin birincil pazara çıkarılması sırasında, hisse senedine nominal bir değer verilmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 119).

Gerçek Değer: Hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, sermaye yapısı, yatırım imkanları, karlılık durumu, temettü politikası, sektörel yapı ve konjonktürel dalgalanmalar gibi değişkenleri içermektedir. Şirketin gerçek değeri, piyasa değerine oranla daha az değişen bir değerdir. Dolayısıyla bir şirketin gerçek değeri zaman zaman piyasa değerinden düşük olabilir. Şirketlerin kaynaklarını en iyi şekilde kullanabilmeleri ve iyi bir yatırım kararı vermeleri açısından birleşilecek şirketin gerçek değerinin araştırılması gerekmektedir (Ercan ve Ban, 2005: 119).

Piyasa Değeri: Bir işletme için farklı amaçla çok sayıda değer tanımı yapılabilmeyle birlikte finansal anlamda işletme değeri ifadesi ile kastedilen değer işletmenin uygun piyasa değeridir. Uygun piyasa değeri; bir varlığın, piyasada varlıkların değerini etkileyebilecek tüm bilgilere sahip, herhangi bir zorlayıcı etki altında olmayan, istekli bir alıcı ve satıcı arasında el değiştirdiği fiyattır (Ertuğrul, 2008: 147). Piyasa değeri işletmenin tarihi değerini değil, cari değerini yansıtmaktadır. Dolayısıyla bir işletmeyi piyasa değeri üzerinden değerlendirmek daha uygun olmaktadır (Brealey vd., 1997: 32).

Bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri piyasa koşullarında arz ve talebe bağlı olarak oluşmaktadır. Piyasa değeri şirketin verimliliğinde bir değişme olmadan da, piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Dolayısıyla piyasa koşulları bir hisse senedinin piyasa değerini gerçek değerinin üzerine çıkarabileceği gibi altına da düşürebilir. Piyasa değerinin, şirketle doğrudan ilişkisi olmayan nedenlerden etkilenebiliyor olması, pazar değerinin şirket birleşmelerinde kullanılmasının en önemli sakıncasını oluşturmaktadır. Çünkü birleşmede esas alınması gereken değer, şirketin gerçek değeri olmalıdır. Birleşmelerde piyasa değerinin kullanılmasının sakıncaları ise şöyle ifade edilebilir (Çelik, 1999: 82):

- i. Şirketin hisse senetlerinin büyük bir kısmının pazarda işlem görmemesi durumunda bu hisse senetleri için oluşan değer, şirketin gerçek değerini göstermemektedir. Şirketlerin hisse senetlerinin çok küçük bir miktarının sermaye piyasalarında işlem görmesi halinde oluşan piyasa değeri hisse senetlerinin tam olarak gerçek değerini yansıtmasına engel olmaktadır.
- ii. Birleşme olasılığı nedeniyle hisse senetlerinin fiyatları bu durumdan etkilenmiş olabilmektedir. Özellikle sermaye piyasalarında sıkça karşılaşılan içeriden öğrenme (insider trading) gibi durumlarda hisse senedi fiyatları normal olmayan bir şekilde değişmiş olabilir. Dolayısıyla birleşmelerde aday şirketin gerçek değeri araştırıldığında, bu tür fiyat dalgalanmaları nedeniyle hisse senetlerinin piyasa değerinden faydalanmak oldukça güçleşmektedir.
- iii. Sermaye pazarlarının etkin olduğu durumlarda bir şirketin hisse senetlerinin değeri, mevcut varlıklarını ve gelecekteki yatırım fırsatlarını değerlendirmede yönetimin yeteneğini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, etkin pazarın olmaması durumunda hisse senetlerinin fiyatları şirketin gerçek değerini yansıtmamaktadır.

Teorik olarak uzun dönemde piyasa değerinin gerçek değere yaklaşacağı düşünülmektedir. Bir işletmenin hisse senetleri, o işletmenin gerçek değerini yansıtırsa bile, aşağıda belirtilen durumlarda, birleşmelerde belirlenen değer, işletmenin cari değerinden farklı olabilmektedir (Ayдын, 2004: 199):

- i. Eğer işletme daralan bir endüstride faaliyette bulunuyorsa, işletme sahipleri işletmenin karanlık geleceğini düşünerek fiyatı indirebilirler.
- ii. Birleşmek isteyen işletme, hedef işletmenin cari değerinden çok varlığını devam ettirecek olan işletmeye yapacağı katkılarla ilgilenecek, daha yüksek fiyat ödemeyi isteyebilir. Böylece hedef işletme, genel piyasada oluşan değerinden daha fazla değerlendirilmiş olmaktadır.
- iii. Birleşmek isteyen işletme, hedef işletmeyi birleşmeye teşvik etmek için daha yüksek fiyat teklif edebilir. Hisse senetlerinin büyük bir kısmının nispeten az sayıda kişilerin özellikle kurucu aile üyelerinin elinde bulunan işletmeleri, birleşmeye ya da satın almaya özendirmek için işletmenin piyasa değerinden çok daha fazlasını önermek gerekebilir.

2.2. Birleşme ve Satın Almalarda Piyasa Değerine Etki Eden Faktörler

Birleşme ve satın alma kararları uzun vadeli, yüksek riskli stratejik kararlardır. Bir makine ya da araç-gereç alım kararına benzememektedir. Bu tür kararlarda yapılacak hatalar uzun yıllar etkisini sürdürmekte ve maliyetleri yüksek olmaktadır (Aydın, 2004: 194).

Birleşme veya satın alma kararı aynı zamanda bir yeniden yapılandırma kararıdır. Yeniden yapılandırma bir şirketin aktif bileşiminde veya sermaye yapısında yapılan her türlü önemli değişikliktir. Bir şirketi yeniden yapılandırmadaki amaç, genellikle, faaliyetlerdeki etkinliği artırarak, borç kapasitesini kullanarak ve/veya yeni varlıklar edinerek veya mevcutları elden çıkartarak işletme değerini maksimum yapmaktadır. Bir şirketin satın alınarak ortakların hisse senedi değerinin maksimize edilmesi, satın alma ile meydana gelen katma değer, satın almanın maliyetini aştığı zaman gerçekleşir (Üreten ve Ercan, 2000: 31). Bir birleşme veya satın alma programının başarılı olabilmesi için, bu programa yatırılan fonların, özkaynak maliyetine eşit veya daha yüksek bir getiri sağlaması gerekir. Diğer bir ifadeyle vergi sonrası gelirin, satın alma için yatırılan özkaynağa oranın satın alan şirketin özkaynaklarının fırsat maliyetinin üzerinde olması gerekir (Üreten ve Ercan, 2000: 34).

Birleşme kararı, hem satın alan şirketin hem de hedef şirketin piyasa değerleri üzerinde, piyasanın birleşme ve satın almaya verdiği tepkiye bağlı olarak pozitif ya da negatif yönde bir etkiye neden olmaktadır. Sapienza (2002) tarafından yapılan çalışmada birleşmenin şirketlerin piyasa değerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Herhangi bir şirket ile o şirkette azınlık payına sahip olan şirket arasındaki ortaklık durumunun, birleşme veya satın almaya dönüştüğü an ya da aralarında hiçbir ortaklık ilişkisi olmayan iki şirket arasında birleşme veya satın alma kararı verildiğin an, ilgili şirketlerin piyasa değerleri üzerinde olumlu ya da olumsuz bir takım etkiler meydana gelmektedir. Bu durumun duyulmasından itibaren birleşmeye taraf şirketlerin hisse senetleri çok geniş bir bant aralığında dalgalanmaya başlamaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 298). Birleşme duyurusu kamuya açıklandığı zaman piyasalar bu birleşme haberine ilk tepkilerini vermekte ve fiyatlarda asıl hareketlilik o zaman görülmektedir.

Birleşme ve satın alma işlemlerinde piyasa değerini inceleyen ampirik çalışmalar sonucunda hedef şirketlerin, satın alan şirketlere oranla daha yüksek getiriler elde ettiği tespit edilmiştir. Örneğin, Campa ve Hernando (2006) tarafından yapılan çalışmada, duyuru tarihi etrafında ve duyurudan önceki 3 aylık dönemde birleşme ve satın almaların, hedef şirket hissedarları açısından pozitif yönlü bir getiri sağladığı, satın alan şirket hissedarları açısından ise sifıra yakın hatta negatif yönlü getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Travlos (1987), Casey vd. (1987), Andreda vd. (2001), Moeller vd. (2005) tarafından yapılan çalışmalarda da hedef şirketlerin birleşme ve satın alma işleminden kazançlı çıkan taraf olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Birleşme duyurularında kazançlı çıkan taraf olan hedef şirket hissedarlarının elde ettikleri pozitif anormal getirilerin nedenini araştıran Keown ve Pinkerton (1981), 194 şirket üzerine yapılan çalışmasında, birleşme duyurularının duyuru günü öncesi 12 günlük periyotta anormal getiriye neden olduğu bulgusuna ulaşmış ve bu durumu birleşme işlemini, birleşmeden önce içeriden öğrenenlerin ticaretiyle açıklanmıştır. Meulbroek (1992) de hedef şirket hissedarlarının elde ettikleri pozitif anormal getirileri içeriden öğrenenlerin ticaretiyle açıklanmıştır.

Birleşme ve satın alma duyurularının bazılarında piyasa olumsuz tepki verirken, bazılarında olumlu tepki vermesi Keown ve Pinkerton ve Meulbroek gibi pek çok araştırmacının da bu konuya yoğunlaşması sonucunu doğurmuş ve birleşme ve satın almada piyasa değerini etkileyen faktörleri inceleyen birçok araştırma ortaya konulmuştur. Çalışmanın bu kısmında piyasanın şirket birleşmelerine verdiği tepkide önemli rol oynayan faktörler incelenmektedir.

2.2.1. Birleşme ve Satın Almalarının Finansmanı

Birleşme ve satın alma faaliyetlerinde ödeme yönteminin belirlenmesinde en büyük etken, vergi uygulamaları ve işlem maliyetleri olmakla birlikte, satın alan şirketin karakteristik özellikleri de bu seçimde önemli bir etken olmaktadır. Bu özelliklerin başında şirketin sermaye yapısı ve serbest nakit akışları gelmektedir. Şirket, ödeme yöntemlerini bu özellikleri değerlendirerek seçmek durumundadır (Rosa vd., 2000: 68).

Literatürde birleşme ve satın alma faaliyetlerinin finansmanında çok çeşitli ödeme yöntemlerinden bahsedilmektedir. Ancak birleşme ve satın alma işleminde genel olarak nakit ödeme ya da hisse senedi ile ödeme yöntemlerinden biri tercih edilmektedir. Bu yöntemlerin her biri farklı etkilere neden olmaktadır.

Nakit ödeme yönteminde, ödeme nakit olarak gerçekleştirileceği için ödemede kullanılacak nakdin nereden sağlanacağı konusu cevabı verilmesi gereken en önemli noktayı teşkil etmektedir. İşletme ödemeyi kendi kaynaklarından yapabilmektedir. Eğer işletmenin kaynakları ödeme yapmak için yeterli değilse iki şekilde nakit tedarikine gidilebilmektedir. Birincisi satın alan şirket, satın aldığı işletmenin varlıklarını teminat göstererek sağlayacağı kredi ile ödemede bulunabilmektedir. İkinci olarak, satın alan şirket yeni hisse senedi ihracıyla sağlayacağı nakdi, hedeflenen işletmenin satın alınmasında kullanabilmektedir (Türko, 2002: 587).

Şirket birleşmelerinde genellikle nakit ödeme yöntemi tercih edilmektedir. Şirketlerin nakit ödemeye yönelmelerindeki başlıca nedenler şu şekilde sıralanabilir (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 287):

- i. Nakit ödemeyele gerekleŒen Şirket birleŒmelerinde iŒlemler çok daha hızlı ve etkili bir Şekilde yürümektedir.
- ii. Satın alan Şirketin ödemeyi nakitle yapması halinde, hedef Şirket hissedarlarının tüm hisselerinin satın alınmasıyla ortaya çıkabilecek sinerjiden tamamıyla kendisi yararlanmaktadır.
- iii. Piyasada bulunan Şirketlerin çoğunun küçük ve orta ölçekli aile Şirketleri olması, sermaye piyasalarının sığ olması, hisse senedi borsada iŒlem gören Şirket sayısının az olması ve buna bağlı olarak hisselerin sığ borsalarda belirli piyasa oyuncuları tarafından alınıp satılması Şirket birleŒmelerinde ödeme aracı olarak hisse senetlerinin kullanılmasına engel teŒkil etmektedir. Bu yüzden Şirketler nakit ödemeyi tercih etmektedirler.

Hisse senedi deėiŒimi yolu ile ödeme yöntemi tercih eden Şirketler, birleŒmenin yapısı, hisse senedi sahiplerinin profili, birleŒilecek iŒletmenin sermaye piyasası performansı ve uzun dönemli eŒitli vergi sonuçları gibi birçok unsuru göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Bunların yanı sıra hem satın alan iŒletmenin hem de hedef iŒletmenin gelecekteki yatırım olanakları da hisse senetlerinin deėiŒimi yöntemini kullanma kararlarını etkilemektedir (elik, 1999: 74).

Hisse senetleriyle ödemeye dayalı Şirket birleŒmelerinde likidite korunmakta ve ek faiz ödemeleri nlenmiŒ olunmaktadır. Ayrıca satın alan Şirketin borçlanma derecesi iyileŒmekte ve satın alınacak hedef Şirketin değeri peŒin ödemeye nazaran daha kolay tespit edilebilmektedir. (Travlos, 1987: 945).

Şirket birleŒmelerinde birleŒme bedelinin hisse senedi ile ödenmesi durumunda, birleŒme teklifinin yapılması ile iŒlemin sonuçlanacağı zaman dilimine kadar oluŒacak fiyat riski önem taŒımaktadır. Satın alan Şirket, teklifini sabit sayıda hisse senedi üzerinden ya da sabit bir birleŒme değeri üzerinden yapabilmektedir. Sabit sayıda hisse senedi teklif edilmiŒse, satın alan Şirketin hisse senedi fiyatındaki dŒŒler hedef Şirket hissedarlarının zarar görmesine, yükselmesi ise satın alan Şirket hissedarlarının zarar görmesine neden olmaktadır. Sabit bir birleŒme değeri teklif edilmesi durumunda, satın alan Şirketin hisse senedi fiyatlarının dŒmesi, daha çok hisse senedi verilmesine ve

satın alan şirket hissedarlarının yeni kurulan şirkette daha az ortaklık payı almalarına neden olabilmektedir. Hedef şirket hissedarları ise sabit değerli işlemlerde, işlem sona erinceye kadar herhangi bir değer kaybı yaşamamaktadırlar (Yılgör, 2004: 399-400).

Hisse senedi yoluyla ödeme yönteminde satın alan şirket alacağı şirketin gerçek değerini tam olarak bilememektedir. Buna karşılık hedef şirket hissedarları da bu satıştan ne elde edeceklerini kolaylıkla tahmin edememektedir. Yani burada iki yönlü bir bilgi asimetrisi problemi vardır. Bu bilgi asimetrisinin nedenin, satın alan şirketin ödeme aracı olarak hisse senedi teklif etmesi olduğu ileri sürülmektedir. Bu yolla, hedef şirketin hissedarları elindeki menkul kıymetin değerinin ne olduğunu tam olarak bilmek istemekte ve bunun için çeşitli araştırmalar yapmak durumunda kalmaktadırlar. Kendi hisselerinin eksik değerlendirildiği kanırsa varmalarına halinde, birleşmeden sonra sahip olacakları menkul kıymetin daha değerli olacağını düşünerek birleşme teklifini kabul etmek istememektedirler. Diğer yandan hedef şirket hisselerinin aşırı değerli bulunması durumunda ise satın alan şirket hissedarları yapılan birleşme teklifini kabul etmeyebilmekte ve genel kurulda buna karşı oy verebilmektedirler. Sonuç olarak hisse devriyle gerçekleştirilen birleşmelerde çift taraflı bilgi asimetrisi neticesinde ortaya çıkacak sakıncaların artması durumunda, satın alan şirketin hisse senetleri hızlı bir şekilde değer kaybına uğramaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 294).

Birleşme bedelinin nakit olarak ödenmesi halinde, birleşme maliyeti birleşme kazancının büyüklüğünden etkilenmemektedir. Eğer ödeme hisse senedi değişimi şeklinde gerçekleştirilirse, maliyet kazanca bağlı olarak değişmektedir (Brealey vd., 1997: 616). Hisse senedi ile ödeme yönteminin seçilmesi durumunda kazanç, birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarındaki değişimle ortaya çıkmaktadır (Agrawal vd., 1992: 1611-1612).

Şirket birleşmelerinde satın alan şirketin nakit ödeme şeklini seçmesi, şirketin birleşmenin sinerjisi hakkında oldukça iddialı olduğunu ve kendi hissedarlarına bundan doğacak kazancı dağıtma niyeti taşıdığını göstermektedir. Satın almada kullanılan ödeme aracı olarak hisse senetlerinin kullanıldığı bir durumda ise, piyasa bunu satın alan şirketin kendi hisse senetlerinin değerini yüksek gördüğü ve birleşmeden doğabilecek sinerjinin beklendiği gibi olmayabileceği şeklinde yorumlamaktadır. Bu durumdan dolayı satın alan şirket bu olumsuz gelişmelerden kaynaklanabilecek riski

hedef şirket hissedarlarına kendi hisselerini vererek dengelemeye çalışmaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 300).

Yapılan ampirik çalışmalar incelendiğinde birleşme ve satın almalarda ödeme yönteminin şirketlerin piyasa değerini etkilediği görülmektedir. Bu çalışmalardan biri Andrade vd. (2001) tarafından yapılmıştır. 1973-1998 yılları arasında gerçekleşen birleşmelerin incelendiği çalışmada, birleşme finansmanının birleşme dolayısıyla ortaya çıkacak değerde önemli bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Birleşmenin hisse senedi ile finansmanında, tüm örneklem için ortalama 3 günlük anormal getirinin 0' a yakın olduğu, hisse senedi ile finansmanın kullanılmadığı birleşmelerde ise kayda değer bir anormal getirinin gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada, hisse senedi ile finansmanın satın alan şirketler açısından negatif anormal getiriye yol açtığı, hedef şirketler açısından ise hem hisse senedi hem hisse senedi dışı ödeme yöntemlerinin pozitif anormal getiriye yol açtığı sonucu elde edilmiştir. Ancak burada hedef şirketlerin hisse senedi ile finansman durumunda sağladığı anormal getiri çok daha düşüktür.

Benzer sonuçlara Shaheen (2006) tarafından yapılan çalışmada da ulaşılmıştır. Buna göre hisse senedi ile finansmanın satın alan şirkete olumsuz yansıdığı ve negatif anormal getiri ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır.

Birleşme finansmanının şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini araştıran diğer bir çalışma Travlos (1987) tarafından yapılmıştır. Çalışmada birleşme veya satın almalarda teklif veren şirketin gerçekleştireceği ödeme yönteminin, hisse senedi fiyatları üzerindeki rolü araştırılmış, nakit ödemelerde işlemlerin daha hızlı gerçekleşmesi nedeniyle daha yüksek getiri sağlandığı, hisse senedi ile ödeme yoluyla olan tekliflerde ise daha düşük hatta negatif getiri sağlandığı sonucu elde edilmiştir. Servaes (1991) tarafından çalışmada da birleşmenin nakit ödeme yöntemi ile gerçekleştirilmesi durumunda, satın alan şirketin anormal getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

Araştırmalar, satın alma bedelinin nakit olarak yapılması, hisse senediyle yapılan ödemeye oranla satın alan şirket hissedarları için hem kısa dönemde hem de uzun dönemde daha olumlu sonuçlar verdiği belirlenmiştir (Bouwman vd., 2003: 9). Hedef şirket açısından da, nakit ödeme yoluyla yapılmasının hisse senediyle yapılan ödemeden

daha karlı olduğunu ortaya koymuştur. Bunun nedeni satın alan şirketin daha yüksek bir prim vermeye hazır olmasıdır. Bu prim başka istekli alıcıların olması durumunda daha da yükselmektedir. Ancak satın alan şirketlerin böyle bir durumda nispeten daha az olumlu sonuçlar elde ettiği görülmektedir (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 301).

2.2.2. Ele Geçirme Teklifinin Şekli

Birleşme veya satın almalarda piyasa değerini etkileyen diğer bir faktör satın alan şirketin hedef şirkete sunduğu teklif şeklidir. Şirket birleşmelerinin hangi tür ödeme aracıyla yapılacağı ele geçirme teklifinin şekliyle yakından ilgilidir. Satın alma teklifinin dostça yapılması halinde, satın alma finansmanı büyük bir olasılıkla hisse senediyle finanse edilirken, dostça olmayan satın alma girişimlerinde ise ödeme aracı olarak genelde nakit ödeme yöntemi kullanılmaktadır (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 301). Aşağıda düşmanca ele geçirme ve dostça satın alma şekilleri açıklanmaktadır.

Düşmanca satın alma ya da ele geçirme genel anlamda şirket üzerindeki kontrolün, bir grup hissedardan başka bir grup hissedar tarafından devralınmasıdır. Bu yöntemde, bir şirketin, diğer bir şirketin yönetimini ve hatta diğer şirketin ortaklarından bazılarının istememesine rağmen kontrolünü ele geçirmek ya da sahipliğini elde etmek amacıyla, şirketin hisse senetlerini satın alması söz konusu olmaktadır (Yörük ve Ban, 2006: 92). Şirket diğer şirketin hisselerini ele geçirebilecek durumda ise, “öneri veren şirket” (bidder), önerinin yapıldığı şirketin “hedef şirket” (target firm) rızası olmadan el değiştirme işlemini gerçekleştirir (Depamphilis, 2001 : 21).

Düşmanca bir şirket birleşmesinde satın alan şirket, genellikle ince teklifte bulunur. İnce teklif, bir şirketin bir başka şirketin hisselerini satın almak için hedef şirket yönetiminin karşı olmasına rağmen, doğrudan hissedarlara yaptığı tekliftir. Satın alan şirket kontrolü altına almaya çalıştığı şirketin hissedarlarından belirli bir fiyat karşılığında hisselerini vermelerini ya da “teklif” etmelerini istemektedir. Hissedarlara teklif, doğrudan hissedarlara başvuru olduğu için, hedef şirket yönetimi tarafından onaylanmayı gerektirmemektedir. Hedef şirket yönetimi, sunulan bu teklifi kabul etmezse ve satın alan şirket satın alma çalışmalarına devam ederse ikinci yol olarak,

satın alan şirket; hedef şirketi, hissedarlarına çağrıda bulunarak ya da piyasadan hisselerini toplayarak ele geçirmeye çalışabilmektedir (Brigham, 1999: 147).

Dostça şirket birleşmesi ise, koşulları her iki şirketin yönetimleri tarafından onaylanan bir şirket birleşmesidir. Satın alan şirket, hedef şirketini belirledikten sonra ödemeye istekli olduğu uygun fiyat aralığını belirlemekte, ödeme şeklini belirleyerek, hedef şirket yönetimi ile görüşmeleri başlatmaktadır. Hedef şirket hissedarlarının onaylayacağı varsayılırsa, satın alan şirket kolay bir biçimde hedef şirketin hisselerini satın alabilmektedir (Brigham, 1999: 146).

Yapılan ampirik çalışmalar incelendiğinde, Servaes (1991) tarafından yapılan araştırmada düşmanca satın almaların anormal getiri üzerinde negatif yönde etkiye yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer bir sonuç Shaheen (2006) tarafından yapılan çalışmada da elde edilmiştir. Bunun aksine Loughran ve Vijh (1997) tarafından yapılan araştırmada ise, düşmanca birleşmelerde değer elde edildiği, dostça birleşmelerin ise değer tahribatına yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

2.2.3. Birleşme Şekli

Şirket birleşmelerinin piyasa değerine etkisini araştıran çalışmalar, piyasa değerini etkileyen faktörlerden bir diğerinin birleşme şekli olduğunu ortaya koymaktadır.

Şirket birleşmeleri genel olarak, yatay (horizontal), dikey (vertical) ve karma (conglomerate) olarak sınıflandırılmaktadır (Gaughan, 2002: 7).

Aynı sektörde yer alan, benzer mal veya hizmet üreten şirketlerin bir araya gelmesiyle oluşan birleşmeler yatay şirket birleşmeleridir. Bu tür birleşmelerle birlikte karşılıklı bilgi birikimi, üretim ve yönetimde yeni teknolojilerin kullanılması, içsel ve dışsal faktörlerin etkisi ile şirketlerin pazar konumu olumlu etkilenir (Şahin ve Yılmaz, 2010: 67).

Türkiye’de bu tür birleşmeye Ülker Bisküvi’ nin Ülker Çikolata Sanayi ile birleşmesi örnek verilebilir. Ayrıca Migrostürk Ticaret’ in Tansaş Perakende’ nin %

78,1 hissesini satın alması, Carrefoursa Sabancı' nın Gima' nın % 39,82 hissesini satın alması, Coca Cola İçecek' in Efes' in % 48,13 hissesini satın alması yatay birleşmelere örnek teşkil etmektedir.

Yatay birleşmelerde, işletmenin rekabet gücünü arttırarak tekelci bir güç olma eğilimi ağırlık taşımaktadır (Akgüç, 1998: 890). Yatay birleşmelerin en önemli faydaları, rekabet üstünlüğü sağlaması, şirketin pazar payını arttırması ve endüstrinin bütünleşmesini sağlamasıdır. Ayrıca sinerji etkisinden ve mevcut uzmanlıklardan en etkili şekilde yararlanma imkanı sağlamaktadır (Çelik, 1999: 19).

Dikey birleşme ise, herhangi bir ürünün üretiminden satışına kadar farklı aşamalar gösteren veya aynı sektörde yer alan ve farklı üretim aşamaları gösteren şirketlerin birleşmesidir. Buna örnek olarak un sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin ekmek üretimi yapan bir şirketle birleşmesi gösterilebilir. Dikey birleşme tekstil, kimya, metalurji ve petrol sektörlerinde yoğun olarak görülmektedir (Eren, 2002: 224).

Dikey şirket birleşmelerinin, bir şirketin ya geriye doğru kendisine girdi sağlayan şirketlerle ya da ileriye doğru kendi ürününü satın alan şirketlerle birleşmesi olarak iki şekilde gerçekleştiği görülmektedir. Böylece şirketler, faaliyetlerinde önemli faydalar sağlayacak olan tedarik, üretim ve pazarlama kaynaklarının kontrolünü sağlamış olurlar. Geriye doğru birleşmede şirketler iki açıdan fayda sağlayabilirler. Birincisi girdilerin istenilen kalitede, istenilen zamanda, istenilen miktarda elde edilmesinin kontrol edilebilmesi, ikincisi ise işletmenin birleşmeden önce pazardan daha yüksek maliyetlerle sağladığı girdileri kendi yapısında daha az maliyetle üretimini sağlamasıdır (Çelik, 1999: 21).

İşletmeleri dikey birleşmelere yönelten unsurları şöyle açıklayabiliriz (Eren, 2002: 224);

- i. İşletme kendisinin mal satın aldığı veya mal sattığı işletmelerin kar marjlarını kendisine mal ederek nihai mamullerin maliyetlerinin azaltılmasını amaçlayabilir. Böyle hallerde rakiplerinden daha avantajlı hale gelebilmektedir.

- ii. Bu tür bir birleşme işletmenin stratejik dış baskı ve güçlerini çözümlenme gayesiyle yapılabilir. Örneğin, faktör tedariki veya üretilen malların satışı konularındaki güçlükler böylece çözümlenmiş olabilir.
- iii. İşletmenin mal satın aldığı veya ürünlerini sattığı işletmelerin teknolojik yenilikler yönünden yetersiz veya tatminkar bir düzeyde bulunmaması, işletmeyi endüstri kolunda daha etkin hale gelebilmek bakımından dikey birleşmeye yöneltebilir.

Karma (conglomerate) birleşmeler aralarında mal ve hizmet üretimi ve pazarlaması konusunda benzerlik olmayan işletmelerin birleşmesidir (Ceylan, 2000: 285). Bu birleşme türünde aynı malı üretmeyen, aralarında dikey üretim ilişkisi olmayan şirketlerin birleşmesi söz konusudur. Örneğin binek otomobil üreten bir şirketin kamyon, otobüs ve minibüs üreten şirketlerle birleşmesi veya bu malların üretimi için yatırım yapması benzer alanlarda büyümeye örnek verilebilir (Türko, 2002: 578).

Karma birleşmeler üç alt gruba ayrılmaktadır. Bunlar (Çelik, 1999: 21-22);

- i. Ürün genişletme: Üretilen ürünler arasında rekabet yoktur. Birleşen şirketlerin üretim ya da dağıtım bölümleri, fonksiyonel olarak benzerlik göstermektedir.
- ii. Coğrafi piyasa genişletme: Birleşen şirketler, aynı ürünü üretmekte ancak farklı coğrafi piyasalarda pazarlamasını yapmaktadırlar. Böylece ürünlerini daha geniş alanlara ulaştırma olanağı yaratmış olmaktadır.
- iii. Saf karma birleşmeler: Şirketler arasında ne üretim ne de pazarlama alanında bir ilişki bulunmaktadır. Farklı alanlarda faaliyette bulunan şirketler arasında birleşme gerçekleştirilmektedir.

Ekonomik çeşitlendirme olarak da adlandırılan bu tür birleşmeler şirketlerin, farklı faaliyet alanlarına en kısa sürede girmelerinin hızlı bir yolu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu birleşmelerde büyümek hedeflenirken asıl amaç riski de minimize

etmektedir. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketleri bünyesine katan ana şirket bu yolla riskini çeşitli sektörlerle yayarak kendini sağlama almaya çalışır (Şahin ve Yılmaz, 2010: 69).

Birleşme şekillerinin piyasa değerine etkisi incelendiğinde çeşitlendirmeye yol açan işlemlerin değer azaltıcı, yatay ve dikey nitelikteki birleşmelerin ise değer artırıcı olduğu söylenebilir (Bouwman vd., 2003: 9). Fee ve Thomas (2003) tarafından yapılan 1980-1997 yıllarındaki birleşme ve satın almaları inceleyen çalışmada da yatay birleşme ve satın almalarda az da olsa pozitif bulguya ulaşılmıştır.

Hedef şirketin ana işletmenin bağlı bulunduğu iş kolunda olmaması durumunda birleşmenin başarılı olma şansı küçülmektedir. Konglomera yani şirketler topluluğu tipi, birçok iş kolunda faaliyet gösteren şirketleri çatısı altında toplayan büyük şirketlerde birleşmenin başarılı olma şansı oldukça küçüldür (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 302). Gugler vd. (2003) çalışmasında birleşen şirketlerin performanslarını, birleşmemiş şirketlerle karşılaştırılarak, şirketlerin performanslarında meydana gelen değişimleri incelemiş, konglomera birleşmelerin yatay birleşmelere göre satışları daha fazla azalttığı sonucunu elde etmiştir.

2.2.4. Sinerji Etkisi

Birleşmeler, şirketlerin farklı parçalarının bir araya gelmesiyle ortaya çıkacak sinerjiden faydalanabilme imkanı sağlar (Gaughan, 2002, s.113). Sinerji, hem satın alan hem de hedef şirket için değer sağlayan temel kaynak olarak görülmektedir (Weston ve Weaver, 2001: 83).

Fen bilimleri literatüründe sıklıkla kullanılan sinerji kavramı, çoğu zaman “iki artı iki eşittir beş” olarak ifade edilir (Gaughan, 2002, s.113). Finansal açıdan sinerji kavramı, iki şirketin bir aradaki değerinin ayrı ayrı değerlerinden büyük olmasını ifade eder (Akgüç, 1998: 893).

Bu ifade sembolize edilirse birleşmenin amacı;

$V_{AB} > V_A + V_B$ olmasını sağlamaktır.

V_{AB} = Birleşme sonrası oluşan yeni şirketin değeri

V_A = Birleşme öncesi A şirketinin değeri

V_B = Birleşme öncesi B şirketinin değeri

Şirket satın alma hem satın alan şirket hem de hedef şirket açısından bir yatırım kararıdır. Bu yatırım, satın alan şirket için bir kazanç oluşturmalıdır. Kazanç, birleşme veya satın alma sonucu varlığını sürdüren şirketin değeri ile birleşen şirketlerin ayrı ayrı değerleri toplamı arasındaki olumlu farktır.

$$Kazanç = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Böyle bir kazancın sağlanabilmesi için birleşmenin veya satın almanın, ilgili şirketlerin değerleri dışında ek bir nakit akışı sağlaması gerekmektedir. Bu durum ise ölçek ekonomisi etkisinden kaynaklanmaktadır.

$$V_{AB} = V_A + V_B + NBD_{AB}$$

NBD_{AB} = Birleşme nedeniyle artacak net nakit akışının bugünkü değeri

Böylece, iki şirketin bağımsız olarak faaliyet gösterdiklerinde hesaplanandan daha büyük bir etki meydana getirmeleri, rekabet gücündeki artışla beraber bağımsız olarak elde ettikleri tutardan daha fazla nakit akımı elde etmeleri söz konusu olmaktadır (Yılgör, 2004: 383). Maliyet ise, alınan şirkete ödenen bedel ile diğer satın alma giderlerinin toplamından oluşur (Akgüç, 1998: 893).

$$Maliyet = Ödenen Bedel + Diğer Giderler - V_B$$

Sinerjik etki, satışlarda artış, maliyetlerde azalma ve kaynakların daha etkin kullanılmasına bağlı olarak oluşan faaliyet sinerjisi ile; daha yüksek fiyat/kazanç oranı, daha düşük sermaye maliyeti ve daha fazla borçlanma kapasitesini içeren finansal sinerjiden kaynaklanır (Yılgör, 2004: 383).

Finansal sinerji ise birleşen şirketlerin birleşme ile birlikte finansal yapılarında meydana gelen değişikliğin sonuçlarıdır. Şirket birleşme ve satın alma işleminin sonunda, birleşme sonrasında ortaya çıkan yeni işletmenin veya satın alan işletmenin daha düşük sermaye maliyetine sahip olması durumunda, finansal sinerjinin kaynakları, birleşme sonucunda şirket karlarının ve nakit akımlarının daha istikrarlı hale gelmesi, şirket riskliliğinin azalması, finansal ölçek ekonomilerinin oluşması ve içsel fonlarla yatırım fırsatlarının daha iyi uyumlaştırılması sağlanmaktadır. Olgun bir endüstride yer alan, faaliyetleri sonucunda içsel olarak fon yaratmış ancak yeni yatırım fırsatlarına sahip olmayan bir işletme ile hızla büyüyen bir endüstride yer alan, yatırım fırsatlarına sahip ancak işletme içinde yarattığı fonlar bu yatırım fırsatlarının finansmanında yetersiz kalan iki işletmenin birleşmesi, birinci işletmeye yeni yatırım alanları sunmakta, ikinci işletmenin yatırımlarına daha düşük sermaye maliyeti ile finanse etme olanağı sağlamaktadır (Yılgör, 2004: 384-385).

Birleşen iki işletmenin nakit akımlarının birbirini dengelemesine bağlı olarak birleşme işlemi, toplam yükümlülüklerin toplam varlıkları aşması durumu ve kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu olasılıklarını azaltabilir (Gaughan, 2002: 122).

Birleşme öncesinde birbirinin borçlarından sorumlu olmayan işletmeler birleşme sonrasında birbirinin borçlarını garanti ederler. Borçlara sağlanan ortak sigorta, sermaye sağlayanların işletmeyi daha az riskli olarak değerlendirmeleri ve daha düşük faiz oranı ile fon sağlamayı kabul edebilmeleri ile sonuçlanabilir. Finansal piyasalarda büyük işletmeler daha az riskli kabul edilmektedir. Büyük işletmeler birleşme sonrası oluşan işletme tahvil veya diğer borçlanma enstrümanlarını daha düşük faizle ihraç edebilmektedir. Büyük hacimli menkul kıymet ihracı; kayıt ücretleri, yasal maliyetler, baskı maliyetleri gibi sabit nitelik taşıyan ihraç maliyetlerinin ve menkul kıymetlerin alış-satış maliyetlerinin azalmasını sağlamakta ve böylelikle finansal ölçek ekonomileri elde edilebilmektedir. Birleşmeye bağlı olarak işletmenin borçlanma kapasitesindeki artış, faiz harcamalarının artışına bağlı olarak elde edilebilecek vergi tasarrufunu da artırabilmektedir (Yılgör, 2004: 384).

Faaliyet sinerjisi diğer adıyla ölçek ekonomisi, "bütün girdilerin belli oranda artırılması durumunda üretim miktarının göstereceği duyarlılık" olarak tanımlanabilir.

İşletmelerde seri üretimin ancak belli bir kapasiteye ulaştıktan sonra karlı olabilmesinin nedeni ölçek ekonomileridir. Geçen yüzyılda ölçek ekonomileri ve seri üretim, ulusların hızlı ekonomik büyüme ve gelişmelerini belirleyecek kadar önemli olmuştur. Günümüzün pek çok üretim süreci, geçen yüzyıla göre büyük bir artış göstermiştir (Tomanbay ve Gümüş, 2004: 169).

Ölçek konusu ölçeğe göre artan, azalan ve sabit getiri durumlarını kapsamaktadır. Girdi fiyatlarının sabitliği ve tam kapasitede çalışma varsayımları altında ölçeğe göre artan getiri durumu, büyüklüğün sağladığı maliyet tasarruflarını (ölçek ekonomilerini) ifade eder. Bu durumda üretken birimin ölçek büyüklüğü arttırıldıkça uzun dönem toplam maliyetler azalarak (degresif olarak) artmakta ve birim çıktıya düşen maliyet azalmaktadır. Dolayısıyla ölçeğe göre artan getiri durumunda üretken birimin ölçek büyüklüğünün artırılması maliyet yönünden avantajlıdır (Müftüoğlu, 1999: 357).

Ölçeğe göre artan verim durumunda çıktıların (üretim) artışı girdilerin artışından oransal olarak daha büyüktür. Yapılan araştırma ve gözlemler imalat sanayinde çoğu zaman bu durumun söz konusu olduğunu göstermektedir. Kısacası, sanayide “ölçek büyümesi” genel olarak verimin artmasını (yani birim maliyetlerin azalmasını) beraberinde getirmektedir (Tomanbay ve Gümüş, 2004: 170).

Ölçeğe göre azalan getiri durumunda ise büyüklüğün neden olduğu tasarruflar (ölçek diseconomileri) geçerlidir. Bu durumda üretken birimin ölçek büyüklüğü arttırıldıkça uzun dönem toplam maliyetler (progresif olarak) artar ve birim çıktıya düşen maliyet yükselir. Bu şartlarda üretken birimin ölçek büyüklüğünün artırılması maliyet yönünden sakıncalıdır (Müftüoğlu, 1999: 358). Ölçeğe göre azalan verim durumunda üretimdeki artış oranı girdilerin artış oranından küçüktür. İşletmeler belli bir boyuta ve dolayısıyla verimliliğe ulaştıktan sonra ölçeğin ısrarla büyütülmesi artan yönetim ve denetim zorlukları nedeniyle, üretimde etkinsizliği ve azalan verimleri beraberinde getirebilir (Tomanbay ve Gümüş, 2004: 169-170).

Son olarak ölçeğe göre sabit getiri durumunda ise, büyüklüğün maliyet üzerindeki etkisi nötr olmaktadır. Yani girdilerle çıktılar aynı oranda değişmektedir. Bu durumda üretken ölçek büyüklüğü arttırıldıkça uzun dönem toplam maliyet doğrusal

olarak artar ve uzun dönem birim çıktıya düşen maliyet sabit kalır (Müftüoğlu, 1999: 358).

İşletmeler ölçek ekonomilerinden faydalanarak kazançlarında artış ve maliyetlerinde azalma sağlayabilmektedirler. Ölçek ekonomileri, amortisman, bakım-onarım giderleri, faiz giderleri, ar-ge giderleri, yönetim giderleri gibi sabit nitelikli bazı maliyetlerin bölünemezliğinden kaynaklanmaktadır. Bu maliyetlerin düşük ürün sayısına dağıtılması, yüksek birim başına maliyet anlamını taşımaktadır. Çıktı sayısının artması birim başına sabit maliyetlerin azalmasını sağlamaktadır. Birim başına maliyet azalması işletme ölçeğindeki büyümenin yönetim etkisizliklerine neden olduğu düzeye kadar devam etmektedir. Ölçek ekonomileri, tüm işletmeler için önemli olmakla birlikte, özellikle demir-çelik, eczacılık, kimya ve uçak endüstrileri gibi sabit giderleri yüksek üretim işletmelerinde büyük önem kazanmaktadır (Yılgör, 2004: 383).

Birleşme sürecinde ölçek ekonomisi yoluyla elde edilen faydalar şu şekilde sıralanabilir (Akgüç, 1998: 893):

- i. Birleşme sonucu büyük ölçekte faaliyette bulunma, mevcut makine ve donanımın daha verimli bir şekilde kullanılmasına, atıl üretim araçlarının üretim sürecine girmesine imkan verir.
- ii. Birleşmeler işletmeler arası teknik bilgi akışını kolaylaştırdığı gibi, büyük araştırma-geliştirme yatırımlarının yapılmasına ortam oluşturur. Büyük ölçekli araştırma-geliştirme projeleri büyük işletmeler tarafından finanse edilebilir. Tek bir işletme açısından ölçeğinin küçük olması nedeniyle, ekonomik bulunmayan bir araştırma-geliştirme projesi, birleşme sonrası ekonomik hale dönüşebilir ve kolayca finanse edilebilir.
- iii. Birleşme sonucunda işletmenin büyümesi piyasa gücünü arttırmakla birlikte, pazarlama faaliyetlerinin de eskiye nazaran daha etkin yürütülmesine ortam hazırlar. Örneğin birleşme sonrasına ulaşılan yeni işletme müşterileri, rakip malları değil, kendi ürettiği malları almaya zorlayabilir; birleşmeye dahil olan işletmeler birbirini tamamlayıcı mallar üretiyorsa birbirlerinin mallarını şartlı veya bağlı olarak satabilirler.

- iv. İşletme, büyüme ile birlikte, bazı girdilerini daha ucuza elde edilebilir. Birleşme öncesine göre daha büyük miktarda girdi alınacağından, pazarlık gücünün oluşmasına katkı sağlayarak daha yüksek oranda alış iskontoları elde edilebilir.
- v. Birleşme yönetim ve örgüt yapısında da önemli tasarruflar sağlayabilir. Birleşen işletmeler aynı işlevi yapan birden fazla departmanı tek bir bölüm (departman) haline getirerek etkinliğin ve maliyet avantajının sağlanmasını mümkün kılabilir. Ayrıca birleşen işletmelerdeki en iyiler birleştirilerek faaliyetlerin verimliliği sağlanabilir.

Ölçek ekonomisi yatay, dikey ve karma birleşmelerle ilişkilendirilebilir. Yatay birleşmelerde, birleşmeden önce ölçek ekonomisine ulaşmakta yetersiz düzeyde faaliyet gösteren işletmeler, birleşmelerden sonra ölçek ekonomisine ulaşabilecek düzeyde faaliyet gösterebilirler. Dikey birleşmelerde ise, endüstrinin farklı aşamalarında bulunan ve birbirinin tedarikçisi veya müşterisi olan işletmelerin birleşmesi; hammadde kaynaklarından nihai tüketiciye kadar genişleme olanağı sağlamakta ve böylelikle de bu süreçler daha etkin bir şekilde koordine edilip yönetilebilmektedir. Farklı endüstrilerde yer alan işletmeler arasındaki karma birleşmeler ise, alan ekonomilerinin elde edilmesine olanak sağlamaktadır (Yılgör, 2004: 384).

Birleşme ve satın almaların şirketlerin piyasa değerine etkisini inceleyen ampirik çalışmalar, birleşmelerin sinerji etkisi ile şirketlerin hisse senedi fiyatlarının değişiminde etkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu çalışmalardan biri Sapienza (2002) tarafından yapılmış ve birleşmenin şirketlerin piyasa değerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Örneğin, banka birleşmelerinde hedef banka büyük bir yerel piyasaya sahipse, birleşme sonrası yeni şirketin piyasa gücünün artması sebebiyle kredi faiz oranlarının düşmediği yönünde bulgular elde edilmiştir. Bunun aksine Fee ve Thomas (2003)' in yaptıkları çalışmada böyle bir bulgunun varlığı ile ilgili sonuçlar elde edilmemiştir.

Devos vd. (2009) çalışmalarında 1980-2004 yılları arasındaki 264 büyük birleşme olayını incelemiş ve hissedarlar açısından birleşmeler ile ortalama olarak değer

elde edildiği sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmada bunun sebepleri olarak üretim etkinliğindeki artış, vergi tasarrufu sağlanması ve artan pazar gücü gösterilmiştir. Bununla birlikte Gugler (2003) tarafından yapılan çalışmada ise birleşmenin şirketlerin karlılığında önemli artışlara, satışlarda ise azalışlara neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu konudaki diğer bir alışma Campa ve Hernando (2006) tarafından yapılmış, çalışmada 1998-2002 yılları arasında finans sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerini incelenmiştir. Çalışmada işlem tamamlandıktan sonra hedef şirketin özkaynak karlılığının ortalama % 7 arttığı ve hedef bankaların performansında önemli gelişmeler görüldüğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer sonuçlara ulaşan Healy vd. (1990) alışmasında, birleşme işlemiyle birlikte birleşen şirketlerin faaliyet performanslarının iyileştiği ve varlık devir hızlarının da yükseldiği sonucu elde etmiştir.

2.2.5. Aşırı Fiyat Teklifi

Diğer adıyla hubris hipotezi olarak bilinen bu durum satın alan şirketin hedef şirkete değerinin üzerinde ödeme yapması durumudur. Burada satın alan şirket değer elde edemezken, hedef şirket değer elde etmektedir. Çünkü teklif veren şirket hissedarlarından, hedef şirket hissedarlarına değer transferi söz konusudur. Ancak sonuçta toplam olarak değer meydana gelip gelmediğine bakıldığında, toplam değerin genellikle sıfır ya da sıfıra yakın olduğu görülmektedir (Weston ve Weaver, 2001: 83-84).

Birleşmenin hedef işletme hissedarları açısından karlı olacağı beklentisi hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Böyle bir beklentide ele geçiren işletme tarafından teklif edilen primin büyüklüğu önemli bir rol oynamaktadır (Yılđor, 2004: 406). Birleşme ve satın almalarda rekabetin son derece yoğun olması, hedef şirket hissedarlarına ödenen primin yüksek olmasına neden olmaktadır. Bu primler, birleşme veya satın almalara piyasanın gösterdiği ilk reaksiyonlara göre oluşmaktadır. Ödenen yüksek primler birleşmelerde başarısızlığa yol açmaktadır. Bunun en önemli nedenlerinden birisi, genelde, aşırı rekabet nedeniyle hedef şirket sahiplerine ödenen yaklaşık % 40'lara varan primlerdir. Bu durum doğal olarak başarı şansını

azaltmaktadır. Fazla prim ödemeye ve başarısızlığa yol açan nedenler 4 ana grupta toplanabilir (Üreten ve Ercan, 2000: 35).

- i. Piyasanın potansiyelinin aşırı iyimser değerlendirilmesi,
- ii. Yaratılacak sinerjinin yüksek tahmin edilmesi,
- iii. Pazarlıklarda rekabet sonucu fiyatın çok yüksek seviyelere çıkması,
- iv. Birleşme veya satın alma sonrası uygulamaların ve entegrasyonun başarısız olması.

Bu sebeplerden bir ya da birkaç tanesinden dolayı yatırılan sermayeye göre istenilen getirinin elde edilememesi, hisse senedinin fiyatının veya şirketin piyasa değerinin düşmesine neden olmaktadır.

Birleşme ya da satın almalarda da işletmenin değeri ile o işletme için ödenecek fiyat arasında önemli farklılıklar olabilmektedir. Birleşme ya da satın almalarda, işletmelerin doğru değerinin belirlenmesinin yanında ödenecek fiyatın da bu değere uygun olmasına çalışılması, birleşmenin başarısı açısından son derece önemlidir (Aydın, 2004: 194). Bu yüzden birleşme şartlarının çok iyi bir biçimde incelenmesi gerekmektedir. Literatürde birleşme ve satın almalarda ödenecek bedelin belirlenmesine etki eden faktörler nicel ve nitel olmak üzere iki kategoride incelenmektedir (Akgüç, 1998: 902-912).

Nicel (kantitatif) faktörler genel olarak şu şekilde sıralanmaktadır:

- Gelecek dönemlere ait gelirler ve şirketlerin büyüme hızları,
- Dağıtılan kar payı, hisse başına kazanç ve kar payı oranları,
- Hisse senetlerinin piyasa değeri,
- Hisse senetlerinin Fiyat/Kazanç oranı,
- Şirketin defter, (net varlık-net aktif) değeri,
- Şirketin işleyen teşebbüs (indirgenmiş nakit akışına göre bugünkü değeri),
- Birleşilecek şirketin tasfiye (likidasyon) değeri,
- Birleşilecek şirketin likidite durumu, net çalışma (işletme) sermayesi,
- Birleşmenin satın alan şirketin hisse senetlerinin değerine etkisi,
- Şirketin varlıklarının güvence olarak gösterilmesi.

Bazı durumlarda birleşme koşullarının saptanmasında, nicel olarak nitelendirilen faktörler dışında, hedef şirket ile ilgili finansal verilere dayanmayan nitel (kalitatif) faktörler de etkili rol oynayabilir. Nitel faktörlerin rakamlarla ifade etmesi çok güç veya olanaksızdır. Nitel faktörler ise genel olarak şu şekilde sıralanabilir:

- Birleşmenin sinerji etkisi göstereceği hakkında tahminler,
- Yetenekli bir yönetim kadrosuna sahip olma isteği,
- Mevcut örgütü yenileme,
- Hedef şirketin sahip olduğu sınai haklardan ya da deneyimlerinden faydalanma,
- Birleşmeyle birlikte gerekli teknik ve araştırma kadrosu sağlama,
- Şirketin prestijini artırma,

Tüm bunlara göre belirlenecek şirket değerinin piyasada yüksek belirlendiği yönünde bir algının ortaya çıkması durumunda bu durumun satın alan şirketin hisse senedi fiyatına olumsuz yansımaları, bunun yanında hedef şirketin fiyatına ise olumlu yansımaları ve anormal getiri ortaya çıkması beklenebilir.

2.2.6. Düşük Değerlenmiş Varlıklar

Bir işletmenin piyasa değerinin varlıkların ikame maliyetine oranı "Tobin Q-oranı" olarak isimlendirilir.

$$\text{Tobin Q oranı} = \frac{\text{İşletme Menkul Kıymetlerinin Piyasa Değeri}}{\text{İşletme Varlıklarının İkame Maliyeti}}$$

Düşük değerlenmiş varlıklar yaklaşımı 1970' ler boyunca gerçekleştirilen şirket birleşmelerini önemli ölçüde açıklamaktadır. Bu dönemdeki yüksek enflasyon ve faiz oranları hisse senetlerinin fiyatını düşürmüştü ve birçok işletmenin hisse senedi fiyatları defter değerinin altında kalmıştır. Yüksek enflasyon nedeniyle varlıkların ikame maliyetleri önemli ölçüde artmıştır. Bu iki etken işletmelerin piyasa değerinin ikame maliyetine oranının düşmesine yol açmıştır. İşletme varlıklarını ikame değerinin piyasa değerinden yüksek olması, bir başka ifade ile Tobin Q oranının 1' den küçük olması, o işletmeyi birleşmeler ve ele geçirmeler için hedef durumuna getirebilir. Genişlemeyi

hedefleyen işletme bu amacını, böyle bir işletmeyi satın alarak, yeni bir üretim birimine yatırım yapmaya göre daha az maliyetle gerçekleştirilebilir (Yılıgör, 2004: 386).

Bu durumda satın alan şirket açısından anormal bir getirinin ortaya çıkabileceği düşünülebilir. Servaes (1991) tarafından yapılan çalışmada 704 birleşme ve satın alma işlemi incelenmiş, hem satın alan hem de hedef şirket açısından yüksek Tobin Q değerine sahip olan şirketlerin birleşme duyurularının önemli negatif etkiye yol açtığı sonucu elde edilmiştir.

2.2.7. Serbest Nakit Akımları

Finans teorisi, fazla nakdi olan şirketlerin pozitif NBD' li yatırım fırsatlarına kıyasla daha yüksek kar payı veya hisse senetlerini geri alma yoluyla nakdi yatırımcılara geri vermeleri şeklindedir. Şirketi küçültmeye yol açan bu yöntem yöneticiler tarafından çoğunlukla tercih edilmemektedir (Brealey, 1997: 624).

Şirket elindeki fazla nakdi ek temettü olarak dağıtırsa, bu durumda hisse senedi sahipleri gelir vergisi ödemek zorunda kalmaktadırlar. Bu durum hisse senedi sahipleri için her zaman istenen bir durum değildir. Şirket açısından hazine bonusu gibi pazarlanabilir menkul kıymetler, nakdin geçici bir süre için bağlanacağı uygun bir kullanım yeri olarak düşünülebilir. Ancak bu tür menkul kıymetlerin karlılık oranı hisse senedi sahiplerinin bekledikleri karlılık oranından daha az olabilmektedir. Şirketin kendi hisse senetlerini satın alması durumu ise, geriye kalan hisse senedi sahipleri için bir sermaye kazancı doğurabilir. Ancak şirket hisse senetlerini satın almak için yüksek bir fiyat ödeyecek ise bu yöntem uygun bir yöntem olmamaktadır (Çelik, 1999: 43).

Serbest nakit akımı teorisi ise, olgun yani nakit fazlası olan şirketlerin büyük bir olasılıkla birleşme ve satın almalar için hedef olacağını öngörmektedir. Birleşme ve satın almalar şirketlere nakit fazlalıklarını kullanabilme imkanı sağlamaktadır (Brealey, 1997: 624).

Şirket elindeki serbest nakit akımını diğer bir şirket ile birleşmek için kullanırsa, birleşmeden beklenen ek kazançlar, bu nakitlerin başka bir şekilde kullanılması ile sağlanacak kazançlardan daha fazla olmalıdır. Bu durumda şirketin birleşme yoluna

gitmesi hem şirketin hisse senedi sahipleri için hem de yöneticileri için daha kazançlı olmaktadır. Yöneticiler açısından serbest nakit akımlarının diğer bir şirket ile birleşmede kullanılması, kontrolleri altındaki nakit akımlarını artması anlamına gelmektedir (Çelik, 1999: 44-47). Bununla ilgili Healy vd. (1990) tarafından yapılan çalışmada, 1979 ile 1983 yılları arasında gerçekleştirilmiş birleşme ve satın alma faaliyetlerinde, birleşen şirketlerin birleşme sonrası çalışma performansları incelenmiş, birleşen şirketlerin, birleşme sonrasında kendi sektörlerindeki diğer şirketlere oranla nakit akımlarında pozitif yönlü bir artış olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu artışın sebebi, AR-GE ya da duran varlık yatırımlarında kısıtlamaya gidilmesi değil, aktiflerin daha etkin kullanılması olarak gösterilmektedir. Buna paralel olarak Devos vd. (2009) tarafından yapılan çalışmada da birleşme sonrası şirketlerin nakit akımlarının birleşme öncesine göre ortalama olarak % 10 arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Serbest nakit akımlarının diğer bir şirket ile birleşmede kullanılması, şirketlere vergi avantajı da sağlamaktadır. Çünkü birleşmelerde çoğunlukla birleşmeden doğan karın vergilendirilmesi ertelenmekte bazen de vergilendirilmemektedir. Bu durum bazı şirketleri birleşmeye özendirilmektedir (Çelik, 1999: 44-47).

2.2.8. Yönetim Etkisi

Sermeye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde halka açıklık oranlarının yüksek olması nedeniyle, piyasadaki hisse senetlerini satın alarak bir şirketin yönetimini ele geçirmek mümkün olmaktadır. Bu ülkelerde sermaye piyasasının etkinliği daha yüksek olduğu için şirketlerin piyasada oluşan değerleri de genelde olması gereken değerlere yakındır. Piyasada oluşan değerler doğal olarak şirketlerin mevcut performansına, yönetimine ve gelecekte şirketlerden beklenen performansa göre oluşmaktadır. Şirketin ve dolayısıyla yönetim performansının düşük olması, şirketin piyasa değerine yansdığından, bu tip şirketler, şirket ele geçirmek isteyen yatırımcıların hedefi haline gelmektedir. Şirket yönetimleri bu durumdan kurtulabilmek için işletme değeri yönetimine ağırlık vererek, bu konuda uzman kişilerin danışmanlığına başvurumaktadırlar. Hisselerinin çoğu halka açık olan şirketlerde yönetimde bulunanlar uzun şirketlerini kötü yönetemezler. Aksi takdirde, başkaları şirketi ele geçirerek veya mevcut ortaklar işletmeyi yeniden yapılandırarak eski yöneticilerin çoğunun işine son verebilirler (Üreten ve Ercan, 2000: 8).

Bunun yanında işletme yöneticilerinin ihraç edilen hisse senetlerinin sadece küçük bir bölümüne sahip olmalarına bağlı olarak, hissedarlar ve yöneticilerin çıkarları arasında önemli çatışmaların olması durumunda vekalet sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu durum, yöneticilerin, hissedar değerinin maksimizasyonu amacından uzaklaşmalarına, daha az gayretli çalışmalarına, imtiyazlı harcamalar yapmalarına ve iş güvenliklerinin sürdürülmesini esas alan faaliyetler üzerinde yoğunlaşmalarına yol açabilmektedir. Şirket birleşmeleri yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çekişmelerin giderilmesinde etkili olabilir. İşletme hisse senetlerinin piyasa değerinin düşük kalması, düşük değerlendirilmiş bir işletme algısı oluşturabilmekte ve işletmeyi hedef işletme konumuna getirebilmektedir. Böyle bir tehlike potansiyeli, yöneticileri hisse senedi fiyatlarını yükseltmek için faaliyet göstermeleri konusunda teşvik etmektedir (Yılğör, 2004: 387).

Bununla ilgili Lang vd. (1989) tarafından yapılan çalışmada Tobin Q değeri, yönetim performansının ölçüsü olarak ele alınmış ve düşük Tobin Q değerine sahip, kötü yönetilen şirketlerin satın alınması durumunda birleşmede daha fazla anormal getiri ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca satın alan şirket yüksek Tobin Q oranına sahipse, diğer bir ifadeyle iyi yönetiliyorsa böyle bir birleşmede daha fazla anormal getiri elde edilebilmektedir. Benzer sonuçlara Servaes (1991) tarafından yapılan çalışmada da ulaşılmıştır. Çalışmada yüksek Tobin Q oranına sahip satın alan şirketlerin, düşük Tobin Q oranına sahip şirketlere göre birleşme ve satın almalarda daha başarılı oldukları bulgusu elde edilmiştir.

2.2.9. Birleşecek Şirketlerin Büyüklüğü

Bazı araştırmalarda büyük birleşmelerin önemli bir kısmının başarıyla sonuçlandığı sonucuna ulaşılırken, bazı araştırmalarda da özellikle büyük hacimli şirketlerin gerçekleştirdiği birleşmelerin, satın alan şirket hissedarları açısından olumsuz sonuçlara yol açtığı sonucuna ulaşılmaktadır. Olumlu sonuçlanmasında bir yandan profesyonel yönetim anlayışının diğer yandan da birleşme sürecinde kontrol merceği olarak ortaya çıkan satın alan şirket hissedarlarının etkili olduğu belirtilmektedir. Diğer taraftan bazı araştırmacılar, birleşmede satın alan konumunda olan şirketin, hedefe göre daha büyük olmasının kendisine pazarlık etme kolaylığı getirdiği ileri sürmektedirler (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 302).

Küçük işletmelerde birleşmenin başarılı olmasında bir diğer etken tamamlayıcı kaynakların birleştirilmesidir. Tamamlayıcı kaynaklara sahip olan iki işletme bir diğerinin ihtiyacı olan bir şeye sahipse, bu durumda birleşme bu iki işletme için anlam taşımaktadır. Birleşme, şirketlerin tek başlarına elde edemeyecekleri imkanlar sunmaktadır (Brealey vd., 1997: 610).

Moeller vd (2002) tarafından yapılan çalışmada, birleşen şirketler küçük şirketler ve büyük şirketler olarak ikiye ayrılmış, sonuçta küçük şirketlerin, büyük şirketlere göre önemli ölçüde daha yüksek getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Birleşme haberi duyulur duyulmaz küçük ölçekli işletmenin hisse senetlerinde büyük artışlar görülmektedir. Araştırmanın sonucunda küçük şirketler için elde edilen anormal getirinin büyük şirketler için elde edilen anormal getiriden % 2.24 puanlık farkla daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir.

2.3. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Performans Değerlendirmesinde Kullanılan Yöntemler

Birleşme ve satın alma işlemlerinin performans değerlendirmesinde muhasebe verilerini ve hisse senedi kazançlarını dikkate alan yöntemler kullanılabilir. Her iki yöntemin birlikte kullanılması ve ulaşılan sonuçların birbiriyle karşılaştırılması ile daha doğru değerlendirmeler yapılmasını sağlayabilir (Yılgör, 2004: 404).

2.3.1. Muhasebe Verilerine Dayalı Performans Değerleme Yöntemleri

Muhasebe verileri kullanılarak birleşmelerin performanslarının değerlendirilmesinde tek değişkenli ve çok değişkenli analizler yapılabilmektedir. Tek değişkenli analizlerde farklı çalışmalarda farklı değişkenler kullanılmıştır. Genellikle net kar/aktif toplamı, nakit akımı/aktif toplamı, fiyat/kazanç oranı, hisse başına kar, hisse başına satışlar gibi değişkenler kullanılarak faaliyet özellikleri ve kar (kazanç) sağlama potansiyeli değerlendirilmektedir. Elde edilen sonuçlar endüstri ortalamaları

veya kontrol grubu olarak değerlendirilebilecek işletmelerin oranları ile karşılaştırılarak değerlendirilir.

Çok değişkenli analizlerde kar payları, kar payı büyüme oranları, kazançlar, işletme büyüklüğü, hisse senedi fiyatları gibi birden çok değişken, performans değerlendirmede kullanılacak bir ölçüde birleştirilir ve ilgili parametrik testler kullanılarak sonuçlara ulaşılır. Bu amaçla en yaygın olarak kullanılan yöntemler, t istatistiği ve regresyon analizidir.

Muhasebe verilerine dayanılarak yapılan çalışmalarda satın alan şirketlerin benzer şirketlerden daha iyi performans gösterdiği bulgusuna ulaşırken, bazı çalışmalarda tam tersi tespitler yapılmıştır (Bouwman vd., 2003: 9).

2.3.2. Hisse Senedi Fiyatlarına Dayalı Performans Değerleme Yöntemleri

Birleşmelerde performansın değerlendirilmesinde hisse senedi fiyatlarının esas alınması durumunda, birleşme ilanından önce, birleşme ilanı esnasında ve birleşme işleminin gerçekleşmesinden sonra satın alan ve hedef şirketin hisse senetlerinde meydana gelen değişimler incelenmektedir. Bunun için birleşmenin ilanından işlemin tamamlanmasına kadar geçen süre için, birleşmenin tamamlanmasından sonraki kısa ve uzun dönem için, satın alan ve hedef şirketin hisse senetlerinin anormal getirisi hesaplanmaktadır. Healy vd. (1990), Moeller vd. (2002), Campa ve Hernando (2006), İçke (2007), Öztunalı (2008) çalışmalarında bu yöntemi kullanmışlardır.

2.4. Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Birleşen Şirketlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri

Şirket birleşme ve satın almalarının hisse senedi fiyatlarına olan etkileri birleşme öncesi ve birleşme sonrası olarak iki kısımda ele alınmaktadır.

2.4.1. Birleşme Öncesi Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri

Birleşme veya devralma öncesi şirketlerin hisse senetlerinde meydana gelen değişimler büyük ölçüde yatırımcıların beklentileriyle ilişkilidir. Yatırımcılar, ele

geçirilecek olan şirketin daha iyi yönetileceği, daha güçlü olacağı veya bir şekilde eskisinden daha iyi durumda olacağını beklemektedirler. Bu tür beklentiler yatırımcıyı uzun pozisyon almaya ve yatırım gerçekleşene kadar öyle kalmaya yönlendirmektedir. Bu durum hedef şirketin hisse senetlerinin fiyatının düzenli bir şekilde yükselmesini sağlamaktadır. Ayrıca birleşme öncesi getirilerle ilgili diğer bir hipotez, birleşmeleri yatırımcıdan önce, şirket içinden öğrenerek uzun pozisyon alan kişilerin ticari faaliyetidir. İçerden bilgi alarak ticari faaliyette bulunanların olağandışı getirilerinin, resmi duyurunun 45 gün öncesinden başlayarak belirli bir artış gösterdiği belirlenmiştir (Öztürk, 2004: 272).

Şirket birleşmelerinde temel hedef, birleşme sonucu ortaya çıkan şirketin değerinin artmasıdır. Birleşme sonucunda oluşan yeni şirkette gerçekleşen gelişmelerden bazıları değer artırıcı etki göstermekle birlikte, bazıları da değer azaltıcı etki göstermektedir.

Yılığör (2004) tarafından, şirket birleşmelerinde değer artırıcı gelişmeler, faaliyetlerin daha etkin yürütülmesi, faaliyet sinerjisi ve finansal sinerji elde edilmesi, yönetim etkinliğinde artış, piyasa payı, ürün geliştirme ve dağıtım sistemindeki ilerlemeler, marka, patent, yeni teknoloji ve üretim süreçlerinin elde edilmesi, kar marjının artırılması, istenilen niteliklere sahip elamanların elde edilmesi, başarısız yönetimin elimine edilmesi ve vergi avantajları olarak sıralanmaktadır. Değer azaltıcı gelişmeler ise, üretim sürecine ilişkin problemler, ürün kalitesindeki düşüş, ücretlerin aynı endüstride yer alan işletmelere göre yüksekliği, sonuçlanmamış davaların ve kesinleşmemiş yükümlülüklerin işletme aleyhine sonuçlanması, işletme kültürlerinin farklılığı, yönetim anlayışındaki farklılıklar şeklinde sıralanmaktadır.

Yatırımcılar beklentileri doğrultusunda pozisyonlarını belirlerler ve hisse senedinin fiyatı yatırımcıların kısa ve uzun vadedeki beklentilerine göre şekillenmektedir.

1994 ile 1998 yılları arasında incelenen 740 birleşme haberinin öncesi ve sonrası analiz edildiğinde, üç ögenin fiyat artışında etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Bunlar (Bieshaar vd., 2001: 1);

- 1) Birleşmenin biçimi,
- 2) Birleşen şirketlerin iş yaptığı sektörler ve
- 3) Birleşecek şirketlerin büyüklüğüdür.

Hisse senedi yatırımcıları birleşen şirketlerle ilgili bu üç ögeyi değerlendirerek beklentilerini oluşturmakta ve gelecek pozisyonlarını belirlemektedirler.

2.4.2. Birleşme Sonrası Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri

Şirket birleşmelerinin hissedarların kazançları üzerindeki etkisi kısa ve uzun dönem için değerlendirilebilir. Bunun için birleşme ilanını izleyen kısa dönemdeki (3 ay veya daha kısa) veya birleşme sonrasındaki uzun dönemde (3 yıl veya daha uzun) hisse senedi fiyatlarındaki değişimler incelenmektedir (Yılgör, 2004: 406).

2.4.2.1. Kısa Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri

Birleşmelerin ardından bazı şirketlerin hisse senedi fiyatları az bir artış göstermekte, bazıları ise kayda değer düşüşler yaşamaktadırlar. Genel olarak, birleşmenin ardından birleşmiş olan şirketi hisse senedi piyasasında düşük performanslı yıllar beklemektedir. Birleşme sonrasında büyük karlar elde eden tek grup yatırımcı, hedef şirket hissedarlarından ilk hafta içinde hisselerini yeni oluşumun hisseleri ile değiştirenlerdir (Öztürk, 2004: 274). Kısa dönemli fiyat hareketlerini esas alan bu çalışmaların büyük kısmında, hedef şirket hissedarları için önemli ölçüde pozitif anormal getirilerin sağlandığı, satın alan şirket hissedarları için ise değer tahribatı ya da sıfır anormal getiri ile karşılaşıldığı sonucuna ulaşılmaktadır. İşlemlerin bütün olarak değerlendirilmesi durumunda ise, önemli derecede olmamakla birlikte değer yaratımı bulgusuna ulaşılmaktadır (Bouwman vd., 2003: 9).

Şirket birleşmelerinin kısa dönemli etkilerini inceleyen çalışmaların başlıcaları ve bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.1: Şirket Birleşmelerinin Kısa Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmalar

Çalışmayı yapan	Olay Penceresi	Hedef işletmeye sağladığı getiri (%)	Satın alan işletmeye sağladığı getiri (%)
Lang vd. (1989)	(-5, +5)	40,30	-
Kaplan ve Weisbach (1992)	(-5, +5)	26,90	-1,49
Andrade (2001)	(-1, +1)	16	-0,6
Houston vd. (2001)	(-4, +1)	20,80	-
Mitchell vd. (2004)	(-1,+1)	-	-1,2
Moeller vd.(2005)	(-1,+1)	-	0,69
Campa ve Hernando (2006)	(-30,+1)	5,8	-1
İçke (2007)	(-1,+1)	10,99	2.32
Öztunalı (2008)	(-40,+40)	6.72	3,37
Devos vd. (2009)	(-49,+1)	43.67	3.47
Uzun (2010)	(-5,+5)	9,64	-

Birleşme ilanından sonra hedef işletmenin hisse senedi fiyatlarının yükseldiği, satın alan işletmenin hisse senedi fiyatlarının yaklaşık aynı kaldığı görülmüştür. Birleşmenin hedef işletme hissedarları açısından karlı olacağı beklentisi hisse senedi fiyatlarının artışına neden olmaktadır. Böyle bir beklentide ele geçiren işletme tarafından teklif edilen primin büyüklüğü önemli bir rol oynamaktadır. Ele geçiren işletmenin hisse senedi fiyatlarının durağanlığı, piyasanın birleşmeden kaynaklanan potansiyel kazançları değerlendirmede ihtiyatlı davranması ile açıklanabilir (Yılgör, 2004: 406).

2.4.2.2.Uzun Dönemde Hisse Senedi Fiyatlarına Olan Etkileri

Uzun dönemli fiyat hareketleri baz alınarak yapılan çalışmalarda ise, satın alan şirket hissedarlarının, kısa dönemli çalışmalarda olduğu gibi, değer tahribatına uğradıkları görülmektedir. Satın alma işlemi gerçekleştiren şirketler, işlem sonrasına ait 3 ila 5 yıl arası dönemde, birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmeyen benzer şirketlere göre daha düşük performans sergilemektedir (Bouwman vd., 2003: 9).

Yapılan çalışmalar; birleşme öncesinde görülen hisse senedi fiyatlarındaki spekülasyon artışlar, birleşme sonrasında artış trendini kaybetmekte ve sürecin uzun dönemde yatırımcının aleyhine işlediğini göstermektedir. Özellikle büyük birleşmelere bakıldığında, şirketlerin birleşmelerinden 3 yıl sonrasında, hisse senedinin çok düşük bir

performans gösterdiğini ve bunun da yatırımcının ciddi kayıplarına sebep olduğu görülmektedir. Bu konuda yapılan araştırma ve incelemeler, tek bir noktada birleşmektedirler. Muhtemelen, şirketlere birleşirken defter değerlerinin çok üstünde bir fiyat ödenmiştir. Bu da, bir anlamda yatırımcıların tahmin yöntemlerinde yanlışlıklarını göstermektedir (Öztürk, 2004: 275).

Şirket birleşmelerinin uzun dönemli etkilerini inceleyen çalışmaların başlıcaları ve bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 2.2: Şirket Birleşmelerinin Uzun Dönemli Etkilerini İnceleyen Çalışmalar

Çalışmayı yapan	Endüstri ortalamasından düşük performans	Endüstri ortalamasından yüksek performans
Healy vd. (1990)		x
Agrawal vd. (1992)	x	
Kaplan Weisbach(1992)		x
Barber ve Lyon (1997)		x
Rau ve Vermaelen(1998)	x	
Higson ve Elliott (1998)		x
Moeller vd. (2005)	x	
Campa ve Hernando (2006)	x	
Uludağ ve Gülbudak (2011)		x

Uzun vadeli hisse senedi teorileri incelendiğinde, şartlar ve hisse senedi piyasasının durumu ve sektörler ne olursa olsun, uzun vadede her şirketin hisse senedi fiyatının olması gereken değere vardığı görülmektedir. Bu nedenle, birleşme öncesindeki aşırı fiyat artışları şirket sahiplerinin ve spekülâtör adı verilen, kısa dönemli pozisyon alan yatırımcıların lehine olmaktadır. Ancak, gerçek yatırımcılar uzun dönemde değerinin çok üstünde fiyatlarla el değiştiren şirketler yüzünden zarara uğramaktadırlar (Öztürk, 2004: 275).

2.5. Şirket Birleşmeleri ve Piyasa Değeri İlişkisini İnceleyen Çalışmalarda Elde Edilen Bulguların Genel Değerlendirmesi

1980’li yıllardan bu yana, global piyasalarda yaygınlaşan şirket birleşmeleri üzerine çok sayıda akademik çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda, birleşme

işlemlerinin nedenlerinden etkilerine kadar çok farklı hususlar incelenmiştir. Tüm bunların içerisinde üzerinde en çok durulan, birleşme ve satın almaların başarılı olup olmadığıdır. Bir birleşme işleminde başarı, taraf şirketlerin hissedarları için ayrı ayrı ve toplamda değer yaratılmasıyla ölçülür. Birleşmenin sağladığı değerle ilgili Bruner (2002)' ye göre üç farklı durum söz konusudur. Bunlar, değer korunması (value conserved), değer yaratımı (value creation) ve değer tahribatıdır (value destruction). Eğer yapılan yatırımdan elde edilen getiri, beklenen getiriden büyükse değer yaratımı, tersi durumda ise değer tahribi söz konusudur. Beklenen getirinin elde edilen getiriye eşit olması durumunda ise hissedarlar “normal getiri” elde eder. Birleşme işlemlerinde değer yaratımına ilişkin en yaygın değerlendirme, işlemin tarafların hisse senedi fiyatlarına etkisi bağlamında yapılmaktadır.

Şirket birleşmeleri yoluyla değer yaratılmasına ilişkin yapılan çalışmalarda en çok olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde, birleşme duyurusu öncesi ve sonrası belli tarih aralıkları içerisinde birleşen tarafların hisse performansları, endeksler ve hesaplanan beklenen getiri oranları ile karşılaştırılmaktadır. Buna göre işlemin değer yaratıp yaratmadığı hususunda bazı sonuçlara varılmaktadır. Yapılan çalışmalar, hedef şirket hissedarlarının birleşme işlemlerinde önemli kümülatif anormal getiriler (cumulative abnormal return) sağladığı sonucunu ortaya koymaktadır. Yapılan akademik çalışmalar sonucunda, satın alan şirket hissedarlarının birleşme işlemlerindeki kazanç durumu hakkında açık bir yargıya varılamamaktadır. Tam tersi yönünde bulgulara ulaşılan ampirik çalışmalar da mevcut olmakla birlikte, genel olarak, birleşme işlemleriyle satın alan şirket hissedarları için net bir değer yaratımı söz konusu değildir.

Travlos (1987) çalışmasında birleşme veya satın almalarda teklif veren şirketin gerçekleştireceği ödeme yönteminin, hisse senedi fiyatları üzerindeki rolünü araştırmıştır. Genel olarak verilen tekliflerin, nakit teklifler ve genellikle hisse senedi olarak döviz teklifi olmaktadır. Nakit ödemelerin işlemlerin daha hızlı gerçekleşmesi nedeniyle daha yüksek getiri sağladığı, döviz ile ödeme yoluyla olan tekliflerin daha düşük hatta negatif getiri sağladığı sonucunu elde etmiştir. Teklif veren şirketler için farklı ödeme yöntemleri arasında bir ilişki olduğunu gösteren çalışmasında, başarılı tekliflerin anormal getiri sağladığını başarısız tekliflerin negatif anormal getiri sağladığını sonucunu da ortaya koymaktadır.

Healy vd. (1990) tarafından yapılan çalışmada, ABD' de kamu sanayi şirketleri arasında 1979 ile 1983 yılları arasındaki dönemde gerçekleştirilmiş en büyük birleşme ve satın alma faaliyetlerinden 50 örnek kullanılmış ve birleştirilmiş şirketlerin alım sonrası çalışma performansları incelenmektedir. Sonuçlar birleşen şirketlerin, birleşme sonrasında kendi sektörlerindeki diğer şirketlere oranla nakit akışlarında pozitif yönlü bir artış olduğunu göstermektedir. Bu artışın sebebi, AR-GE ya da duran varlık yatırımlarında kısıtlamaya gidilmesi değil, aktiflerin daha etkin kullanılması olarak gösterilmektedir. Birleşmenin, birleşen şirketlerin uzun vadeli yatırımlarını azaltmadığını göstermektedir. Ayrıca çalışmada şirketlerin anormal hisse senedi getirileri elde ettikleri sonucuna ulaşılmaktadır.

1970-1989 döneminde 947 satın alma işlemini kullanan Loughran ve Vijh (1997) çalışmalarında satın alma işlemini takip eden beş yıl içerisinde satın alma türü ve ödeme şekline bağlı olarak hisse senetlerinin getirilerinde meydana gelen değişimler incelenmiştir. Sonuçlar birleşmelerde şirketlerin ayrı birer şirket olarak elde ettikleri getirilerden %15.9 daha az getiri elde ettiklerini, aleni alım tekliflerinde ise ayrı birer şirket olarak elde ettikleri getirilerden %43 daha fazla getiri elde ettiklerini göstermektedir. Birleşme ve satın almalarda ödeme şekli de hisse senedi performansını etkilemektedir. Hisse senedi ile ödeme yöntemini kullanan satın alan şirket -%24.2 oranında, nakit ödeme yöntemini kullanan satın alan şirket ise %18.5 oranında kazanç elde ettikleri görülmektedir. Satın alan şirketlerin hisse senedi ile ödemeyi tercih ettiği durumda şirket -%25 anlamlı negatif anormal getiri sağlarken, nakit ödeme yöntemini tercih eden şirket %61.7 anlamlı pozitif anormal getiri sağlamaktadır.

Moeller vd. (2002), 1980-2001 yılları arasında 12.023 adet birleşme ve satın alma faaliyetinin kamuoyuna duyurulmasının ardından şirketlerin piyasa değerlerinde meydana gelen etkiyi incelemiştir. Örneklem küçük şirketler ve büyük şirketler olarak ikiye ayrılmış ve (-1/+1) 3 günlük bir olay penceresi için kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre satın alma açıklaması ile birlikte küçük şirketler, büyük şirketlere göre önemli ölçüde daha yüksek getiriler elde etmiştir. Küçük şirketler için elde edilen anormal getirinin büyük şirketler için elde edilen anormal getiriden % 2.24 puanlık farkla daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir.

Gugler vd., (2003) çalışmasında son 15 yılda dünyada birleşme etkilerini analiz etmektedir. Çalışmada kontrol grupları oluşturularak birleşen şirketlerin performansları, birleşmemiş şirketlerle karşılaştırılarak incelenmektedir. Sonuçlar birleşmenin şirketlerin karlılığında önemli artışlara, satışlarda ise azalışlara neden olduğunu göstermektedir, İmalat ve hizmet sektörleri, iç ve sınır ötesi birleşme arasında büyük farklılıklar söz konusu değilken, konglomera birleşmelerin yatay birleşmelere göre satışları daha fazla azalttığı görülmektedir.

Campa ve Hernando (2006) Avrupa'da 1998-2002 yılları arasında finans sektöründe gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetlerini incelemiştir. Çalışmada 244 olaydan 172 satın alma ve birleşme haberi CAR metodu kullanılarak analiz edilmiştir. Analizlerde satın alan ve hedef şirketler için (-30/-1), (-90/-1), (-30/+1), (-1/+1), (-1/+30), (-30/+30) olay pencereleri incelenmiş, ayrıca uzun vadeli inceleme amaçlı olarak (-30/+360) ve (-1/+360) olay pencereleri değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre hedef şirket hissedarları açısından birleşme ve satın almalar duyuru tarihi etrafında ve duyurudan önceki 3 aylık dönemde pozitif anormal getiri sağlamaktadır. Satın alan şirketin hissedarları açısından ise duyuru tarihi etrafında elde edilen getirilerin sifıra yakın hatta negatif yönlü anormal getiri olduğu gözlemlenmiştir. Açıklanmasından bir yıl geçtikten sonra her iki taraf içinde anormal getirilerin anlamlı olmadığı ve negatif getiri elde edildiği gözlemlenmiştir. İşlem tamamlandıktan sonra hedef şirketin özkaynak karlılığı ortalama % 7 artmıştır ve hedef bankaların performansında önemli gelişmeler görülmüştür.

Türkiye'de hisse senedi fiyatlarının şirket birleşmelerine ve devralmalarına olan tepkisini ölçen bir çalışma Yörük ve Ban (2006) tarafından yapılmıştır. Çalışmada, Türk gıda sektöründe 1997 – 2004 döneminde gerçekleştirilen sekiz adet birleşme ve satın alma işlemi incelenmiş, birleşme öncesi şirket hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların, birleşme tarihine göre aşırı getiri elde edip edemeyeceklerini saptanmıştır. İnceleme (-6, + 6) aylık dönemi kapsamaktadır. Birleşme öncesi ve sonrası çok kısa süre içerisinde getiri artışlarını incelemek için, birleşme öncesi ve sonrası 30, 20, 10 ve 5 günlük alt dönemlerde de her bir hisse senedinin getirisindeki değişimler incelenerek fiyat performansları analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, (-6, + 6) aylık dönemde birleşme öncesinde birleşecek şirketlerin hisse senetlerine yatırım

yapılarak uzun vadede aşırı getiri elde edilmesi mümkün değildir. Ancak daha kısa vadeler açısından bakıldığında birleşme öncesi t-5/t+5 döneminde çok küçük tutarlarda olsa da, birleşecek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılabilmesi görülmektedir.

Diğer bir çalışma Yıldız (2006) tarafından yapılmıştır. Çalışmada, 1997 – 2005 döneminde İMKB’de işlem gören 40 adet şirketin satın alma sonrası anormal getirileri hesaplanmış ve bu getirilerin anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Şirketlerin 1 ay, 3 ay, 6 ay, 1 yıl ve 2 yıllık elde tutma anormal getirileri ve kümülatif anormal getirileri hesaplanmış ve İMKB Ulusal Tüm Endeksi’nin ilgili aydaki aylık getirileriyle karşılaştırılmıştır. Araştırma sonucunda, birleşmelerin satın alan şirket açısından bir anormal getiri sağlamadığı görülmektedir. Yatırımcılar, satın alan şirketin hisselerini 2 yıldan daha az süre elde tutarak anormal getiri sağlayabileceklerini düşünmektedir. Satın alma sonrası 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık getiri oranı ortalamalarının istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiş, 1 aylık getiri oranı ortalamalarının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Ayrıca satın alan şirketlerde farklı ödeme yöntemlerini kullanan şirketlerin, elde tutma anormal getiri oranı ve kümülatif anormal getiri oranı ortalamalarının birbirinden farklı olup olmadığı test edilmiş ve testin sonuçlarına göre, sadece 2 yıllık elde tutma anormal getiri oranı ortalamalarının, farklı ödeme yöntemlerini kullanan şirketler açısından farklılık gösterdiği belirlenmiştir.

Gülmez (2006) tarafından 1990 – 2006 yılları arasında gerçekleşen 6 birleşme faaliyeti kapsamında 9 hedef şirket 6 satın alan şirketin, ortalama düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılarak (-41,+40) olay penceresinde anormal getirileri hesaplanarak fiyatlarında meydana gelen değişiklikler tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın sonucunda literatürdeki çalışmaların aksine hedef şirket değil, satın alan şirket daha yüksek oranda anormal getiri elde etmiştir. Bu farklılığın sebepleri, fiyatların endeksten büyük ölçüde etkilenmesine, piyasa yapısına ve yatırımcı beklentilerinin Türkiye piyasasında fiyata yansıtılmamış olmasına bağlanmıştır. Ayrıca literatürdeki çalışmalardan farklılık göstermesinin bir diğer nedeni; yatırımcı beklenti farklılıkları olarak gösterilmektedir. Türkiye’deki yatırımcılar genellikle, hedef şirketin satın alınma nedenini, finansal ya da yönetim açısından zor durma düşmesine bağlamış, dolayısı ile hedef şirkete yatırım yapmak yerine büyüdüğü için satın alan şirkete yatırım yapmış olabilecekleri sonucuna varılmıştır.

Türkiye’de birleşmelerin gelir etkisini inceleyen bir başka çalışma İçke (2007) tarafından yapılmıştır. Çalışmada Ocak 1998 – Aralık 2005 döneminde İMKB’ de işlem gören ve finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirdiği birleşme ve satın alma işlemleri değerlendirilmiştir. Bu kapsamda on yedisi satın alan, yedisi hedef olmak üzere toplam yirmi dört şirket analiz edilmiştir. Analizde olay çalışması yöntemi piyasa modeliyle birleşme ve satın alma işlemlerinin hisse fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Olay penceresi olarak (-40,+40) gün alınmıştır. Çalışmanın sonuçlarında, (-40,+40) olay penceresinde her iki tarafında pozitif getirilere sahip oldukları, fakat sadece hedef şirketlerin anlamlı getiriler elde ettikleri görülmektedir. Satın alan şirketler ise (-5,+5) ve (0,+5) olay penceresinde anlamlı pozitif getiriler elde etmektedirler. Ayrıca duyuru öncesine kadar satın alan ve hedef şirketlerin kümülatif ortalama aşırı getirileri birbirine çok yakın olduğu, ancak duyurunun yapılmasının hemen ardından hedef şirket pay sahiplerinin getirilerinin büyük bir ivme ile yukarı doğru yol aldığı görülmektedir. Birleşme ve satın almaların duyurusunun ardından hedef şirketlerin hisse senetlerinde meydana gelen artış, satın alan şirketlerin hedef şirketlere ödedikleri yüksek primler olarak görülmektedir.

Birleşmelerin kısa vadede hisse senetlerinin getirilerine etkisini analiz eden Ünlü (2007), uygulama kapsamında 16 farklı sektörde yer alan 47 şirket tarafından gerçekleştirilen 72 olayı incelemiştir. İMKB’de Ocak 1998 – Haziran 2006 döneminde gerçekleşen satın alma ve birleşmeler incelendiğinde satın alan şirket için kısa vadede anormal getiri elde edildiği görülmektedir. Sadece satın alma ve birleşme olarak gerçekleşen olaylar, incelenen tüm tahmin ve olay penceresinde anlamlı sonuçlar vermekte ancak satın alma ile birleşme birlikte gerçekleştiğinde anormal getirinin olaydan daha önce ortaya çıktığı, olay gerçekleştikten sonra etkisinin azaldığı görülmektedir. Sektörler bazında yapılan analiz sonuçlarında ise satın alan şirket hissedarların elde ettiği getirinin farklılık gösterdiği görülmektedir.

Öztunalı (2008), 2000 – 2007 dönemini kapsayan çalışmasını, iki aşamada gerçekleştirmiş, birinci aşamada birleşme işlemlerinin işletme değerine etkisini, ikinci aşamada ise buna etki eden faktörleri incelemiştir. Çalışmada 74’ ü hedef ve 43’ ü satın alan şirket olmak üzere 116 birleşme işlemi değerlendirilmiştir. Birinci aşamada olay çalışması yöntemi kullanılmış ve olay penceresi (-40, + 40) olarak belirlenmiştir. Birinci aşamanın sonucunda, hedef şirket hissedarlarının ilgili dönemlerde servetlerinde

piyasaya göre nispi artışlar görmektedir. Satın alan şirket hisseleri için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin (pozitif veya negatif) istatistiksel anlamlılığı bulunmamaktadır. Çalışmanın ikinci aşamasında ise çoklu regresyon yöntemi kullanılmış ve birleşme işlemlerine ilişkin hesaplanan kümülatif getirilerde, işlemin uluslararası olması ve tarafların faaliyet alanlarının ilgili olmasının etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Yapılan analizlerde, satın alan şirketler için anlamsız sonuçlara ulaşılmıştır. Hedef şirketler ve tüm örneklem bağlamında işleme taraf şirketlerin ilgili pazarlarda olmasının, kümülatif getirilere pozitif anlamda etki ettiği tespit edilmiştir.

Uzun (2010) tarafından hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satın almalara karşı verdikleri tepki analiz edilmiş ve yatırımcıların (-40, +40) ve (-10, +10) olay penceresi içerisinde aşırı getirileri hesaplanmıştır. Analizde sadece duyuru tarihinden önceki gün ve sonraki sonraki ilk iki gün ile duyuru tarihi günü pozitif bir aşırı getiri gözlenmiştir. Yarı etkin piyasaların varlığının da test edildiği çalışmada bazı birleşmelerde aşırı getiri gözlemlenmiştir. Bu sonuç yarı etkin piyasalar hipoteziyle çelişmektedir. Yarı etkin piyasalar hipotezine göre piyasalara duyurulan haberler nedeniyle hiçbir yatırımcı piyasaların üstünde yüksek getiri elde edemez. Bazı birleşmelerde ise aşırı getiri gözlemlenmemiştir. Bu birleşmeler yarı etkin piyasalar hipotezini desteklemektedirler.

Uludağ ve Gülbudak (2011) tarafından yapılan çalışmada, İMKB’de işlem gören finansal olmayan şirketlerin birleşme duyurularından önce ve sonra hisse senedi getirileri kümülatif ortalama anormal getiriler (CAARs) yöntemi kullanılarak 1997-2006 yılları arasında incelenmiştir. Önceki çalışmalarla tutarlı olarak, hisse senedi fiyatları birleşme duyuruları öncesinde artmaktadır. Ancak, bu olumlu etki birleşme haberlerini takip eden süreçte ortadan kaybolmakta ve hisse senedi getirileri uzun dönemde düşük performans göstermektedir. Ayrıca çalışmada, şirketlerin büyüklükleri ve büyüme potansiyelleri baz alınarak kontrol şirketleri oluşturulmuştur. Çalışmanın bulguları, birleşen şirketlerin birleşmeyen şirketlere göre uzun dönemde daha iyi performans gösterdiklerini ortaya koymaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. BİRLEŞME VE SATIN ALMA DUYURULARININ ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERİNE KISA DÖNEM ETKİSİ

3.1. Araştırmanın Amacı

Çalışmanın bu bölümünde, İMKB'ye kote olan şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin, şirketlerin piyasa değerine etkisi “olay çalışması” yönteminden yararlanılarak analiz edilmektedir. Araştırmanın amacı, değerlendirmeye alınan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satın almalara karşı verdikleri tepkinin ortaya konmasıdır. Bu amaçla, görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hissedarları açısından her iki tarih etrafında anormal getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmektedir.

3.2. Araştırmanın Kapsam ve Verileri

Araştırma, 2001 – 2011 döneminde birleşme ve satın alma işlemine taraf olmuş ve aynı zamanda İMKB'de işlem gören 138 satın alan ve 76 hedef şirket olmak üzere toplam 214 adet birleşme ve satın alma işlemi kapsamaktadır. Bu işlemlerden 17 tanesinde birleşen tarafların her ikisinde İMKB'ye kote şirketlerdir. Bu işlemler, Kamuoyu Aydınlatma Platformu ve İMKB resmi internet sitesinin Şirket Haberleri sayfasından derlenmiştir. Örneklem belirlenirken finans sektörü kapsam dışında bırakılmıştır. Araştırmaya konu şirketlerin listesi Ek-1' de verilmektedir.

İşlemler içerisinde, taraflardan en az birisinin (satın alan veya hedef şirket) İMKB'ye kote olması şartı aranmıştır. İMKB'ye kote şirketlerin incelenmesinin nedeni, söz konusu şirketlerin fiyat ve diğer bilgilerine daha kolay ulaşılabilmesidir. Ancak,

belirlenen olay penceresi içerisinde verilerine ulaşamayan 5 satın alan ve 13 hedef şirket değerlendirmeye alınmamıştır. Buna ek olarak, çalışmanın ikinci kısmı olan işlemlerin tamamlanma tarihleri itibariyle yapılan incelemede, değerlendirmeye alınan işlemlerin bir kısmının tamamlanma tarihi duyurulmamış, bir kısmı tamamlanmadan sona erdirilmiş, bir kısım işlem ise bekleme safhasında olmasından dolayı 13 satın alan 17 hedef şirket tamamlanma tarihi itibariyle yapılan değerlendirmeye alınmamıştır.

Çalışmada kullanılan hisse senedi fiyatları İMKB 100 endeksi ikinci seans kapanış fiyatlarıdır.

3.3. Araştırmada Kullanılan Yöntem

Araştırmada aşırı getirilerin oluşturulmasında kullanılan yöntem Piyasa Modeli yöntemidir. Piyasa Modeli piyasa çapındaki hareketleri esas alarak değerlendirme yapılmasını sağlamanın yanında, her bir hisse senedinin sistematik riskinin de değerlendirmeye katılması sebebi ile diğer yöntemlere göre üstünlük taşımaktadır (Brown ve Warner: 1980: 213).

Yapılan çalışmalarda şirket birleşmelerinin başarısını ve hisse senedi fiyatlarına etkisini ölçmede en çok kullanılan yöntem olay çalışması metodudur. Bu metod, birleşmenin ilgili şirketlerin hisse senedi fiyatlarına olan etkisiyle ilgilenmektedir (Schadle ve Pernsteiner, 2004: 298).

Olay çalışması yöntemi, olaydan birkaç hafta öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatlarını karşılaştırarak, hisse değerlerinde meydana gelen aşırı getirilerin etkilerini ölçmek ve değer yaratılması ya da yitilmesi durumunu analiz etmek amacıyla kullanılmaktadır (Fridolfsson ve Stennek, 2005: 1083). Aşırı getirilerin hesaplanmasında Brown ve Warner (1980), Barber ve Lyon (1996), Rau ve Vermaelen (1998), Moeller vd. (2002), Fridolfsson ve Stennek (2005), Campa ve Hernando (2006) olay çalışması yöntemini kullanmışlardır.

Bu çalışmada da birleşme ve satın almaların (-40,+40) olay penceresi içerisindeki fiyat performansları incelenmektedir. Buna bağlı olarak, birleşme ve satın almaya taraf olan şirket pay sahiplerinin anormal getiri ile karşılaşp karşılaşmadıkları

analiz edilmektedir. Aşağıda anormal getirilerin hesaplanması aşama aşama açıklamaktadır.

3.3.1. Duyuru Gününün ve Olay Penceresinin Belirlenmesi

Hesaplamanın yapılacağı periyodun belirlenmesi, analize başlamak için ilk aşamayı oluşturmaktadır. Değerlendirmelerde iki dönem söz konusudur. Bu dönemlerden birisi, tahmin penceresi, diğeri ise olay penceresidir. Tahmin penceresi ve olay penceresi birbirinden farklı dönemleri kapsar. Bu çalışmada olay penceresi duyuru öncesi ve sonrası 40 günlük, toplam 81 günlük dönemi, tahmin penceresi ise 200 günlük dönemi kapsamaktadır.

Duyuru günü (announcement date) işlemin kamuoyuna açıklandığı gün ($t = 0$) olarak kabul edilmektedir. İşlemin gerçekleştirildiği gün yani işlemin tamamlandığı tarih genellikle duyuru gününden sonraki tarihlere rastlamakta ya da aynı günde olabilmektedir. Olay çalışmasında, olay tarihinin etrafında fiyat hareketlerinin incelendiği dönem “olay penceresi” dir. Duyuru günü olan $t = 0$ günü olay penceresinin orta noktasıdır.

Birleşmenin kamuya duyurulduğu tarihten önceki 40 gün ve sonraki 40 günlük dönem (-40,+40) olay penceresi olarak belirlenmiştir. Tespit edilen olay penceresindeki toplam 81 günlük inceleme aralığı, kısa vadeli etkinin tespit edilmesini sağlamaktadır. Kaplan ve Weisbach (1992), Andrade vd. (2001), Moeller vd. (2002), Mitchell vd. (2004), Campa ve Hernando (2006) çalışmalarında kısa vadeli etkiyi incelemişlerdir.

3.3.2. Anormal Getirilerin Hesaplanması

Olay çalışması yönteminde, ilk aşama olan tahmin ve olay pencerelerinin belirlenmesi işleminden sonra, birleşme işlemlerinin getiri sağlayıp sağlamadığının belirlenebilmesi için anormal getiriler hesaplanır. Anormal getirilerin hesaplanmasında, bir şirketin belli bir döneme ait fiili getirisi ile aynı döneme ait beklenen getirisi arasındaki fark alınır. Bunun için öncelikle t zamanındaki hisse senedinin günlük getirileri hesaplanmaktadır. Hisse senedinin günlük getirileri hesaplanması için şu formül kullanılmaktadır:

$$R_{i,t} = \left[\frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}} \right] \times 100$$

$R_{i,t}$: *i* şirketinin *t* zamanındaki günlük getirisi

$P_{i,t}$: *i* şirketine ait hisselerin *t* zamanındaki piyasa fiyatı

$P_{i,t-1}$: *i* şirketine ait hisselerin *t - 1* zamanındaki piyasa fiyatı

Anormal getirilerin hesaplanmasında kullanılan ikinci veri seti endeks getirileri olmaktadır. Çalışma kapsamında, her şirket için belirlenen tarihler arasındaki İMKB 100 endeksi kapanış değerleri alınmıştır. Böylece günlük endeks getirilerinin hesaplanmasında kullanılan bileşik endeks değerlerinden oluşan ikinci veri seti oluşturulmaktadır. Günlük endeks getirilerinin hesaplanmasında şu formül kullanılmıştır:

$$R_{m,t} = \left[\frac{(P_{m,t} - P_{m,t-1})}{P_{m,t-1}} \right] \times 100$$

$R_{m,t}$: *t* günü İMKB 100 endeksi günlük getirisi

$P_{m,t}$: *t* günü İMKB 100 endeksi kapanış değeri

$P_{m,t-1}$: *t - 1* günü İMKB 100 endeksi kapanış değeri

Dördüncü aşamada bu çalışma için belirlenen tahmin dönemi olan 200 gün için OLS (Ordinary Least Squares Method – En Küçük Ortanca Kareler Yöntemi) yöntemi kullanılarak piyasa modeli parametrelerinin tahmini gerçekleştirilmektedir. Piyasa modeli parametreleri, tahmin penceresi içerisinde, regresyon yöntemi ile tahmin edilmektedir. Model şu şekilde oluşturulur (Weston ve Weaver, 2001: 95):

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$: i hissesinin t günü için getirisi

$R_{m,t}$: t döneminde İMKB 100 endeksi getirisi

$\varepsilon_{i,t}$: t günü i hisse senedinin hata terimi;

$$E(\varepsilon_{i,t}) = 0 \text{ ve } \text{var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma^2 \varepsilon_{i,t}$$

α_i ve β_i : Katsayılar

Regresyon sonucunda elde edilen tahmini alfa ve beta değerleri kullanılarak olay penceresi içerisindeki beklenen getiriler hesaplanmaktadır (Weston ve Weaver, 2001: 96).

$$\hat{R}_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t}$$

$\hat{R}_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi

$\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$: Tahmin dönemi içerisinde OLS kullanılarak tahmin edilen piyasa modeli parametreleri

$R_{m,t}$: t dönemindeki piyasa endeksi getirisi

Olay penceresi içindeki her bir gün için gerçekleşen ve beklenen getiriler hesaplandıktan sonra, gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki fark alınarak olay penceresi kapsamındaki anormal getirilere (Abnormal Return – AR) ulaşılmaktadır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{R}_{i,t}$$

veya

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{m,t})$$

Hesaplanan ortalama anormal getiriler toplanarak, (-40,+40) dönemini içeren olay penceresi için kümülatif ortalama anormal getirilere (Cumulative Average Abnormal Return – CAR) ulaşılmaktadır (Weston ve Weaver, 2001: 95):

$$CAR_t = \sum_{t=-40}^{40} AR_t$$

Son aşamada ise, t-testi uygulanarak ortalama aşırı getirilerin ve kümülatif anormal getirilerin olay penceresi süresince sıfırdan anlamlı derecede farklı olup olmadığının belirlenmektedir.

3.4. Çalışmada Elde Edilen Bulgular

Çalışmada 214 adet birleşme ve satın alma işleminin, satın alan ve hedef şirket açısından ayrı ayrı hem duyuru tarihleri hem de birleşme veya satın alma işleminin tamamlandığı tarihler etrafındaki fiyat performansları incelenmektedir. Örnekleme 138 satın alan ve 76 hedef şirket olmakla birlikte, bazı şirketlerin verilerine ulaşamamasından dolayı duyuru tarihinde 133 satın alan şirket, 63 hedef şirket üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. Tamamlanma tarihlerinde ise 120 satın alan şirket, 46 hedef şirket üzerinde hesaplama işlemleri gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede satın alan şirket için duyuru, satın alan şirket için tamamlanma, hedef şirket için duyuru ve hedef şirket için tamamlanma tarihleri için ayrı ayrı 81 günlük (-40, + 40) olay penceresinde anormal getiriler hesaplanmıştır. Bu anormal getiriler farklı olay pencerelerinde de incelenmiştir. Sonuçların anlamlılığını test etmek için t-testi uygulanmıştır. Sonuçlara ilişkin bilgiler tablolastırılmıştır. Söz konusu tablolarda, her bir olay penceresine ait t istatistik değerleri de gösterilmektedir.

3.4.1. Satın Alan Şirket Açısından Elde Edilen Bulgular

Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihleri Açısından Elde Edilen Bulgular: Tablo 3.1’ de satın alan şirketlerin görüşmelere başlama duyurusu ile ilgili çeşitli zaman dilimlerinde ortalama kümülatif anormal getirileri ve bununla ilgili t istatistikleri, Tablo 3.2’ de ise günlük ortalama anormal getiriler verilmektedir. Tablo 3.2’ deki verilere dayalı olarak

ayrıca Grafik 3.1 oluşturulmuştur. Bu verilerin daha geniş bir şekilde çeşitli olay pencerelerini içeren şekli ile ilgili tablolar Ek-2' de verilmiştir.

Buna göre Tablo 3.1 incelendiğinde (-40,+40), (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2), (-1,+1) aralıklarında anlamlı bir pozitif anormal getiri elde edildiği görülmektedir. Ancak örneğin (-10,-2) ve (-10,-1) aralıklarında anlamlı getirilerin elde edilememiş olması ve Ek-2: Tablo 1' de görülen (+2,+10), (+2,+20) aralıklarında anlamlı getirilerin elde edilememiş olması (-40,+40), (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2), (-1,+1) aralıklarında ortaya çıkan pozitif anormal getirinin olay etrafındaki çok kısa dönemden kaynaklandığını düşündürmektedir. Nitekim Tablo 3.2 incelendiğinde yalnız 0, -1 ve -2. günlerde elde edilen anormal getiriler anlamlıdır.

Tablo 3.1: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	132	0,053667	2,01**	(-3,0)	133	0,01655	2,67***
(-10,+10)	133	0,024521	1,98**	(-3,+1)	133	0,020592	2,66***
(-5,+5)	133	0,01648	1,79*	(-3,+2)	133	0,016445	2,11**
(-3,+3)	133	0,013322	1,68*	(-3,+5)	133	0,015122	1,78*
(-2,+2)	133	0,016268	2,16**	(-2,-1)	133	0,009845	2,29**
(-1,+1)	133	0,015419	2,40**	(-2,0)	133	0,016373	2,82***
(-10,-2)	133	0,008818	1,101236	(-2,+1)	133	0,020414	2,73***
(-10,-1)	133	0,013668	1,521991	(-2,+3)	133	0,013145	1,70*
(-10,0)	133	0,020195	1,95*	(-2,+5)	133	0,014945	1,78*
(-10,+1)	133	0,024237	2,13**	(-2,+10)	133	0,020698	2,04**
(-5,-1)	133	0,011381	1,93*	(-1,0)	133	0,011377	2,74***
(-5,0)	133	0,017908	2,55**	(-1,+2)	133	0,011272	1,71*
(-5,+1)	133	0,02195	2,58**	(-1,+3)	133	0,008149	1,144757
(-5,+2)	133	0,017803	2,10**	(-1,+5)	133	0,009949	1,290257
(-5,+3)	133	0,01468	1,72*	(-1,+10)	133	0,015703	1,61945
(-3,-1)	133	0,010023	2,11**	(0,+1)	133	0,010569	1,72*

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

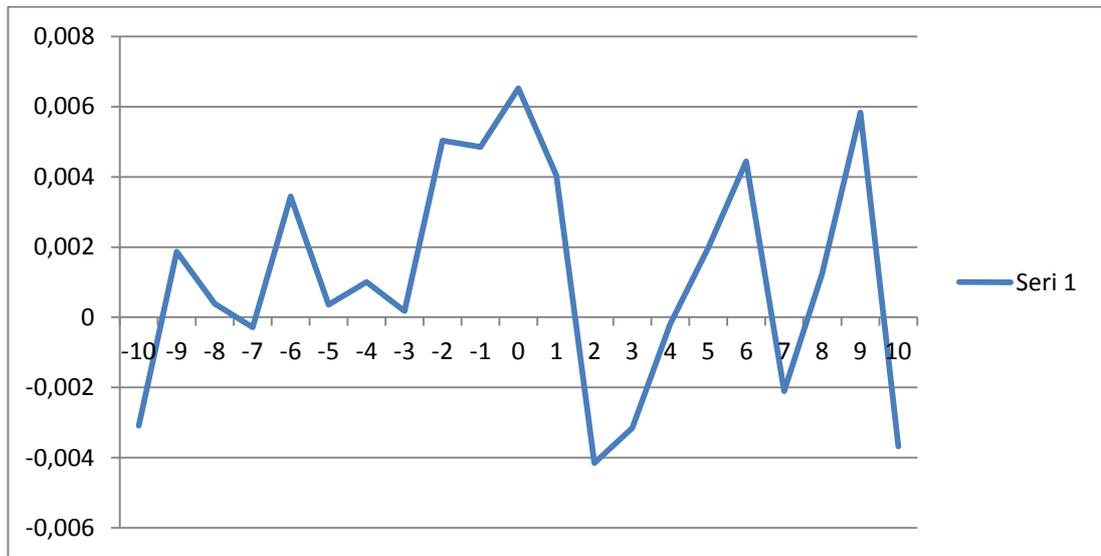
* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Ortalama anormal getirinin (-10,+10) gün aralığındaki dağılımını gösteren Grafik 3.1 ve (-40,+40) gün aralığındaki dağılımını gösteren Grafik 3.2' ye bakıldığında duyurudan önceki 10 günlük aralıkta ortalama anormal getirinin sağlandığı günlerin olduğu ancak, 10 günlük ortalama anormal getirileri ve bunların istatistik değerlerini

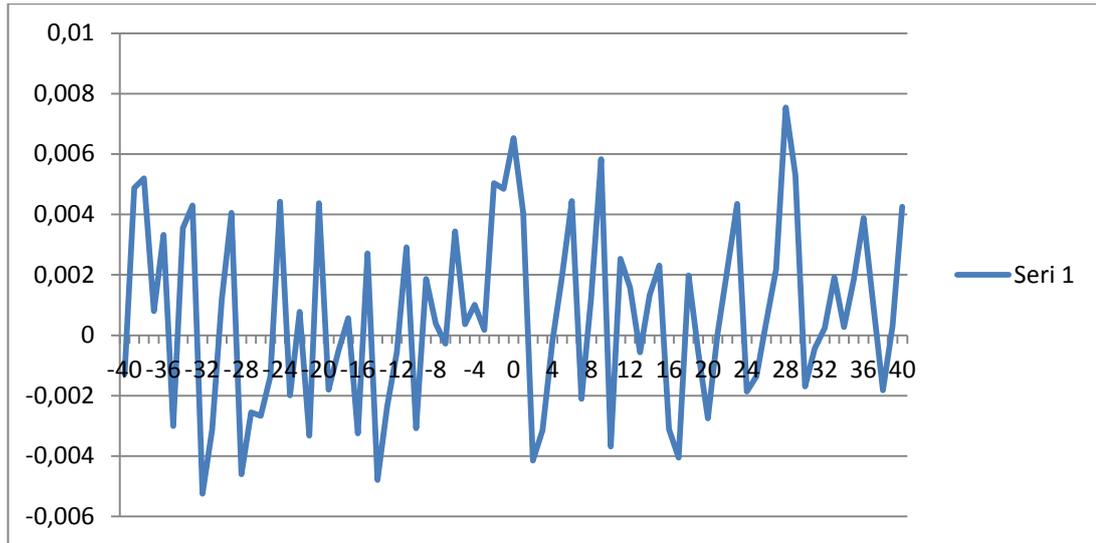
gösteren Tablo 3.2' ye bakıldığında -2., -1. ve 0. günlerde elde edilen ortalama anormal getirilerin anlamlı olduğu görülmektedir. Bu tablo satın alan şirketlerin birleşme duyurularının pozitif etkisinin, duyurudan hemen önce ortaya çıktığını ve duyurunun gerçekleştiği günde de devam ettiğini göstermektedir.

Tablo 3.2: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri

Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik
-10	-0,003084	-1,38574	-3	0,000179	0,08705	+4	-0,000182	-0,08714
-9	0,001867	0,862981	-2	0,005033	1,86*	+5	0,001981	0,865372
-8	0,000383	0,146904	-1	0,004850	2,01**	+6	0,004445	1,592377
-7	-0,000283	-0,10638	0	0,006527	1,86*	+7	-0,002109	-0,88582
-6	0,003438	1,282431	+1	0,004042	0,988311	+8	0,001241	0,48187
-5	0,000361	0,165001	+2	-0,004146	-1,57816	+9	0,005829	1,95*
-4	0,001007	0,465925	+3	-0,003147	-1,34519	+10	-0,003680	-1,40322



Grafik 3.1: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı



Grafik 3.2: Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Tablo 3.1’ de duyuru tarihinden önceki günleri kapsayan (-10,-2) ve (-10,-1) aralıklarında elde edilen anormal getiriler anlamlı değilken, (-5,-1), (-3,-1) ve (-2,-1) aralıkları incelendiğinde, anlamlı pozitif getirilerle karşılaşmaktadır. Bu durumun, duyuru tarihine doğru yaklaşıldıkça birleşme ve satın alma duyurusunun satın alan şirkete sağladığı pozitif etkiyi gösterdiği düşünülmektedir. Duyuru tarihinden önceki 3., 2. ve 1. günler ile duyuru gününü de kapsayan aralıklar olan (-3,0), (-3,+1), (-2,0), (-2,+1) ve (-1,0) aralıklarının %1 seviyesinin de altında güçlü bir istatistiksel anlamlılığa sahip pozitif anormal getiri sağlanması da bu düşüncüyü desteklemektedir. Tablo 3.2’ de de duyuru tarihinden önceki 3. günden itibaren % 0,017’ lik bir ortalama anormal getiri sağlandığı, duyuru tarihinde bu değer % 0,65’ e ulaştığı, duyuru tarihinden bir sonraki gün % 0,4’ lik ortalama getiri elde edildiği ve bu tarihten sonra giderek azaldığı hatta duyuru tarihinden sonraki 2. gün ortalama anormal getirinin negatif değerlere düştüğü görülmektedir.

Satın alan şirketler açısından negatif anormal getirilerin olduğu aralıklar duyuru tarihinden sonraki günleri kapsayan aralıklardır (Bkz. Ek 2: Tablo: 1). Bu aralıklarda sadece (+2,+3) aralığındaki -% 0,727 getirinin zayıf bir anlamlılığa sahip olduğu, diğer aralıklardaki negatif anormal getirilerin herhangi bir anlamlılığa sahip olmadığı görülmektedir.

Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri Açısından Elde Edilen Bulgular: Satın alan şirketlerin birleşme işlemlerinin tamamlanma duyurusu ile ilgili çeşitli zaman dilimlerinde ortalama kümülatif anormal getirileri ve bununla ilgili t istatistiklerini gösteren Tablo 3.3' e bakıldığında, satın alan şirketlerin birleşme işlemlerini tamamladıkları tarihler için yapılan inceleme sonucunda elde ettikleri anlamlı anormal getirilerin, iki olay penceresinden ibaret olduğu görülmektedir. Bu durum Ek-2: Tablo 2 incelendiğinde daha net bir şekilde görülebilmektedir. Satın alan şirketler açısından yapılan bu incelemenin sonucunda (-40,+40) aralığında elde edilen anormal getirilerin anlamlı olmadığı tabloda görülmektedir.

Tablo 3.3: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	119	0,03487	1,211794	(-3,+1)	120	0,005223	0,803375
(-10,+10)	120	0,008255	0,70403	(-3,+2)	120	0,001312	0,188839
(-5,+5)	120	0,006871	0,860242	(-3,+5)	120	0,010126	1,353751
(-3,+3)	120	-0,0013	-0,18759	(-2,-1)	120	0,003678	0,767564
(-2,+2)	120	0,002619	0,408976	(-2,0)	120	0,005577407	1,087635
(-1,+1)	120	0,004461	1,043745	(-2,+1)	120	0,006530113	1,105243
(-10,-2)	120	0,001942	0,285293	(-2,+3)	120	0,0000926	0,00146
(-10,-1)	120	0,003551	0,443526	(-2,+5)	120	0,011433262	1,614578
(-10,0)	120	0,005451	0,644735	(-2,+10)	120	0,008382	0,907061
(-10,1)	120	0,006404	0,715481	(-1,0)	120	0,003508699	1,101658
(-5,-1)	120	-0,00089	-0,2557	(-1,+2)	120	0,000550426	0,115062
(-5,0)	120	0,001015	-0,60658	(-1,+3)	120	-0,00205945	-0,41978
(-5,+1)	120	0,001967	0,425918	(-1,+5)	120	0,009364554	1,484497
(-5,+2)	120	-0,00194	-0,60658	(-1,+10)	120	0,006313	0,736014
(-5,+3)	120	-0,00455	-0,13225	(0,+1)	120	0,002852531	0,769041
(-3,-1)	120	0,00237	0,425918	(+2,+3)	120	-0,00652	(-1,97)*
(-3,0)	120	0,00427	0,714687	(+3,+5)	120	0,008814	1,68*

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

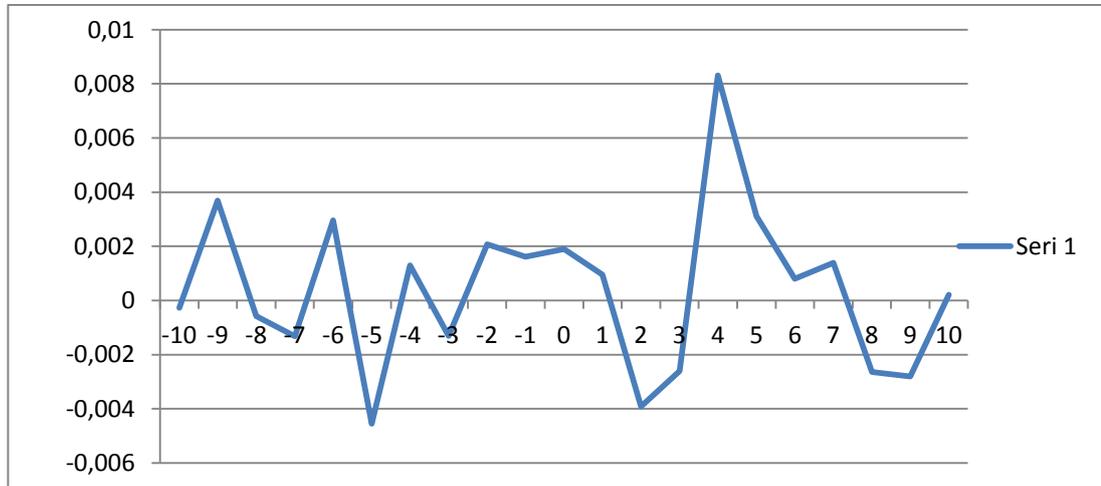
* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

10 günlük ortalama anormal getirileri ve bunların istatistik değerlerini gösteren Tablo 3.4' e bakıldığında tamamlanma tarihinden sonraki 2. elde edilen negatif anormal getiri ve 4. günde elde edilen pozitif anormal getiri anlamlı olmuştur. Tamamlanma günü olan 0. günde ve tamamlama öncesi 2. ve 1. günler ile tamamlanma sonrası 1. günlerde pozitif anormal getiri söz konusudur. Ancak bu anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Tamamlanma tarihlerinden önceki ve sonraki 10 günlük

ortalama anormal getirilerin dağılımını gösteren Grafik 3.3. incelendiğinde tamamlanma tarihinden önceki 2. günde pozitif anormal getiriler elde edilmeye başlandığı, bu durumun tamamlanma tarihinden sonraki 1. güne kadar devam ettiği görülmektedir. Bir sonraki günde yani tamamlanma tarihinden sonraki 2. günde ortalama getirilerin negatif değere düştüğü, 3. günde de bu durumun devam ettiği ve 4. günde ise oldukça yüksek değerlere ulaştığı görülmektedir.

Tablo 3.4: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri

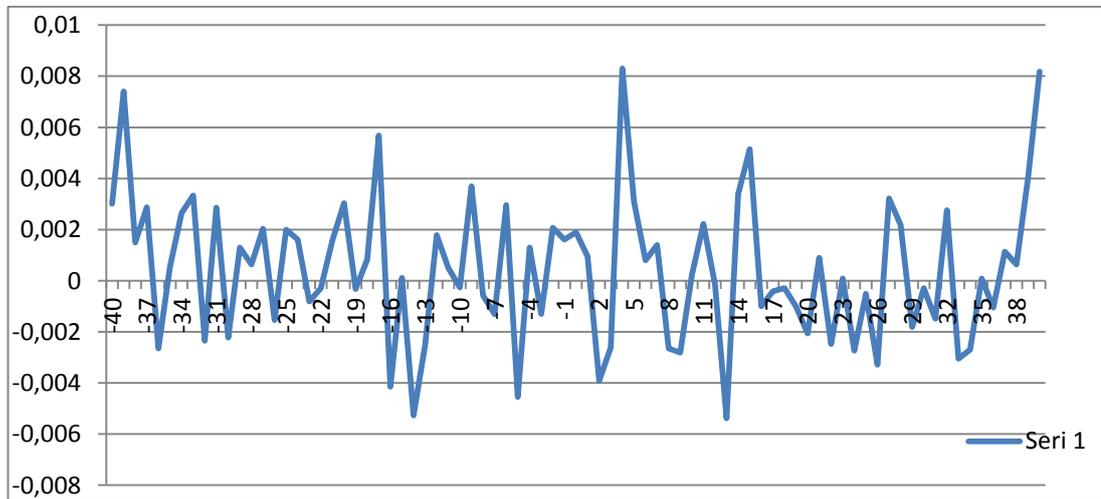
Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik
-10	-0,000270	-0,111	-3	-0,001307	-0,522	+4	0,008310	2,69***
-9	0,003692	1,239	-2	0,002069	0,665	+5	0,003114	1,244
-8	-0,000578	-0,265	-1	0,001609	0,599	+6	0,000803	0,279
-7	-0,001318	-0,553	0	0,001900	0,828	+7	0,001392	0,623
-6	0,002962	1,26	+1	0,000953	0,331	+8	-0,002647	-1,018
-5	-0,004553	-1,5	+2	-0,003911	(-1,66)*	+9	-0,002809	-1,386
-4	0,001298	0,521	+3	-0,002610	-1,173	+10	0,000212	0,084



Grafik 3.3: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Tablo 3.3 ise istatistiksel anlamlılığa sahip olan aralıklar (+2,+3) ve (+3,+5) aralıklarıdır. Bu aralıkların anlamlılık seviyeleri zayıftır. (+2,+3) aralığında negatif anormal getiri söz konusudur. İstatistiksel anlamlılığa sahip diğer olay penceresi olan

(+3,+5) aralığında pozitif anormal getiri söz konusudur. Grafik 3.4' e bakıldığında da, tamamlanma tarihinden sonraki 2. ve 3. günde negatif bir ortalama getiri varken, 4. günde birden % 0,8' lik değerde bir pozitif anormal getiriye yükseldiği görülmektedir. 5. günde de azalarakta olsa bu pozitif anormal getirinin devam ettiği görülmektedir. 4. gün gerçekleşen ve 5. günde devam eden bu anormal getirinin, birleşme ya da satın alma işleminin tamamlanmasının pozitif etkisinin, tamamlanma tarihinden sonraki (+3,+5) aralığında görülmesinden kaynaklanmış olabileceği düşünülebilir. Ancak tamamlanma tarihinden sonraki 2. gün elde edilen negatif anormal getirinin anlamlı olması, satın alan şirketlerin birleşme işlemlerinin tamamlanma duyurusundan olumsuz etkilenebilme ihtimalini de düşündürmektedir.



Grafik 3.4: Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

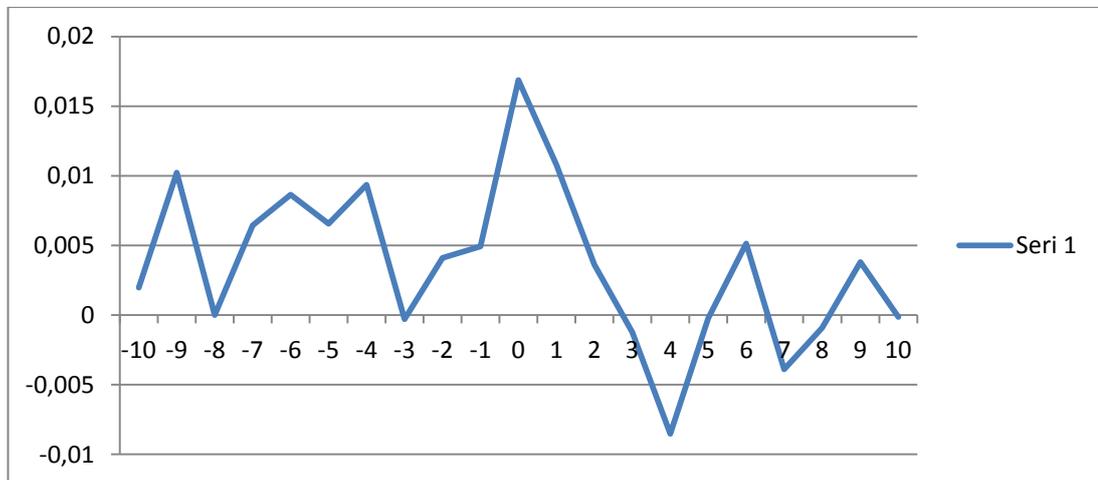
3.4.2. Hedef Şirket Açısından Elde Edilen Bulgular

Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri Açısından Elde Edilen Bulgular: Hedef şirket için yapılan incelemede sonuçlar, hedef şirketlerin satın alan şirketlere göre çok daha yüksek getiriler elde ettiklerini ve anlamlılıklarının da daha güçlü seviyelerde olduğunu göstermektedir. Hedef şirketler açısından hem duyuru hem de tamamlanma tarihleri itibariyle yapılan inceleme, hedef şirketlerin oldukça yüksek değerlerde pozitif anormal getiri elde ettiklerini göstermektedir.

Hedef şirketlerin görüşmelere başlanma duyurularının öncesi ve sonrası 10 günlük dönemde elde edilen anormal getirileri ve istatistik değerlerini gösteren Tablo 3.5 ve bu anormal getirilerin dağılımını gösteren Grafik 3.5 incelendiğinde özellikle duyuru gününde ve duyurudan bir sonraki günde önemli bir anormal getiri gerçekleştiği görülmektedir. Tablo 3.5' e göre duyuru gününde % 1,6 değerinde anlamlı bir anormal getiri söz konusudur. Duyuru gününde elde edilen getirinin istatistiksel açıdan anlamlılık seviyesi satın alan şirketlere göre daha güçlüdür.

Tablo 3.5: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri

Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik
-10	0,001980	0,395361	-3	-0,000289	-0,07573	+4	-0,008518	(-2,25)**
-9	0,010213	2,38**	-2	0,004092	0,782324	+5	-0,000229	-0,04603
-8	0,000002	0,000335	-1	0,004690	0,993118	+6	0,005143	1,064864
-7	0,006430	1,360093	0	0,016073	2,27**	+7	-0,003890	-1,19737
-6	0,008652	1,529395	+1	0,010454	1,78*	+8	-0,000921	-0,24426
-5	0,006551	1,409809	+2	0,003627	0,644552	+9	0,003805	1,014371
-4	0,009351	1,75*	+3	-0,001243	-0,26896	+10	-0,000134	-0,03367



Grafik 3.5: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Hedef şirketlerin birleşme işlemlerinin görüşmelere başlanma duyurusu ile ilgili çeşitli olay pencerelerinde ortalama kümülatif anormal getirileri ve bununla ilgili t istatistiklerini gösteren Tablo 3.6 incelendiğinde (-40,+40) aralığında elde edilen

anormal getiri anlamlı değilken, (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2), (-1,+1) aralıklarında istatistiksel olarak anlamlı pozitif anormal getiri elde edildiği görülmektedir.

Tablo 3.6: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	63	0,056261	0,923432	(-3,0)	63	0,024446	2,25**
(-10,+10)	63	0,074644	2,19**	(-3,+1)	63	0,034899	2,84***
(-5,+5)	63	0,044229	2,16**	(-3,+2)	63	0,038411	2,61**
(-3,+3)	63	0,037187	2,41**	(-3,+5)	63	0,02858	1,72*
(-2,+2)	63	0,038695	2,65***	(-2,-1)	63	0,008657	1,024013
(-1,+1)	63	0,031221	2,83***	(-2,0)	63	0,02473	2,52**
(-10,-2)	63	0,045668	2,42**	(-2,+1)	63	0,035184	2,94***
(-10,-1)	63	0,050363	2,38**	(-2,+3)	63	0,037472	2,45**
(-10,0)	63	0,066435	3,05***	(-2,+5)	63	0,028864	1,82*
(-10,+1)	63	0,076889	3,36***	(-2,+10)	63	0,032939	1,545298
(-5,-1)	63	0,024023	1,87*	(-1,0)	63	0,020768	2,75***
(-5,0)	63	0,040095	2,74***	(-1,+2)	63	0,034733	2,54**
(-5,+1)	63	0,050549	3,04***	(-1,+3)	63	0,03351	2,31**
(-5,+2)	63	0,05406	2,76***	(-1,+5)	63	0,024902	1,69*
(-5,+3)	63	0,052837	2,64**	(-1,+10)	63	0,028976	1,450346
(-3,-1)	63	0,008373	0,80755	(0,+1)	63	0,026526	2,36**

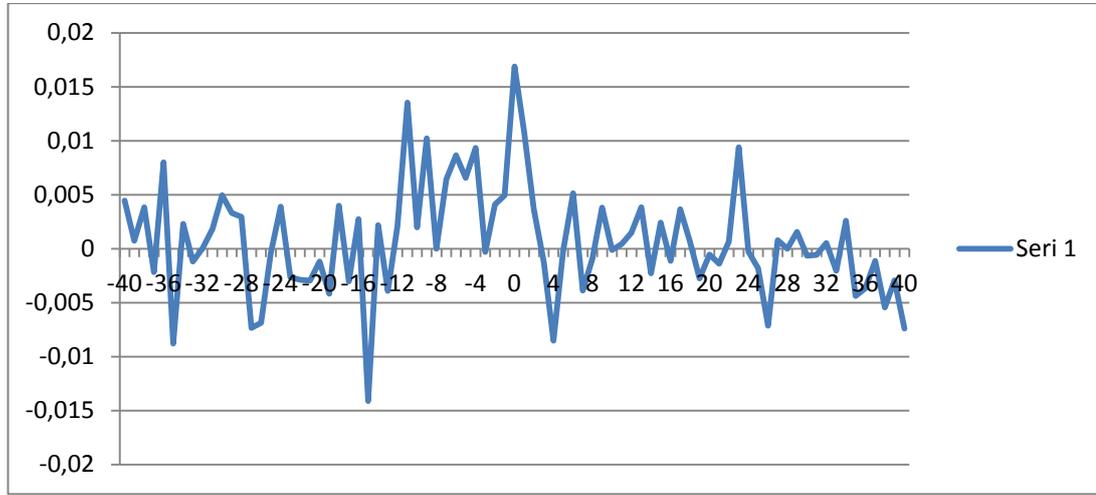
*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

(-10,-2) ve (-10,-1) aralığında elde edilen pozitif anormal getiriler ise satın alan şirketler için anlamlı değilken, hedef şirketler için anlamlı olmuştur. Grafik 3.6 incelendiğinde duyuru tarihinden önceki 12. günden itibaren pozitif anormal getiri elde edilmeye başlandığı, -11. günde % 1,3' lere ulaşan yüksek bir anormal getiri elde edildiği görülmektedir. Duyuru tarihinden önceki 12. gün ile duyuru tarihinden sonraki 2. güne kadar geçen aralıkta değişen seviyelerde anormal getiriler sağlandığı, 3. günde ise anormal getirilerin negatif değerlere düştüğü, daha sonra tekrar yükseldiği ve özellikle duyuru tarihinde % 1,6' lık anormal getiri ile en yüksek değere ulaştığı görülmektedir. Duyuru tarihinden önceki 3. günde gerçekleşen negatif anormal getiri istatistiksel anlamlılığa sahip değildir. Satın alan şirketler için duyuru tarihinden önceki 2. gün pozitif anormal getiri elde edilmeye başlanmışken, hedef şirketler için bu durum bir 10 gün daha öncesine kadar genişlemektedir. Tablo 3.5' e göre bu pencerede

gerçekleşen anormal getirilerden, -9., -4., 0. ve +1. günlerde elde edilen pozitif anormal getiriler ile +4. günde elde edilen negatif anormal getiri anlamlı olmuştur.



Grafik 3.6: Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Grafik 3.6 incelendiğinde, hedef şirketler için birleşme ve satın almaların pozitif etkisinin duyuru tarihinden önceki 12. güne kadar dayandığı görülmektedir. Bu durum birleşmeleri yatırımcıdan önce, şirket içinden öğrenerek uzun pozisyon alan kişilerin ticari faaliyetinden kaynaklanmış olabilir. Birleşme duyurusunun hedef şirketlere pozitif etkisi duyurudan sonraki günlerde giderek azalmaktadır. Ek-2: Tablo 3 incelendiğinde duyurudan sonraki aralıklardan yalnızca (0,+1), (0,+2), (0,+3) aralıklarında anlamlı pozitif anormal getiri elde edildiği görülmektedir. Duyuru tarihinden sonraki günleri kapsayan aralıklarda ise istatistiksel olarak anlamlı bir pozitif anormal getiri elde edilmemesi duyuru tarihinden sonraki günlerin, hedef şirketin anormal getiri elde etmesinde etkili olmadığını göstermektedir.

Burada Ek-2: Tablo 3' te (-5,+10), (-5,+20), (-10,+10), (-10,+20) aralıklarında elde edilen anlamlı anormal getirilerin, birleşmeden sonraki günlerden değil, anormal getirilerin yoğun olarak gerçekleştiği duyuru tarihinden önceki 10. gün ile duyuru tarihinden sonraki 2. gündeki pozitif getirilerden kaynaklandığı söylenebilir. Çünkü birleşmeden sonraki günler için oluşturulan pencerelerden hiç birinde anlamlı bir anormal getiri elde edilmemiştir (Bkz Ek-2: Tablo 3). Grafik 3.6' ya bakıldığında da

birleşmeden sonraki 3. günden itibaren ortalama anormal getirilerin negatif değerlere düştüğü görülmektedir.

Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri Açısından Elde Edilen Bulgular: Hedef şirketlerin birleşme işlemlerinin tamamlanma duyurusu ile ilgili çeşitli olay pencerelerinde ortalama kümülatif anormal getirileri ve bununla ilgili t istatistiklerini gösteren Tablo 3.7 incelendiğinde hedef şirketler için birleşme ve satın alma işlemlerinin tamamlanma tarihleri etrafında (-40,+40) aralığında anlamlı ortalama anormal getiri söz konusu değilken, (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2) aralıklarında anlamlı ortalama anormal getirilerin olduğu görülmektedir. (-1,+1) elde edilen pozitif anormal getiri ise anlamlı değildir. Birleşme işleminin tamamlandığı günden önceki ve sonraki 10 günü kapsayan dönemdeki ortalama anormal getirileri ve t değerlerini gösteren Tablo 3.8 incelendiğinde tamamlanma duyurusunun hemen etrafında elde edilen anormal getirilerin anlamlı olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.7: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Anormal Getiriler

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	46	0,113283	1,511657	(-3,0)	46	0,020175	1,567756
(-10,+10)	46	0,086687	2,01**	(-3,+1)	46	0,029286	1,91*
(-5,+5)	46	0,047938	1,85*	(-3,+2)	46	0,036484	2,19**
(-3,+3)	46	0,038096	2,16**	(-3,+5)	46	0,031114	1,479457
(-2,+2)	46	0,026799	1,79*	(-2,-1)	46	0,006054	0,954306
(-1,+1)	46	0,017379	1,262937	(-2,0)	46	0,01049	1,020822
(-10,-2)	46	0,059016	2,40**	(-2,+1)	46	0,019601	1,442825
(-10,-1)	46	0,062847	2,39**	(-2,+3)	46	0,028221	1,80*
(-10,0)	46	0,067283	2,44**	(-2,+5)	46	0,021429	1,139473
(-10,+1)	46	0,076395	2,45**	(-2,+10)	46	0,029893	1,261607
(-5,-1)	46	0,032562	2,39**	(-1,0)	46	0,008268	0,804754
(-5,0)	46	0,036998	2,23**	(-1,+2)	46	0,024577	1,606706
(-5,+1)	46	0,04611	2,35**	(-1,+3)	46	0,025998	1,651551
(-5,+2)	46	0,053308	2,51**	(-1,+5)	46	0,019207	1,07847
(-5,+3)	46	0,054729	2,43**	(-1,+10)	46	0,027671	1,253145
(-3,-1)	46	0,015739	1,648023	(0,+1)	46	0,013548	1,278455

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

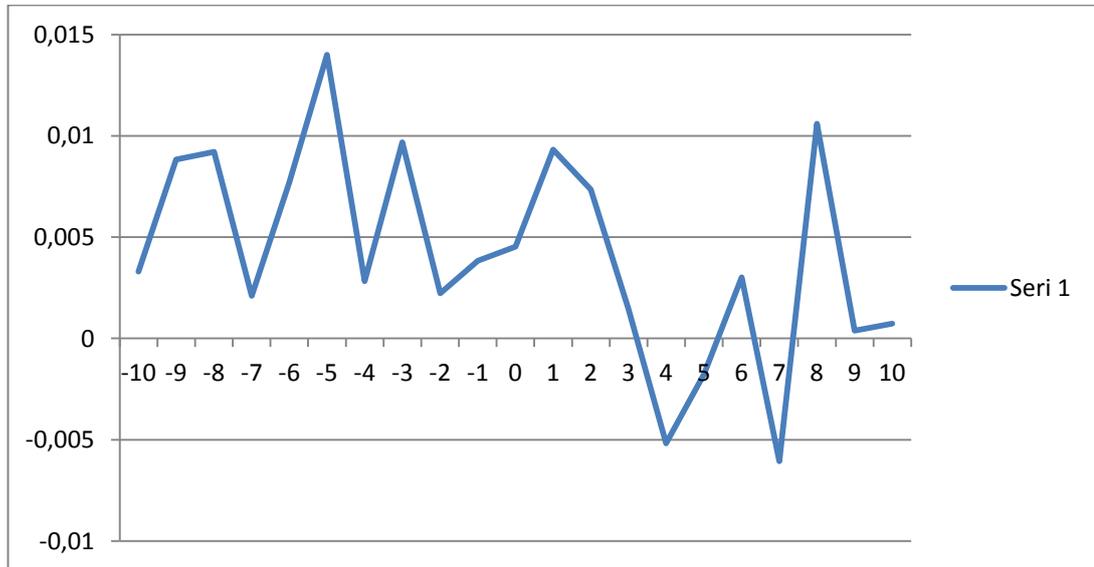
** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo 3.8’ de birleşme işleminin tamamlandığı günden önceki ve sonraki 10 günü kapsayan dönemde, önemli düzeylerde pozitif anormal getiri elde edildiği görülmektedir. Tabloda tamamlanma duyurusundan önceki 9., 8., 5. ve 3. günler ile tamamlanma duyurusundan sonraki 8. günde elde edilen anormal getiriler anlamlıdır. Bu dönem içerisinde duyurudan önceki ilk 10 gün içerisinde negatif anormal getiri söz konusu değilken, duyurudan sonraki 4. günden itibaren negatif değerlerin elde edildiği görülmektedir. Bu anormal getirilerin dağılımını gösteren Grafik 3.7’ de de bu durum görülmektedir.

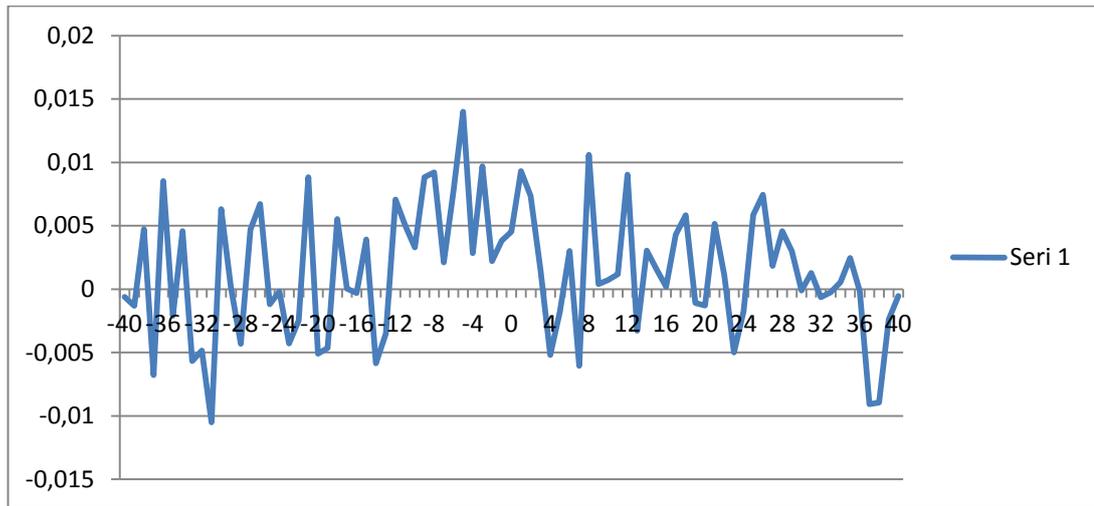
Tablo 3.8: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri Öncesi ve Sonrası 10 Günlük Ortalama Anormal Getirileri

Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik	Gün	Ort. AG	t-istatistik
-10	0,003294	0,696227	-3	0,009685	1,89*	+4	-0,005184	-0,81409
-9	0,008833	1,76*	-2	0,002222	0,456893	+5	-0,001759	-0,30062
-8	0,009206	1,71*	-1	0,003831	0,737459	+6	0,003025	0,616237
-7	0,002107	0,388616	0	0,004436	0,65334	+7	-0,006058	-1,55355
-6	0,007716	1,182093	+1	0,009111	1,229358	+8	0,010593	2,28**
-5	0,013995	1,98*	+2	0,007358	1,090552	+9	0,000387	0,104567
-4	0,002828	0,535655	+3	0,001453	0,278629	+10	0,000730	0,171204



Grafik 3.7: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Birleşme işleminin tamamlandığı günler etrafında, anlamlı bir anormal getiri sağlanmadığı görülmekle birlikte, Tablo 3.7' de bu günleri kapsayan olay pencerelerine bakıldığında örneğin; (-5,0), (-5,+1), (-5,+2), (-5,+3), (-5,+5), (-3,+1), (-3,+2), (-3,+3), (-2,+2) aralıklarında ve özellikle de tam bu günleri kapsayan (-2,+3) aralığında anlamlı anormal getirilerin elde edildiği görülmektedir. Grafik 3.8 incelendiğinde de tamamlanma tarihinden önceki 12. gün ile tamamlanma tarihinden sonraki 3. gün aralığında anormal getirilerin yoğunlaştığı görülmektedir. Ancak Tablo 3.8' de ise tamamlanma tarihinin öncesi ve sonrasındaki birkaç gün için elde edilen anormal getirinin anlamlı değildir. Yalnızca tamamlanma tarihinden önceki 3. gün elde edilen anormal getiri anlamlıdır. Tamamlanma tarihinin etrafındaki ilk günlerde sağlanan anormal getirilerin anlamlı olmaması, tamamlanma tarihinin anormal getiri elde etmede etkili olmadığı ihtimalini düşündürmektedir.



Grafik 3.8: Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Tablo 3.7' ye göre (-10,-2), (-10,-1) aralıklarında pozitif anormal getiri sağlanmıştır. Bununla birlikte Ek-2: Tablo 4 incelendiğinde (-20,-2), (-20,-1) aralıklarında sağlanan pozitif anormal getirilerin, çeşitli olay pencerelerinde elde edilen getirilerin anlamlılıklarını gösteren diğer 3 tabloda (satın alan şirket-duyuru tarihi, satın alan şirket-tamamlanma tarihi, hedef şirket-duyuru tarihi) anlamlı değilken, bu tabloda zayıf derecede anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum hedef şirketler için birleşmenin tamamlandığı tarihten çok önceki günlerde de pozitif getiri elde edildiğini

göstermektedir. Dolayısıyla bu durumun ortaya çıkmasında, hedef şirketlerin birleşme işlemlerini yatırımcıdan önce şirket içinden öğrenen kişilerin ticari faaliyetlerinin etkili olabileceği düşünülmektedir.

Ek-2: Tablo 4' e bakıldığında (-10,+10), (-10,+20), (-5,+10), (-5,+20) aralıklarında anlamlı getiri elde edilmiştir. Bunun nedeninin birleşmeden sonraki günlerde elde edilen anormal getirilerden kaynaklanmadığı, anormal getirilerin yoğun olarak gerçekleştiği duyuru tarihinden önceki 10. gün ile duyuru tarihinden sonraki 3. gündeki pozitif getirilerden kaynaklandığı düşünülmektedir. Çünkü tabloda tamamlanma duyurusundan sonraki tarihleri kapsayan aralıkların hiç birinde anlamlı anormal getiri elde edilmediği görülmektedir.

SONUÇ

Son yıllarda hem sayı hem de değer olarak şirket birleşme ve devralma faaliyetlerinin giderek arttığı gözlemlenmektedir. İşletmeleri birleşme ve satın almalara yönelten çok sayıda nedenden en önemlisi şirketlerin bu faaliyetle çok daha iyi bir duruma gelecekleri beklentisidir. İşletmeler bu faaliyetleri sonucunda etkinliğin artırılması, rekabet üstünlüğü sağlanması, işletmenin işletme değerinin yükselmesi, bir sinerji oluşturulması beklentisi içindedirler.

Bazı büyük çaplı birleşme gerek mali gerekse yapısal sorunlar nedeniyle başarılı sonuçlar ortaya çıkaramamıştır. Bu durumlarda birleşmeler örgüt dinamizminin artırılması yerine, tüketici veya yönetim kaynaklı sıkıntı, strateji konusunda uyuşmazlık ve moral bozukluğu meydana getirebilmektedir. Bunların dışında oldukça çok sayıda birleşmelerde başarılı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Bu birleşmeler, birleşen şirketlere yeni pazarlara girme ve rekabet gücü, daha fazla ürün elde etme, hisse senedi fiyatlarında artış gerçekleştirme imkanı sağlamıştır.

Şirket birleşmeleri ekonomik, finansal, kurumsal ve sektörel gelişmeler açısından oldukça önemli etkilere neden olmaktadır. Bu sebeple birleşmelerin şirket performansı üzerindeki potansiyel ve fiili etkilerinin incelenmesi, güncel gelişmelerin analiz edilmesinde ve geleceğe yönelik tahminlerin yapılmasında büyük rol oynamaktadır.

Birleşme ve satın almalar konusunda gerçekleştiren çalışmalar genel olarak satın alan şirket ve hedef şirket olmak üzere her iki taraf açıdan yürütülmektedir. Bu genel ayırımının dışında, sektörel bazda yapılan çalışmalarında mevcut olduğu görülmektedir. Bazı çalışmalarda da teklif verme şeklinin, ödeme şeklinin, şirket büyüklüğünün birleşme ve satın almaları nasıl etkilediği incelenmiştir. Ancak bu tür çalışmalara genellikle yabancı literatürde karşılaşılmakta, ülkemizde birleşme ve satın almalar açısından yapılan çalışmaların ise hem kapsam hem de sayı olarak sınırlı kaldığı görülmektedir. Bunun durum etkin olmayan ve sığ olduğu ifade edilen bir sermaye piyasamızın varlığından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, verilere ulaşılması konusunda yaşanan sorunlar da çalışmaların sayısının yetersizliğinde etkilidir. Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin ve bu faaliyetlere ilişkin tüm bilgilerinin toplu olarak yer aldığı bir

veri tabanının oluşturulmamış olması bu konuda yaşanan en büyük sorunlardan biri olmaktadır.

Bu çalışmada, İMKB'ye kote olan şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin, işletme değerine kısa dönem etkisi araştırılmaktadır. Anormal getiriler “Piyasa Modeli” yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Çalışmada görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hissedarları açısından her iki tarih etrafında getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmektedir. 2001 – 2011 döneminde birleşme ve satın alma işlemine taraf olmuş ve aynı zamanda İMKB'de işlem gören 138 satın alan ve 76 hedef şirket olmak üzere toplam 214 adet birleşme ve satın alma işlemi örneklem olarak seçilmiştir. Satın alan şirket duyuru ve satın alan şirket tamamlanma, hedef şirket duyuru ve hedef şirket tamamlanma tarihleri için ayrı ayrı 81 günlük (-40,+40) olay penceresinde ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Bu anormal getiriler farklı olay pencerelerinde de incelenmiştir. Sonuçların anlamlılığını test etmek için t-testi uygulanmıştır.

Türkiye’ de yapılan birleşme ve satın almaların hem ilk duyuru hem de tamamlanma tarihleri etrafında satın alan ve hedef şirketlerin piyasa değerine etkisini inceleyen bir araştırmaya yapılan literatür taramasında rastlanmamıştır. Bu çerçevede birleşme ve satın alma duyurularının “görüşmelere başlanma” duyurusu ve “tamamlanma” duyurusunun etkisinin karşılaştırılması açısından çalışmada önemli bulgular elde edilmiştir.

Çalışma sonucunda, yapılan analizler, birleşme ve satın alma işleminden kazançlı çıkan tarafın hedef şirket hissedarları olduğunu göstermektedir. Hedef şirketler birleşme ve satın alma duyurusu öncesinde piyasaya göre önemli ekstra getiriler sağlamaktadırlar. Elde edilen bu sonuç Travlos (1987), Casey vd. (1987), Andreda vd. (2001), Moeller vd. (2005), Campa ve Hernando (2006), tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ile paralellik göstermektedir. Çalışmada hedef şirketlerin birleşme duyurusundan 10 gün önce anormal getiri elde etmeye başladıkları bulgusuna ulaşılmıştır. Bu bulgu Keown ve Pinkerton (1981) tarafından yapılan çalışmada elde edilen bulgularla aynı yöndedir.

Hedef şirket hissedarlarının hem duyuru tarihi hem de tamamlanma tarihi öncesinde 12 günde günlük bazda pozitif anormal getiriler elde etmeye başladığı tespit edilmiştir. Ancak bu anormal getirilerin, görüşmelere başlandığının ve işlemlerin tamamlandığının duyurulmasından önceki 9. günden itibaren anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarında, görüşmelere başlandığının duyurulmasından önceki 9. ve 4. günlerin anlamlı iken, tamamlandığının duyurulmasından önceki 9., 8., 5., 3. günler anlamlı olmuştur. Duyuru ve tamamlanma tarihleri için 0. günlere bakıldığında, görüşmelere başlandığının duyurulduğu tarihte % 1,6, işlemin tamamlandığı tarihte ise % 0,44 pozitif anormal getiri hesaplanmıştır. Ancak bu getiriler duyuru tarihi için anlamlı iken, tamamlanma tarihi için anlamlı değildir. Bu tarihler için belirlenen olay pencerelerinde her iki tarih için (-10,-2), (-10,-1), (-10,0), (-10,+1), (-10,+2), (-10,+3), (-5,0), (-5,+1), (-5,+2), (-5,+3), (-3,+3), (-3,+2), (-3,+1) pencerelerinin anlamlı olduğu, ancak duyuru tarihi pencerelerinin anlamlılığının daha güçlü olduğu görülmektedir. Ayrıca duyuru tarihindeki (-2,+2), (-2,+1), (-1,+1), (-1,0) pencerelerinin de güçlü anlamlılığa sahip olduğu görülmektedir.

Çalışma sonucunda satın alan şirket hissedarlarının durumuna ilişkin olarak, hedef şirket hissedarlarının ki kadar belirgin sonuçlara ulaşamamıştır. Satın alan şirket hissedarlarının, özellikle görüşmelere başlama duyurusunun hemen öncesinde anormal getiri sağladığı tespit edilmiştir. Satın alan şirketlerin tamamlanma tarihi için yapılan analiz sonuçlarında ise elde edilen pozitif anormal getirilerin genel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir.

Günlük bazda incelendiğinde satın alan şirketlerin anormal getirilerinin duyuru tarihi öncesi 6. güne kadar dayandığı görülmektedir. Ancak duyurudan önceki 2. gün, duyurudan önceki 1. gün ve duyuru günü elde edilen ortalama anormal getirinin anlamlı olduğu görülmektedir. Duyuru tarihinde % 0,652 pozitif anlamlı getiri elde edilmiştir. Duyuru tarihindeki (-3,0), (-3,+1), (-2,0), (-2,+1) ve (-1,0) pencerelerinde pozitif anormal getiri elde edildiği ve bu getirilerin anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır. (-5,0), (-5,+1), (-5,+2), (-5,+3) gibi satın alma görüşmelerine başlama duyurusu ile ilgili daha kısa dönemli zaman boyutlarında da anlamlı pozitif getiriler elde edilmiştir. Ancak bu anlamlılığın duyurudan önceki iki günlük anormal getiriden ve duyuru tarihinde ortaya çıkan anormal getiriden kaynaklandığı görülmektedir.

Özet olarak birleşme işlemleri, işlemin kamuoyuna duyurulmasından önce pozitif anormal getiriye yol açmaktadır. Ancak bu anormal getiri hedef şirket hissedarları açısından daha fazladır. Bir başka deyişle, hedef şirket hissedarları ilgili dönemlerde servetlerinde piyasaya göre nispi artışlar görmektedir. Birleşme veya satın alma öncesi şirketlerin hisse senetlerinde meydana gelen değişimler yatırımcıların beklentileriyle şekillenmektedir. Yatırımcılar, ele geçirilecek olan şirketin eskisinden daha iyi durumda olacağı ve sinerji etkisi oluşturulacağı beklentisi içindedirler. Birleşmenin hedef işletme hissedarları açısından karlı olacağı beklentisi hisse senedi fiyatlarının artışına neden olmaktadır. Keown ve Pinkerton (1981) çalışmasında bu durumu içeriden öğrenenlerin ticaretiyle açıklamaktadır.

Bu sonuçlar göstermektedir ki birleşme ve satın almalar şirketler açısından önemli bir stratejik karar olup şirketlerin piyasa değerine doğrudan etki etmektedirler. Türkiye’de şirketlerin halka açıklık oranlarının düşük olması, aile işletmeleri biçiminde gerçekleşen yapılanmalar, şirket kültürleri arasındaki farklılıklar ve hukuki altyapıya olan güvensizlik birleşme ve satın alma faaliyetlerini olumsuz yönde etkilemektedir. Dolayısıyla bu alanlarda yapılacak düzenlemelerin sonucunda birleşme ve satın alma faaliyetlerinin daha olumlu sonuçlar doğuracağı beklenmektedir.

KAYNAKLAR

- Agrawal A. vd., (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4, s.1605-1621.
- Akgüç Ö., (1998). *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Alagöz A., (2007, Haziran). IFRS-3: İşletme Birleşmeleri Standardı Çerçevesinde Ters İktisap Uygulamaları, *V. Uluslararası Türk Dünyası Sosyal Bilimler Kongresi*, Celalabat-Kırgızistan.
- Andrade, G., Stafford E., (2004). Investigating the Economic Role of Mergers, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, s. 1-36.
- Andrade G. vd., (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, Vol 15, No 2, s. 103–120.
- Aydın N., *Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Aygören H., Kurtcebe C., (2010, Nisan). Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun Bağımsız Denetim, Uluslararası Muhasebe Standartları, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Basel II Kriterleri Yönüyle Genel Değerlendirmesi, *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 6, s. 1-9.
- Balaban Ö., Okutan E., (2009). Ekonomik Krizlerin Bir Sonucu Olarak Stratejik İşbirlikleri ve Şirket Birleşmelerinde Yönetimsel Uyumun Değerlendirilmesine Yönelik Bir Araştırma, *Journal of Azerbaijani Studies*, Vol. 12, No 1-2, s. 299-310.
- Barber B. M., Lyon J. D. (1997). Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, s. 341-372.
- Berk N., (2003). *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bieshaar H. vd., (2001). Deals That Create Value, *The McKinsey Quarterly*, Number 1, s. 65-73.
- Black, B. S, (2000). *Is This The First International Merger Wave?*, M&A Lawyer, July/August, at 20-26.
- Bouwman, H. S. C., vd., (2003). Stock Market Valuation and Mergers, *MIT Sloan Management Review*, s. 9-11.
- Brealey R. A. vd, (1997). *İşletme Finansının Temelleri*, Çeviren: Bozkurt Ü. vd, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

- Brigham E. F., (1999). *Finansal Yönetimin Temelleri*, (Çev: Akmut Ö., Sarıaslan H.), Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları, No:213, Cilt-2, Ankara.
- Brown S. J. Warner J. B., (1980). Measuring Security Price Performance, *Journal of Financial Economics*, 8, s. 205-258.
- Bruner, R., (2002). Does M&A Pay ? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, *Journal of Applied Finance*, 12, s. 48-68.
- Campa, J. M., Hernando, I., (2006). M&As performance in European Financial Industry, *Journal of Banking & Finance*, s. 9-41.
- Ceylan A., (2000), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Yayınları, Bursa.
- Çalıyurt K. T., (Haziran 2000). Şirket Birleşmeleri ve Havacılık Sektöründeki Uygulamaları, *Trakya Üniversitesi Dergisi Sosyal Bilimler C Serisi*, Cilt 1/Sayı 1.
- Çelik O., (1999). *Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi*, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Depamphilis, D., (2009). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 5th Edition, Elsevier Inc, U.S.A.
- Devos E. vd., (2009), How do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, s. 1179-1211.
- Dinçer Ö. (2004). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, Beta yayınları, İstanbul.
- DPT, (2000). *Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Küreselleşme Özel İhtisas Komisyon Raporu*, Rekabet Hukuku ve Politikası, Ankara.
- Ercan M. K., Ban Ü., (2005). *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi.
- Eren E. (1987). *İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim*, Bayrak Matbaacılık, İstanbul.
- Ertuğrul M., (2008). Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 3(2), s. 143-154.
- Fee C. E., Thomas S. (2003). Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74.
- Fridolfsson S. O., Stennek J., (2005). Why Mergers Reduce Profits And Raise Share Prices-A Theory of Preemptive Mergers, *Journal of the European Economic Association*, s. 1083-1104.
- Gaughan, P.A, (2002). *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*, 3rd Edition, John Wiley & Sons, Inc., NY.

- Gedikkaya T, Gürler C., (1999, Kasım). *T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Müdürlüğüne Yapılan Araştırmalar, "Birleşmeler ve Edinimler"*, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr> (09.01.12).
- Gökbel S. A., *Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Gugler K. vd., (2003). The Effects of Mergers: An International Comparison, *International Journal of Industrial Organization*, 21, s. 625–653.
- Gülmez H., (2006). *Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Normal Üstü Getiri ve Bir Türkiye Uygulaması*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı).
- Güneş İ. H., Akbıyık A. A., (2011). *Birleşmeler (II) Kurumlar Vergisi Kanunu Açısından İşletmelerde Vergisiz Birleşmeler*, <http://www.scribd.com/bmhyter/d/74596320-56-%C4%B0-HAKKI-GUNE%C5%9E-A-ARSLAN-AKBIYIK-1> (10.02.12).
- Healy P. M. vd., (1990). *Does Corporate Performance Improve After Mergers?*, Working Paper, Alfred P. Sloan School of Management, No: 3149-90.
- Higson C., Elliott J. (1998). Post-Takeover Returns: The UK Evidence, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 5, s. 27-46.
- Houston J. F. vd., (2001). Where Do Mergers Gains Come From? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, s. 285-331.
- İçke B. T., (2006). *"Firma Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Değeri Açısından Analizi ve İMKB' de Bir Uygulama"*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, SBE).
- İMKB resmi web sitesi <http://www.imkb.gov.tr/Home.aspx>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu <http://www.kap.gov.tr/yay/ek/index.aspx>
- Kaplan S. N., Weisbach M. S. (1992). The Success of Acquisitions: Evidence From Divestitures, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 1, s. 107-138.
- Keown A. J., Pinkerton J. M. (1981). Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Emprical Investigation, *Journal of Finance*, Vol. 36, s. 855-869.
- Kim, K.H., (1998). *Determinants of Successful Acquisition Management: A Process Perspective in the Lodging Industry*, Virginia Polytechnic Institute and State Uni., Blacksburg, Virginia.
- KPMG, (2010). Türkiye Şirket Birleşme ve Satın Alma Raporu.

- Kutlan S., *Birleşme ve Devir Almalarda (Mergers & Acquisitions) Controlling*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Lang L. H. P. vd., (1989). Managerial Performance, Tobin's Q and The Gains From Successful Tender Offers, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, s. 137-154.
- Loughran T., Vijh A. M., (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5, s. 1765-1790.
- Meulbroek L. K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 5, s. 1661-1699.
- Mitchell M. vd., (2004). Price Pressure around Mergers, *The Journal of Finance*, Vol 59, No 1, s. 31-63.
- Moeller S. B. vd., (2002). Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*.
- Moeller S. B. vd., (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave, *The Journal of Finance*, Vol. LX, No. 2, s. 757-782.
- Müftüoğlu T., (1999). *İşletme İktisadi*, 3. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Öztunalı A. (2008). *Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, SBE).
- Öztürk R. C., *Şirket Birleşmelerinin Sermaye Piyasaları ve Hisse Senedi Yatırımcısı Açısından İncelenmesi*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Rau P. R., Vermaelen T., (1998). Glamour, Value and The Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, s. 223-253.
- Rekabet Kurumu resmi web sitesi <http://www.rekabet.gov.tr/>
- Rosa R. S. vd., (2000). The Method of Payment Decision in Australian Takeovers: An Investigation of Causes and Effects, *Australian Journal of Management*, Vol. 25, No. 1, s.67-94.
- Sapienza P., (2002). The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 1, s. 329-367.
- Sarıca S, (Bahar 2008). ABD, AB VE Türkiye'nin Firma Birleşmelerine Yaklaşımı, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt:4, Yıl:4, Sayı:1, s. 51-82.
- Schadle M., Pernsteiner H, *Finansal Açından İşletme Birleşmeleri*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.

- Servaes H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers, *The Journal of Finance*, Vol. LXVI, No. 1, s. 409-419.
- Shaheen I. (2006). Stock Market Reaction to Acquisition Announcements using an Event Study Approach, *Department of Economics*, ECO490.
- Sermaye Piyasası Kurulu resmi web sitesi <http://www.spk.gov.tr/>
- Sevim A., *Şirket Birleşmelerinde Kurumsal Kaynak Planlaması (Enterprise Resources Planning- ERP)' nin Önemi*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Şahin İ. E., Yılmaz B., (2010). Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri, *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Cilt 1, Sayı 19, s.63-74.
- Sermaye Piyasası Kurulu, *Birleşmeye İlişkin Esaslar Tebliği*, Seri I No. 41.
- Tanyılmaz, K., *Sanayi Şirketlerinde Birleşmeler ve Satınalmalar*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Titiz İ. vd., (2007). Türkiye'de Şirket Birleşmelerine Birleşme Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yoluyla Belirlenmesi, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, C. IX, S. 1, s. 117-139.
- Tomanbay M., Gümüş T., (2004). *Genel Ekonomi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Travlos N. G., (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns, *The Journal of Finance*, Vol. XLII, No. 4, s. 943-963.
- Türko M., (2002). *Finansal Yönetim*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Türk Ticaret Kanunu, 6102 sayı, 13.01.2011 tarih, Resmi Gazete 14.02.2011, 27846.
- Uludağ B. K., Gülbudak Ö. D., (2011, Mart). Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama, *İMKB Dergisi*, 3 Aylık Finans ve Ekonomi Süreli Yayını, Yıl:12, Sayı: 47, s.19-46.
- Uzun O., (2010). *Başarılı Şirket Birleşmelerinin Performanslarının Ölçümü*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, SBE).
- Ülgen H., Mirze S. K., (2004). *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, Literatür Yayınları, İstanbul.
- Ünlü I., (2007). *Satınalma ve Birleşme Stratejilerinin Şirket Perormansı Üzerindeki Etkisi*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi, FBE).

- Üreten A., Ercan M. K., (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*, 1. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Weston J. F. vd, (2004). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, 4th Edition, Pearson/Prentice Hall.
- Weston J. F., Weaver S. C., (2001). *Mergers and Acquisitions*, McGraw Hill Executive MBA Series, McGraw – Hill Inc.
- Yanlı V., *Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Yavaşlar F. B., *Birleşen Sermaye Şirketi Ortaklarının Vergilendirilmesi*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Yıldız F., (2006). *Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi, SBE).
- Yılğör A. G., *Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Yılmaz L., *Türk ve AT Hukukunda Teşebbüslerin ve Bankaların Birleşme ve Devralınmaları*, Sümer H., Pernsteiner H. (der.), (2004), *Şirket Birleşmeleri*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Yörük N., Ban Ü., (2006, Nisan). *Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi:İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi*, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 30, s. 88-101.

EKLER

Ek-1. Örneklem Listesi

Satın Alan Şirket	Duyuru Tarihi	Tamamlanma Tarihi
Ülker Bisküvi	26.08.2011	23.09.2011
Nuh Çimento	04.08.2011	04.08.2011
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik	22.06.2011	22.06.2011
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik	30.05.2011	13.07.2011
Nuh Çimento	25.02.2011	25.02.2011
İndeks Bilgisayar Sistemleri	03.02.2011	07.02.2011
İndeks Bilgisayar Sistemleri	20.01.2011	16.05.2012
Ayen Enerji A.Ş.	14.01.2011	28.02.2011
Deva Holding	30.11.2010	31.01.2011
Brisa Bridgestone Sabancı	23.11.2010	30.12.2010
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik	02.11.2010	02.11.2010
Penguen Gıda	22.10.2010	-
Kardemir Karabük Demir Çelik	28.09.2010	27.12.2010
Metemteks Tekstil Sanayi	03.09.2010	03.09.2010
Enka Insaat	12.08.2010	21.09.2010
Kerevitaş Gıda Sanayi	30.07.2010	30.07.2010
Aselsan Elektronik Sanayi	21.06.2010	21.06.2010
Olmuksa International Paper-Sabancı Ambalaj Sanayi	28.05.2010	01.10.2010
Carrefoursa Carrefour Sabancı	14.05.2010	17.05.2010
Akenerji Elektrik Üretim	10.03.2010	20.05.2010
Migros Ticaret	17.02.2010	02.08.2010
Migros Türk Ticaret	17.02.2010	02.08.2010
Migros Ticaret	17.02.2010	02.08.2010
Tekfen Holding	04.12.2009	04.12.2009
Karsan Otomotiv Sanayi	06.10.2009	28.12.2009
Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	29.09.2009	28.01.2010
Milpa Ticari ve Sınai Ürünler	28.08.2009	28.12.2009
Petkim Petrokimya Holding	19.08.2009	19.08.2009
Çimentaş İzmir Çimento	20.07.2009	20.07.2009
Tire Kutsan Oluklu Mukavva	02.07.2009	31.07.2009
Tek-Art Turizm Zigana A.Ş.	03.06.2009	12.10.2009
Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi	04.05.2009	29.12.2009
Eczacıbaşı Yapı Gereçleri	30.04.2009	29.06.2009
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret	21.04.2009	12.05.2009
Menderes Tekstil Sanayi	09.04.2009	09.04.2009
Kent Gıda	31.03.2009	28.12.2009
Akenerji Elektrik Üretim	24.03.2009	25.03.2009
Migros Türk Ticaret	10.03.2009	14.04.2009
Arçelik	27.02.2009	06.07.2009
Aksa Akrilik Kimya Sanayii	06.02.2009	30.04.2009
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	26.01.2009	26.01.2009
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	23.01.2009	23.01.2009
Anadolu Efes Biracılık ve Malt	07.01.2009	23.10.2009
Ak-Al Tekstil Sanayii A.Ş.	06.01.2009	01.12.2009
Carrefoursa Carrefour Sabancı	30.12.2008	12.01.2009

Satın Alan Şirket	Duyuru Tarihi	Tamamlanma Tarihi
Park Elektrik Madencilik	26.12.2008	07.05.2009
Ayen Enerji A.Ş.	28.11.2008	30.12.2008
Şişecam	17.10.2008	-
Şişecam	17.10.2008	-
Şişecam	17.10.2008	-
Petrol Ofisi	08.08.2008	03.03.2009
Escort Computer Elektronik	30.07.2008	07.08.2008
Migros Türk Ticaret	29.07.2008	01.08.2008
Tekfen Holding	25.06.2008	18.09.2008
Koç Holding	02.06.2008	02.06.2008
Coca-Cola İçecek	29.05.2008	06.03.2009
Eminiş Ambalaj	27.05.2008	29.06.2009
Akenerji Elektrik Üretim	14.05.2008	14.05.2007
Ak-Al Tekstil Sanayii A.Ş.	15.04.2008	26.09.2008
Koç Holding	10.04.2008	23.07.2008
İhlas Ev Aletleri	08.04.2008	15.05.2008
İhlas Ev Aletleri	08.04.2008	15.05.2008
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	07.04.2008	01.12.2008
EIS Eczacıbaşı İlaç Sınai	27.03.2008	09.06.2008
Anel Telekomünikasyon	21.03.2008	01.05.2008
Zorlu Enerji Elektrik Üretim	06.03.2008	01.09.2008
Batiçim Batı Anadolu Çimento	19.02.2008	11.03.2008
Migros Türk Ticaret	14.02.2008	22.05.2008
Coca-Cola İçecek	31.01.2008	-
Türk Traktör Ziraat Makinaleri	10.01.2008	02.04.2008
Ülker Bisküvi	09.01.2008	10.01.2008
Ülker Bisküvi	09.01.2008	10.01.2008
Van Et Ticari Yatırımlar Gıda	16.11.2007	-
Çimsa Çimento Sanayi	05.11.2007	01.08.2008
Van Et Ticari Yatırımlar Gıda	01.11.2007	-
Metemteks Tekstil Sanayi	30.10.2007	30.10.2007
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları	01.08.2007	31.12.2007
Doğan Gazetecilik	17.07.2007	19.03.2008
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	15.05.2007	30.05.2007
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	14.05.2007	30.05.2007
Vakko Tekstil ve Hazır Giyim	17.04.2007	24.05.2007
Sabancı Holding	16.04.2007	-
Sabancı Holding	22.03.2007	30.04.2007
Adana Çimento	22.03.2007	30.04.2007
Zorlu Enerji Elektrik Üretim	12.03.2007	27.07.2007
Batiçim Batı Anadolu Çimento	06.03.2007	11.05.2007
Trakya Cam Sanayii	05.02.2007	02.08.2007
Doğan Yayın Holding	11.01.2007	11.01.2007
Akçansa	10.01.2007	03.05.2007
Tire Kutsan Oluklu Mukavva	05.01.2007	31.01.2007
Turcas Petrol	21.12.2006	19.01.2007
Turcas Petrol	21.12.2006	19.01.2007
Turcas Petrol	21.12.2006	19.01.2007

Satın Alan Şirket	Duyuru Tarihi	Tamamlanma Tarihi
Sabancı Holding	18.12.2006	-
Alarko Holding	21.11.2006	-
Türk Hava Yolları	25.09.2006	17.10.2006
Arat Tekstil Sanayi	08.09.2006	08.09.2006
Koç Holding	06.09.2006	12.12.2006
Galatasaray Sportif Sınai	04.08.2006	19.10.2010
Çimentaş İzmir Çimento	01.08.2006	22.09.2006
Doğan Şirketler Grubu Holding	12.05.2006	15.11.2007
Batıçim Batı Anadolu Çimento	01.05.2006	04.08.2006
Vestel Elektronik Sanayi	22.03.2006	03.05.2006
Turkcell İletişim Hizmetleri	22.03.2006	09.08.2006
Migros Türk Ticaret	01.02.2006	26.06.2006
Çimsa Çimento Sanayi	21.12.2005	27.12.2005
Çimentaş İzmir Çimento	10.10.2005	30.12.2005
Migros Türk Ticaret	16.08.2005	10.11.2005
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	10.08.2005	02.09.2005
Sabancı Holding	06.01.2005	-
Ülker Bisküvi	31.12.2004	31.12.2004
Ege Profil (Deceunick Plastics)	22.10.2004	22.10.2004
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	09.01.2004	06.11.2006
Vestel Elektronik Sanayi	30.12.2003	30.12.2003
Milliyet Gazetecilik	27.12.2003	27.12.2003
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	11.11.2003	12.02.2004
Bisaş Tekstil Sanayi	26.09.2003	-
Ülker Bisküvi	01.09.2003	01.09.2003
Doğan Yayın Holding	25.06.2003	25.06.2003
Marmaris Altinyunus	27.05.2003	30.06.2004
Migros Ticaret	20.02.2003	20.02.2003
Sabancı Holding	26.12.2002	31.12.2002
Doğan Şirketler Grubu Holding	20.11.2002	19.12.2002
Tüpraş-Türkiye Petrol	23.10.2002	15.11.2002
Karsu Tekstil Sanayii	19.09.2002	30.12.2002
Ayen Enerji A.Ş.	26.07.2002	20.09.2002
Yazıcılar Holding	09.01.2002	02.08.2002
Bayraklı Boya ve Vernik	27.11.2001	12.04.2002
Aselsan Elektronik Sanayi	11.10.2001	03.05.2002
Ayen Enerji A.Ş.	09.10.2001	23.10.2001
Doğan Yayın Holding	04.10.2001	08.10.2001
Enka İnfaat	20.07.2001	-
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	06.07.2001	06.07.2001
Net Holding	27.06.2001	-
Sabancı Holding	19.06.2001	19.06.2001
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	14.02.2001	16.02.2001
Koç Holding	16.01.2001	16.01.2001

Hedef Şirket	Duyuru Tarihi	Tamamlanma Tarihi
Galatasaray Sportif Sınai	23.02.2010	19.10.2010
Kristal Kola ve Meşrubat	19.01.2010	19.01.2010
Tümteks Tekstil Sanayi	04.12.2009	04.12.2009
TAV Havalimanları Holding	19.11.2009	19.11.2009
Haznedar Refrakter Sanayii	01.10.2009	04.11.2009
Lafarge Aslan Çimento	29.07.2009	30.12.2009
Viking Kağıt ve Selüloz	12.05.2009	18.05.2009
Parsan Makina Parçaları	11.05.2009	11.05.2009
Migros Türk Ticaret	27.03.2009	28.04.2009
Selçuk Gıda	24.03.2009	-
Grundig Elektronik	27.02.2009	06.07.2009
Okan Tekstil Sanayi	26.02.2009	22.10.2009
Akenerji Elektrik Üretim	06.02.2009	30.04.2009
Ceytaş Madencilik Tekstil	26.12.2008	07.05.2009
Soda Sanayii	17.10.2008	-
Anadolu Cam Sanayii	17.10.2008	-
Trakya Cam Sanayii	17.10.2008	-
Okan Tekstil Sanayi	19.08.2008	28.08.2008
Bossa Ticaret ve Sanayi	05.08.2008	22.10.2008
Kerevitaş Gıda Sanayi	24.06.2008	24.06.2008
Plastikkart Akıllı Kart	19.06.2008	19.06.2008
Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi	05.06.2008	05.06.2008
Kav Danışmanlık Pazarlama	10.04.2008	23.07.2008
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	15.02.2008	11.09.2010
Migros Türk Ticaret	14.02.2008	30.05.2008
Lafarge Aslan Çimento	28.12.2007	28.12.2007
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	28.08.2007	-
Anel Telekomünikasyon	11.07.2007	11.07.2007
AFM Uluslararası Film	20.06.2007	24.10.2007
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	01.06.2007	-
Acıbadem Sağlık Hizmetleri	01.06.2007	16.08.2007
Türk Demir Döküm	28.05.2007	05.10.2007
Migros Türk Ticaret	21.05.2007	-
TAT Konserve	17.05.2007	25.05.2007
Turkcell	30.04.2007	-
Tire Kutsan Oluklu Mukavva	20.04.2007	04.09.2007
Oysa Çimento Sanayii	22.03.2007	30.04.2007
Oysa Çimento Sanayii	22.03.2007	30.04.2007
Batıçim Batı Anadolu Çimento	23.02.2007	12.04.2007
Boyner	13.02.2007	26.07.2007
Doğan Yayın Holding	08.02.2007	-
Camiş Lojistik	05.02.2007	02.08.2007
Doğan Yayın Holding	25.12.2006	25.12.2006
Bossa Ticaret ve Sanayi	30.11.2006	-
Deva Holding	28.11.2006	27.11.2006
Turcas Petrol	06.11.2006	06.11.2006
Usaş Uçak Servisi	25.09.2006	17.10.2006

Hedef Şirket	Duyuru Tarihi	Tamamlanma Tarihi
İzocam Ticaret ve Sanayi	06.09.2006	30.11.2006
Dardanel	10.08.2006	-
Deva Holding	25.05.2006	-
Tansaş Perakende	01.02.2006	26.06.2006
Petrol Ofisi	25.01.2006	13.03.2006
Ereğli Demir ve Çelik	29.12.2005	27.02.2006
EFES Sınai Yatırım Holding	21.10.2005	11.11.2005
Tüpraş-Türkiye Petrol	13.09.2005	26.01.2006
Tansaş Perakende	16.08.2005	10.11.2005
Gıma Gıda	03.05.2005	13.07.2005
Turkcell	31.03.2005	-
Uzel Makina Sanayii	01.01.2005	01.01.2005
Tüpraş-Türkiye Petrol	30.01.2004	-
Tansaş Perakende	21.08.2003	21.08.2003
Petrol Ofisi	20.11.2002	18.11.2002
Kipa	02.08.2002	11.11.2003
Tire Kutsan Oluklu Mukavva	01.04.2002	05.08.2002
Kent Gıda	17.01.2002	30.04.2002
Kerevitaş Gıda Sanayi	22.10.2001	22.10.2001
Tüpraş-Türkiye Petrol	05.10.2001	-
Petrol Ofisi	05.10.2001	-
Penguen Gıda	16.08.2001	18.01.2002
Kartonsan Karton Sanayi	06.07.2001	06.07.2001
Olmuksa International Paper-Sabancı Ambalaj Sanayi	02.07.2001	03.12.2001
Bolu Çimento Sanayii	29.06.2001	29.06.2001
Çimentaş İzmir Çimento	11.06.2001	10.09.2001
Tuborg	10.05.2001	31.05.2001
Ege Gübre Sanayi	12.02.2001	12.03.2001
Zorlu Enerji Elektrik Üretim	23.01.2001	-

Ek-2. Şirketlerin Duyuru ve Tamamlanma Tarihleri İçin Olay Penceresini ve Bu Pencerelerdeki Değerleri Gösteren Tablolar

Tablo: 1 Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin Olay Penceresi

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	132	0,053667	2,01**	(-2,+5)	133	0,014945	1,78*
(-30,+30)	133	0,031423	1,414309	(-2,+10)	133	0,020698	2,04**
(-20,+20)	133	0,02053	1,244353	(-2,+20)	133	0,019383	1,60365
(-10,+10)	133	0,024521	1,98**	(-1,0)	133	0,011377	2,74***
(-5,+5)	133	0,01648	1,79*	(-1,+2)	133	0,011272	1,71*
(-3,+3)	133	0,013322	1,68*	(-1,+3)	133	0,008149	1,144757
(-2,+2)	133	0,016268	2,16**	(-1,+5)	133	0,009949	1,290257
(-1,+1)	133	0,015419	2,40**	(-1,+10)	133	0,015703	1,61945
(-20,-2)	133	0,006143	0,593431	(-1,+20)	133	0,014388	1,239095
(-20,-1)	133	0,010993	0,978519	(0,+1)	133	0,010569	1,72*
(-10,-2)	133	0,008818	1,101236	(0,+2)	133	0,006423	1,019295
(-10,-1)	133	0,013668	1,521991	(0,+3)	133	0,003299	0,475145
(-10,0)	133	0,020195	1,95*	(0,+5)	133	0,0051	0,68547
(-10,+1)	133	0,024237	2,13**	(0,+10)	133	0,010853	1,154492
(-10,+2)	133	0,020091	1,80*	(0,+20)	133	0,009538	0,848831
(-10,+3)	133	0,016967	1,56629	(0,+30)	133	0,026452	1,78*
(-10,+5)	133	0,018768	1,67*	(+1,+2)	133	-0,0001	-0,02199
(-10,+20)	133	0,023206	1,554275	(+1,+3)	133	-0,00323	-0,55457
(-5,-1)	133	0,011381	1,93*	(+1,+5)	133	-0,00143	-0,22017
(-5,0)	133	0,017908	2,55**	(+1,+10)	133	0,004326	0,501722
(-5,+1)	133	0,02195	2,58**	(+1,+20)	133	0,00301	0,289842
(-5,+2)	133	0,017803	2,10**	(+1,+30)	133	0,019924	1,413394
(-5,+3)	133	0,01468	1,72*	(+2,+3)	133	-0,00727	(-1,76)*
(-5,+10)	133	0,022234	2,14**	(+2,+5)	133	-0,00547	-1,09099
(-5,+20)	133	0,020918	1,65*	(+2,+10)	133	0,000284	0,035997
(-3,-1)	133	0,010023	2,11**	(+2,+20)	133	-0,00103	-0,10156
(-3,0)	133	0,01655	2,67***	(+2,+30)	133	0,015883	1,156749
(-3,+1)	133	0,020592	2,66***	(+3,+5)	133	-0,00132	-0,33322
(-3,+2)	133	0,016445	2,11**	(+3,+10)	133	0,00443	0,641681
(-3,+5)	133	0,015122	1,78*	(+3,+20)	133	0,003115	0,324607
(-3,+10)	133	0,020876	2,08**	(+3,+30)	133	0,020029	1,479961
(-3,+20)	133	0,019561	1,597484	(+5,+10)	133	0,007734	1,333901
(-2,-1)	133	0,009845	2,29**	(+5,+20)	133	0,006419	0,686718
(-2,0)	133	0,016373	2,82***	(+5,+30)	133	0,023333	1,72*
(-2,+1)	133	0,020414	2,73***	(+10,+20)	133	-0,00497	-0,67014
(-2,+3)	133	0,013145	1,70*	(+10,+30)	133	0,011947	0,997137

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo: 2 Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin Olay Penceresi

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	119	0,03487	1,211794	(-2,+5)	120	0,011433	1,614578
(-30,+30)	120	0,008001	0,365445	(-2,+10)	120	0,008382	0,907061
(-20,+20)	120	0,008388	0,514587	(-2,+20)	120	0,00884	0,704626
(-10,+10)	120	0,008255	0,70403	(-1,0)	120	0,003509	1,101658
(-5,+5)	120	0,006871	0,860242	(-1,+2)	120	0,00055	0,115062
(-3,+3)	120	-0,0013	-0,18759	(-1,+3)	120	-0,00206	-0,41978
(-2,+2)	120	0,002619	0,408976	(-1,+5)	120	0,009365	1,484497
(-1,+1)	120	0,004461	1,043745	(-1,+10)	120	0,006313	0,736014
(-20,-2)	120	0,001617	0,188927	(-1,+20)	120	0,006771	0,564805
(-20,-1)	120	0,003226	0,334393	(0,+1)	120	0,002853	0,769041
(-10,-2)	120	0,001942	0,285293	(0,+2)	120	-0,00106	-0,24903
(-10,-1)	120	0,003551	0,443526	(0,+3)	120	-0,00367	-0,80455
(-10,0)	120	0,005451	0,644735	(0,+5)	120	0,007756	1,25644
(-10,+1)	120	0,006404	0,715481	(0,+10)	120	0,004704	0,5751
(-10,+2)	120	0,002493	0,263104	(0,+20)	120	0,005162	0,443204
(-10,+3)	120	-0,00012	-0,01264	(0,+30)	120	0,0005	0,032102
(-10,+5)	120	0,011307	1,176057	(+1,+2)	120	-0,00296	-0,78966
(-10,+20)	120	0,008713	0,6059	(+1,+3)	120	-0,00557	-1,28858
(-5,-1)	120	-0,00089	-0,13225	(+1,+5)	120	0,005856	0,935735
(-5,0)	120	0,001015	0,149872	(+1,+10)	120	0,002804	0,33912
(-5,+1)	120	0,001967	0,277119	(+1,+20)	120	0,003262	0,279164
(-5,+2)	120	-0,00194	-0,2557	(+1,+30)	120	-0,0014	-0,08865
(-5,+3)	120	-0,00455	-0,60658	(+2,+3)	120	-0,00652	(-1,97)*
(-5,+10)	120	0,003819	0,374811	(+2,+5)	120	0,004903	0,894331
(-5,+20)	120	0,004277	0,322893	(+2,+10)	120	0,001852	0,226212
(-3,-1)	120	0,00237	0,425918	(+2,+20)	120	0,00231	0,195092
(-3,0)	120	0,00427	0,714687	(+2,+30)	120	-0,00235	-0,14961
(-3,+1)	120	0,005223	0,803375	(+3,+5)	120	0,008814	1,68*
(-3,+2)	120	0,001312	0,188839	(+3,+10)	120	0,005763	0,725536
(-3,+5)	120	0,010126	1,353751	(+3,+20)	120	0,006221	0,537014
(-3,+10)	120	0,007074	0,731461	(+3,+30)	120	0,001558	0,10151
(-3,+20)	120	0,007532	0,589538	(+5,+10)	120	0,0000626	0,009986
(-2,-1)	120	0,003678	0,767564	(+5,+20)	120	0,000521	0,049207
(-2,0)	120	0,005577	1,087635	(+5,+30)	120	-0,00414	-0,29065
(-2,+1)	120	0,00653	1,105243	(+10,+20)	120	0,000668	0,085666
(-2,+3)	120	0,000092	0,00146	(+10,+30)	120	-0,00399	-0,35436

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo: 3 Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin Olay Pencerelemi

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	63	0,056261	0,923432	(-2,+5)	63	0,028864	1,82*
(-30,+30)	63	0,070913	1,282013	(-2,+10)	63	0,032939	1,545298
(-20,+20)	63	0,077948	1,67*	(-2,+20)	63	0,038605	1,540851
(-10,+10)	63	0,074644	2,19**	(-1,0)	63	0,020768	2,75***
(-5,+5)	63	0,044229	2,16**	(-1,+2)	63	0,034733	2,54**
(-3,+3)	63	0,037187	2,41**	(-1,+3)	63	0,03351	2,31**
(-2,+2)	63	0,038695	2,65***	(-1,+5)	63	0,024902	1,69*
(-1,+1)	63	0,031221	2,83***	(-1,+10)	63	0,028976	1,450346
(-20,-2)	63	0,043305	1,415716	(-1,+20)	63	0,034643	1,428763
(-20,-1)	63	0,048	1,455898	(0,+1)	63	0,026526	2,36**
(-10,-2)	63	0,045668	2,42**	(0,+2)	63	0,030038	2,12**
(-10,-1)	63	0,050363	2,38**	(0,+3)	63	0,028815	1,95*
(-10,0)	63	0,066435	3,05***	(0,+5)	63	0,020207	1,396013
(-10,+1)	63	0,076889	3,36***	(0,+10)	63	0,024281	1,248018
(-10,+2)	63	0,080401	3,14***	(0,+20)	63	0,029948	1,27774
(-10,+3)	63	0,079177	3,00***	(0,+30)	63	0,031007	1,137909
(-10,+5)	63	0,070569	2,51**	(+1,+2)	63	0,013965	1,509734
(-10,+20)	63	0,08031	2,16**	(+1,+3)	63	0,012742	1,243737
(-5,-1)	63	0,024023	1,87*	(+1,+5)	63	0,004134	0,395439
(-5,0)	63	0,040095	2,74***	(+1,+10)	63	0,008208	0,501664
(-5,+1)	63	0,050549	3,04***	(+1,+20)	63	0,013875	0,632653
(-5,+2)	63	0,05406	2,76***	(+1,+30)	63	0,014934	0,56857
(-5,+3)	63	0,052837	2,64**	(+2,+3)	63	0,002288	0,338363
(-5,+10)	63	0,048304	1,83*	(+2,+5)	63	-0,00632	-0,71747
(-5,+20)	63	0,05397	1,83*	(+2,+10)	63	-0,00225	-0,14819
(-3,-1)	63	0,008373	0,80755	(+2,+20)	63	0,003421	0,159979
(-3,0)	63	0,024446	2,25**	(+2,+30)	63	0,00448	0,167524
(-3,+1)	63	0,034899	2,84***	(+3,+5)	63	-0,00983	-1,27632
(-3,+2)	63	0,038411	2,61**	(+3,+10)	63	-0,00576	-0,43664
(-3,+5)	63	0,02858	1,72*	(+3,+20)	63	-0,000090	-0,00446
(-3,+10)	63	0,032654	1,462139	(+3,+30)	63	0,000969	0,036976
(-3,+20)	63	0,03832	1,435687	(+5,+10)	63	0,003849	0,361971
(-2,-1)	63	0,008657	1,024013	(+5,+20)	63	0,009516	0,574148
(-2,0)	63	0,02473	2,52**	(+5,+30)	63	0,010575	0,458987
(-2,+1)	63	0,035184	2,94***	(+10,+20)	63	0,005537	0,3937
(-2,+3)	63	0,037472	2,45**	(+10,+30)	63	0,006596	0,327479

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Tablo: 4 Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin Olay Penceresi

	N	Anormal Getiri	t-istatistik		N	Anormal Getiri	t-istatistik
(-40,+40)	46	0,113283	1,511657	(-2,+5)	46	0,021429	1,139473
(-30,+30)	46	0,143696	1,94*	(-2,+10)	46	0,029893	1,261607
(-20,+20)	46	0,107639	1,90*	(-2,+20)	46	0,049195	1,611046
(-10,+10)	46	0,086687	2,01**	(-1,0)	46	0,008268	0,804754
(-5,+5)	46	0,047938	1,85*	(-1,+2)	46	0,024577	1,606706
(-3,+3)	46	0,038096	2,16**	(-1,+3)	46	0,025998	1,651551
(-2,+2)	46	0,026799	1,79*	(-1,+5)	46	0,019207	1,07847
(-1,+1)	46	0,017379	1,262937	(-1,+10)	46	0,027671	1,253145
(-20,-2)	46	0,060667	1,69*	(-1,+20)	46	0,046973	1,629761
(-20,-1)	46	0,064498	1,74*	(0,+1)	46	0,013548	1,278455
(-10,-2)	46	0,059016	2,40**	(0,+2)	46	0,020746	1,650376
(-10,-1)	46	0,062847	2,39**	(0,+3)	46	0,022167	1,69*
(-10,0)	46	0,067283	2,44**	(0,+5)	46	0,015376	0,992938
(-10,+1)	46	0,076395	2,45**	(0,+10)	46	0,02384	1,14278
(-10,+2)	46	0,083593	2,64**	(0,+20)	46	0,043142	1,549408
(-10,+3)	46	0,085014	2,54**	(0,+30)	46	0,06489	1,637898
(-10,+5)	46	0,078223	2,08**	(+1,+2)	46	0,01631	1,632396
(-10,+20)	46	0,105989	2,27**	(+1,+3)	46	0,017731	1,57425
(-5,-1)	46	0,032562	2,39**	(+1,+5)	46	0,010939	0,788527
(-5,0)	46	0,036998	2,23**	(+1,+10)	46	0,019403	0,933904
(-5,+1)	46	0,04611	2,35**	(+1,+20)	46	0,038705	1,384006
(-5,+2)	46	0,053308	2,51**	(+1,+30)	46	0,060454	1,508623
(-5,+3)	46	0,054729	2,43**	(+2,+3)	46	0,008619	1,011888
(-5,+10)	46	0,056402	1,81*	(+2,+5)	46	0,001828	0,170348
(-5,+20)	46	0,075704	2,09**	(+2,+10)	46	0,010292	0,573296
(-3,-1)	46	0,015739	1,648023	(+2,+20)	46	0,029594	1,099428
(-3,0)	46	0,020175	1,567756	(+2,+30)	46	0,051342	1,290723
(-3,+1)	46	0,029286	1,91*	(+3,+5)	46	-0,00537	-0,59967
(-3,+2)	46	0,036484	2,19**	(+3,+10)	46	0,003094	0,179707
(-3,+5)	46	0,031114	1,479457	(+3,+20)	46	0,022396	0,842937
(-3,+10)	46	0,039578	1,513614	(+3,+30)	46	0,044144	1,125625
(-3,+20)	46	0,05888	1,83*	(+5,+10)	46	0,006743	0,564003
(-2,-1)	46	0,006054	0,954306	(+5,+20)	46	0,026046	1,139053
(-2,0)	46	0,01049	1,020822	(+5,+30)	46	0,047794	1,353993
(-2,+1)	46	0,019601	1,442825	(+10,+20)	46	0,02	0,999309
(-2,+3)	46	0,028221	1,80*	(+10,+30)	46	0,041748	1,277256

*** %0 - %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** % 1 - %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* % 5 - %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Ek-3. (-40,40) Penceresinde Sağlanan 81 Günlük Kümülatif ve Ortalama Anormal Getirilerin Tabloları

Tablo: 1 Satın Alan Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin 81 Günlük Anormal Getiriler

Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG
-40	-0,168926	-0,001280	-13	-0,311128	-0,002357	+14	0,178324	0,001341
-39	0,644649	0,004884	-12	-0,075163	-0,000569	+15	0,307072	0,002309
-38	0,680049	0,005191	-11	0,384787	0,002915	+16	-0,414447	-0,003116
-37	0,104102	0,000801	-10	-0,410106	-0,003084	+17	-0,539212	-0,004054
-36	0,438897	0,003325	-9	0,244614	0,001867	+18	0,263472	0,001981
-35	-0,399532	-0,003004	-8	0,050110	0,000383	+19	-0,073315	-0,000551
-34	0,471705	0,003547	-7	-0,037671	-0,000283	+20	-0,366094	-0,002753
-33	0,571760	0,004299	-6	0,457285	0,003438	+21	0,006111	0,000046
-32	-0,697903	-0,005247	-5	0,047613	0,000361	+22	0,282030	0,002153
-31	-0,415692	-0,003126	-4	0,132975	0,001007	+23	0,574045	0,004349
-30	0,160157	0,001204	-3	0,023593	0,000179	+24	-0,247706	-0,001862
-29	0,538733	0,004051	-2	0,664407	0,005033	+25	-0,181208	-0,001362
-28	-0,611454	-0,004597	-1	0,645029	0,004850	+26	0,055559	0,000418
-27	-0,339487	-0,002553	0	0,868144	0,006527	+27	0,288330	0,002184
-26	-0,354991	-0,002669	+1	0,537536	0,004042	+28	0,995795	0,007544
-25	-0,180310	-0,001356	+2	-0,551473	-0,004146	+29	0,700311	0,005305
-24	0,587941	0,004421	+3	-0,415384	-0,003147	+30	-0,223695	-0,001695
-23	-0,264976	-0,001992	+4	-0,024028	-0,000182	+31	-0,057050	-0,000435
-22	0,102832	0,000779	+5	0,263450	0,001981	+32	0,031675	0,000244
-21	-0,439301	-0,003328	+6	0,591127	0,004445	+33	0,252875	0,001916
-20	0,581608	0,004373	+7	-0,280498	-0,002109	+34	0,036042	0,000273
-19	-0,239895	-0,001804	+8	0,165012	0,001241	+35	0,240642	0,001823
-18	-0,066812	-0,000502	+9	0,775319	0,005829	+36	0,512460	0,003882
-17	0,075328	0,000566	+10	-0,485756	-0,003680	+37	0,133860	0,001014
-16	-0,429603	-0,003255	+11	0,333715	0,002528	+38	-0,241126	-0,001827
-15	0,358203	0,002714	+12	0,210739	0,001585	+39	0,041860	0,000317
-14	-0,633168	-0,004797	+13	-0,075174	-0,000565	+40	0,562005	0,004258

Tablo: 2 Satın Alan Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin 81 Günlük Anormal Getiriler

Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG
-40	0,357538	0,003005	-13	-0,299223	-0,002514	+14	0,399434	0,003385
-39	0,888176	0,007401	-12	0,211166	0,001790	+15	0,612994	0,005151
-38	0,178490	0,001500	-11	0,058531	0,000492	+16	-0,118988	-0,001000
-37	0,339458	0,002877	-10	-0,032410	-0,000270	+17	-0,050065	-0,000421
-36	-0,314745	-0,002645	-9	0,435676	0,003692	+18	-0,034480	-0,000290
-35	0,064528	0,000542	-8	-0,068235	-0,000578	+19	-0,120228	-0,001010
-34	0,314561	0,002643	-7	-0,158181	-0,001318	+20	-0,245130	-0,002060
-33	0,400053	0,003334	-6	0,355496	0,002962	+21	0,105675	0,000896
-32	-0,281623	-0,002347	-5	-0,546380	-0,004553	+22	-0,292319	-0,002477
-31	0,343708	0,002864	-4	0,155741	0,001298	+23	0,010551	0,000089
-30	-0,266837	-0,002224	-3	-0,156877	-0,001307	+24	-0,325187	-0,002733
-29	0,156068	0,001301	-2	0,248245	0,002069	+25	-0,061577	-0,000517
-28	0,076344	0,000636	-1	0,193065	0,001609	+26	-0,387982	-0,003288
-27	0,244417	0,002037	0	0,227979	0,001900	+27	0,380496	0,003225
-26	-0,185397	-0,001545	+1	0,114325	0,000953	+28	0,260392	0,002188
-25	0,237972	0,002000	+2	-0,469318	-0,003911	+29	-0,215273	-0,001809
-24	0,191195	0,001607	+3	-0,313185	-0,002610	+30	-0,034253	-0,000290
-23	-0,097141	-0,000810	+4	0,997183	0,008310	+31	-0,175815	-0,001490
-22	-0,034015	-0,000283	+5	0,373697	0,003114	+32	0,325318	0,002757
-21	0,190443	0,001587	+6	0,096399	0,000803	+33	-0,359378	-0,003046
-20	0,363381	0,003028	+7	0,167001	0,001392	+34	-0,319235	-0,002705
-19	-0,038640	-0,000322	+8	-0,317643	-0,002647	+35	0,010578	0,000091
-18	0,098080	0,000817	+9	-0,337106	-0,002809	+36	-0,122519	-0,001056
-17	0,676935	0,005689	+10	0,025170	0,000212	+37	0,128731	0,001129
-16	-0,489335	-0,004147	+11	0,263640	0,002215	+38	0,071413	0,000632
-15	0,013033	0,000110	+12	-0,015992	-0,000134	+39	0,444686	0,004006
-14	-0,632930	-0,005274	+13	-0,636236	-0,005392	+40	0,883504	0,008181

Tablo: 3 Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri İçin 81 Günlük Anormal Getiriler

Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG
-40	0,235790	0,004449	-13	-0,238357	-0,003907	+14	-0,141350	-0,002280
-39	0,044543	0,000718	-12	0,125242	0,002087	+15	0,146811	0,002407
-38	0,238304	0,003844	-11	0,811554	0,013526	+16	-0,068293	-0,001120
-37	-0,135935	-0,002158	-10	0,122771	0,001980	+17	0,227024	0,003662
-36	0,505290	0,008020	-9	0,622968	0,010213	+18	0,041489	0,000669
-35	-0,552983	-0,008778	-8	0,000097	0,000002	+19	-0,170118	-0,002744
-34	0,144075	0,002287	-7	0,385822	0,006430	+20	-0,032695	-0,000527
-33	-0,074127	-0,001177	-6	0,527773	0,008652	+21	-0,087103	-0,001405
-32	0,002001	0,000032	-5	0,406154	0,006551	+22	0,039678	0,000640
-31	0,112517	0,001815	-4	0,579780	0,009351	+23	0,573617	0,009404
-30	0,312241	0,004956	-3	-0,017926	-0,000289	+24	-0,017464	-0,000286
-29	0,208938	0,003316	-2	0,249622	0,004092	+25	-0,111131	-0,001822
-28	0,185014	0,002937	-1	0,295795	0,004690	+26	-0,435206	-0,007135
-27	-0,462280	-0,007338	0	1,012582	0,016073	+27	0,049810	0,000803
-26	-0,433366	-0,006879	+1	0,658574	0,010454	+28	-0,000244	-0,000004
-25	-0,028210	-0,000455	+2	0,221227	0,003627	+29	0,094601	0,001551
-24	0,241707	0,003898	+3	-0,077069	-0,001243	+30	-0,039839	-0,000653
-23	-0,166495	-0,002643	+4	-0,528098	-0,008518	+31	-0,035559	-0,000574
-22	-0,180940	-0,002872	+5	-0,014197	-0,000229	+32	0,032286	0,000521
-21	-0,186502	-0,002960	+6	0,313727	0,005143	+33	-0,125225	-0,002053
-20	-0,075686	-0,001201	+7	-0,229521	-0,003890	+34	0,158984	0,002606
-19	-0,262347	-0,004164	+8	-0,055264	-0,000921	+35	-0,267060	-0,004378
-18	0,251300	0,003989	+9	0,235909	0,003805	+36	-0,223726	-0,003668
-17	-0,190186	-0,003019	+10	-0,008162	-0,000134	+37	-0,067121	-0,001119
-16	0,169555	0,002735	+11	0,026437	0,000433	+38	-0,326844	-0,005447
-15	-0,874678	-0,014108	+12	0,090388	0,001458	+39	-0,173738	-0,002945
-14	0,134756	0,002173	+13	0,237297	0,003827	+40	-0,414580	-0,007403

Tablo: 4 Hedef Şirketlerin Tamamlanma Tarihleri İçin 81 Günlük Anormal Getiriler

Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG	Gün	KAG	Ort. AG
-40	-0,027238	-0,000619	-13	-0,161543	-0,003512	+14	0,133370	0,003031
-39	-0,059675	-0,001326	-12	0,310800	0,007064	+15	0,069521	0,001580
-38	0,217307	0,004724	-11	0,221007	0,005023	+16	0,009323	0,000203
-37	-0,311339	-0,006768	-10	0,148222	0,003294	+17	0,197631	0,004296
-36	0,392943	0,008542	-9	0,388630	0,008833	+18	0,268371	0,005834
-35	-0,096943	-0,002107	-8	0,414256	0,009206	+19	-0,050368	-0,001095
-34	0,210409	0,004574	-7	0,094800	0,002107	+20	-0,058474	-0,001299
-33	-0,261301	-0,005680	-6	0,347202	0,007716	+21	0,226612	0,005150
-32	-0,222119	-0,004829	-5	0,643779	0,013995	+22	0,049191	0,001093
-31	-0,483243	-0,010505	-4	0,130098	0,002828	+23	-0,225087	-0,005002
-30	0,290834	0,006322	-3	0,445512	0,009685	+24	-0,078804	-0,001751
-29	0,009165	0,000199	-2	0,102226	0,002222	+25	0,263606	0,005858
-28	-0,198527	-0,004316	-1	0,176237	0,003831	+26	0,342562	0,007447
-27	0,216818	0,004713	0	0,204070	0,004436	+27	0,082641	0,001836
-26	0,309412	0,006726	+1	0,419121	0,009111	+28	0,206400	0,004587
-25	-0,055169	-0,001199	+2	0,331119	0,007358	+29	0,137973	0,002999
-24	-0,008602	-0,000187	+3	0,065372	0,001453	+30	-0,004665	-0,000101
-23	-0,197662	-0,004297	+4	-0,233261	-0,005184	+31	0,058582	0,001274
-22	-0,114035	-0,002479	+5	-0,079145	-0,001759	+32	-0,028308	-0,000629
-21	0,405921	0,008824	+6	0,130073	0,003025	+33	-0,011323	-0,000257
-20	-0,234668	-0,005101	+7	-0,266563	-0,006058	+34	0,024610	0,000559
-19	-0,213872	-0,004649	+8	0,476702	0,010593	+35	0,105343	0,002450
-18	0,254465	0,005532	+9	0,017029	0,000387	+36	-0,006313	-0,000147
-17	0,001697	0,000037	+10	0,032105	0,000730	+37	-0,389975	-0,009069
-16	-0,013690	-0,000298	+11	0,054233	0,001179	+38	-0,384577	-0,008944
-15	0,181018	0,003935	+12	0,415164	0,009025	+39	-0,103100	-0,002398
-14	-0,269275	-0,005854	+13	-0,150876	-0,003280	+40	-0,022727	-0,000529

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad: Ayşe GENÇ

Doğum Tarihi: 23.03.1984

Adres: Yunusemre Mah. Barbaros Cd. Anakent Sit. B/1 Blok Kat:4 DENİZLİ

EĞİTİM BİLGİLERİ

2009 - Halen Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme
ABD Muhasebe&Finansman Tezli Y.Lisans Programı

2004 - 2008 Pamukkale Üniversitesi, İşletme Bölümü