

BİRLEŞME VE DEVRALMA İŞLEMLERİNİN YARATTIĞI PAYDAŞ DEĞERİ ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR UYGULAMA*

Arş. Gör. Dr. Ozan GÖNÜLLÜ
Kocaeli Üniversitesi, İİBF, (ozangonullu@kocaeli.edu.tr)

ÖZET

Bu çalışmada, duyuru öncesi ve sonrasındaki kümülatif anormal getiri değişimleri üzerinde etkili olan faktörler, hedef ve devralan şirketler için ayrı ayrı araştırılmıştır. Çalışmaya, 2005-2015 yılları arasında gerçekleştirilmiş birleşmelerin taraflarından en az birinin Borsa İstanbul'da işlem gördüğü 163 birleşme ve devralma olayı dâhil edilmiştir. İşlemin kamuya duyurulması ile yaratılan kümülatif anormal getirileri birleşmenin özellikleri ve şirkete özgü değişkenlerle açıklayan modeller tahmin edilmiştir. Yapılan analizin sonuçlarına göre; şirketlerin kümülatif anormal getirileri üzerinde; sektör, Tobin'in Q Oranı, şirket sektör, birleşme çeşidi, özsermaye karlılığı, kaldıraç oranı ve nakit akışları gibi değişkenlerin etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Şirket Birleşmeleri ve Devralmalar, Paydaş Değeri, Kümülatif Anormal Getiri.

THE FACTORS AFFECTING THE STOCKHOLDER VALUES OF MERGERS AND ACQUISITIONS: A STUDY ON BORSA ISTANBUL

ABSTRACT

In this study, the factors affecting the cumulative abnormal return changes before and after the announcement were examined separately for the target and the takeover companies. 163 mergers and acquisitions in which at least one of the contractors of the merger between 2005 and 2015 was traded in the Borsa Istanbul was included in this study. Models describing the cumulative abnormal returns created by the announcement of the merger to the public, the characteristics of the merger and the variables specific to the company were estimated. According to the results of the analysis; it was concluded that variables such as Tobin's Q Ratio, sector, type of merger, return on equity, leverage ratio and cash flows have an effect on companies' cumulative abnormal returns.

Keywords: Merger and Acquisitions, Stockholder Value, Cumulative Abnormal Return.

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

1. Giriş

Birleşme ve devralmalar, ancak doğru şartlarda gerçekleştirildiğinde paydaşların servetini olumlu yönde etkilemektedir. Zaman zaman yöneticiler, rasyonel olmayan sebeplerle de birleşme ve devralma kararları alabilmektedirler. Bu sebepler, yöneticilerin, büyüme oranını bir prestij simgesi olarak görmesi ya da yaratılan serbest nakit üzerindeki kontrollerini yitirmemek için kâr payı dağıtmak istememeleri gibi çeşitlendirilebilir. Paydaşlar ile yöneticiler arasındaki bu çıkar çatışması, temsil maliyetlerini beraberinde getirmekte; söz konusu maliyetler, şirketin değer yaratma amacı ile ters düşmektedir.

Maliyetleri düşürmek, tedarik sürecini garanti altına almak ya da ürettiği ürüne kesin bir pazar oluşturmak isteyen şirketler, dikey birleşme ve devralma kararları ile bu amaçlarına ulaşabilmektedirler. Mamul/yarı mamul üreten tedarikçisi veya perakende müşterisi ile birleşen şirketler, dikey yayılmacı politikalar ile değer yaratma amacını gerçekleştirebilmektedirler.

Bu araştırmanın amacı, birleşme ve devralma duyurularının, paydaş değeri üzerinde yarattığı değişimi etkileyen faktörlerin belirlenmesidir. Paydaş değerinin maksimizasyonu, finansal yönetimin temel amaçlarından biridir. Şirketlerin aldığı kararların, paydaşların serveti üzerinde yaratacağı etkilerin, bu etkilerin yönünün ve şiddetinin hangi faktörler tarafından belirlendiğinin bilinmesi, bu amacı gerçekleştirmek isteyen yöneticiler için önem taşımaktadır. Bu çalışmada şirket birleşmeleri ve devralmaları ile ilgili kuramsal bilgiler sunulduktan sonra birleşme ve devralma işlemlerinin kamuya açıklanması ile paydaş değeri üzerinde ortaya çıkan değişimlerin hangi faktörden etkilendiğinin araştırıldığı ampirik analize yer verilmiştir.

2. Şirket Birleşmeleri

Şirket birleşmeleri genel olarak üç grupta incelenmektedir. Söz konusu sınıflandırma Dikey (Vertical) Birleşmeler, Yatay (Horizontal) Birleşmeler ve Karma (Conglomerate) Birleşmeler şeklindedir (Green, 1990: 19).

2.1. Dikey Birleşmeler

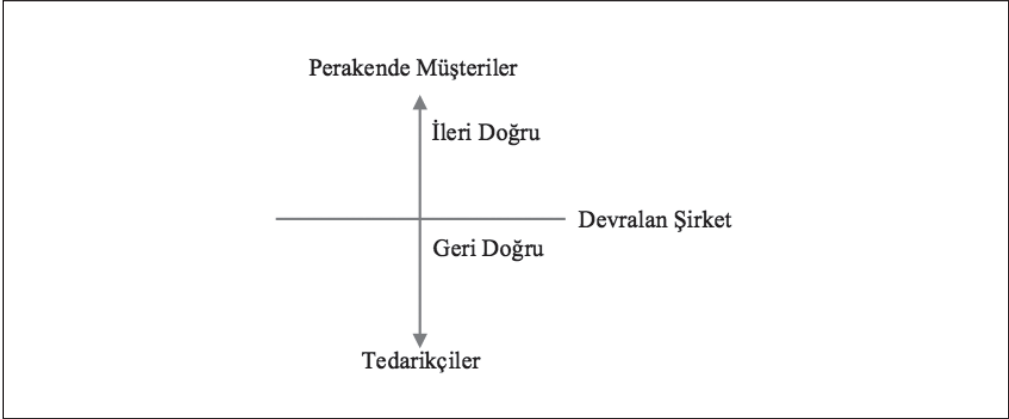
Dikey birleşmeler, üretim sürecinin farklı aşamalarındaki şirketlerin birleşmesi şeklinde tanımlanabilir. Alıcı şirketin hammadde kaynağına doğru geri ya da mamul yönüne doğru ileri genişlemesi şeklinde gerçekleşen birleşmelerdir. Dikey birleşme örneği olarak Tele Atlas'ın, 2008'de dünyanın en büyük araç navigasyon cihazları üreticisi TomTom tarafından devralınması gösterilebilir. TomTom, birleşmeden sonra, gerçek zamanlı uydu-navigasyon güncellemeleri sağlayabilmek için Tele Atlas'ın dijital harita verilerini kullanmaktadır (Brealey vd., 2011: 792).

Şirketlerin, gereksinim duyduğu hammaddeyi veya ara mamulü satan şirketlerle birleşmesi geriye doğru dikey birleşme, ürettiği mal ve hizmetleri pazarlayan şirketlerle birleşmesi ise ileriye doğru dikey birleşme şeklinde tanımlanmaktadır (Büker vd., 1997: 499). Dikey birleşmelerde, üretim bantlarının birbirini takip etmesi ve teknolojik açıdan birbirini tamamlaması durumunda; maliyet azaltan bir strateji ortaya çıkmaktadır (Williamson, 1990: 3).

En basit biçiminde dikey birleşme ve devralma, üreticilerin, tedarikçileriyle veya müşterileriyle birleşmesi sürecidir. Ana üretim şirketleri, bir dizi farklı tedarikçiden mal ve

hammadde tedarik etmektedir. Dikey birleşme, temelde tedarikçilerle ilişkili riski azaltmak için yapılan bir girişimdir. Dikey birleşmenin gerçekleşme yönleri aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Roberts vd., 2016: I/8).

Şekil 1: Dikey Birleşmenin Gerçekleşme Yönleri



Geriye doğru birleşmelerde, girdi olarak kullanılan mamulü üreten şirketler devralındığında, sağlanan faydalardan ilki, girdilerin edinim zamanında istenmeyen gecikmelerin olmaması ve girdinin, istenilen kalitede ve istenilen miktarda elde edilmesinin kontrol altına alınmasıdır. İkincisi ise, şirketin birleşme öncesi hammadde pazarından yüksek maliyetlerle tedarik ettiği girdilerin kendi bünyesinde daha düşük maliyetle üretilebilmesidir. Böylelikle, hem şirketler açısından hem de tüketiciler açısından bir takım ek tasarruflar sağlanmış olur.

İleriye doğru dikey birleşmelerde ise, şirketler pazarlama ve dağıtım fonksiyonunda sinerji etkisinden yararlanır. Bu şekilde ürettikleri mal ve hizmetlerin pazarlanmasında birtakım avantajlar elde ederler (Çelik, 1999: 21). Dikey birleşme ve devralmaların birçok avantajı vardır. Söz konusu avantajlar şu şekilde sıralanabilir (Roberts vd., 2016: I/9):

- Ortak Süreçler
- Riskin Azaltılması
- Yapılandırma Yönetimi
- Kalite Yönetimi
- Müzakerelerin Azalması
- Bilgi ve Fikri Mülkiyetin Korunması

2.2. Yatay Birleşmeler

Yatay birleşme, aynı sektörde yer alan şirketlerin birleşmesi şeklinde tanımlanabilir. Bu tip birleşmeler, şirketin pazar payını artırması ve sinerji değeri yaratabilmesi açısından önem

taşımaktadır. Yatay büyümenin sağladığı en önemli fayda, pazar payının artması sonucu gelirler artarken, faaliyet giderlerinin düşmesi şeklinde tanımlanabilir (Sudarsanam, 2003: 127).

Şirket birleşmeleri dalgalar halinde meydana gelmektedir. Birçok birleşme dalgası çoğunlukla yatay birleşmelerden oluşmaktadır. Birleşme aktiviteleri, ekonomik genişleme dönemlerinde artış göstermekte ve pay senedi fiyatları üzerinde de etkisini hissettirmektedir. Yatay birleşme, teknolojik değişimle başa çıkabilmek için en sık başvurulan yöntemlerden biridir. Özellikle 20. yüzyılın sonlarına doğru serbestleşen sektörlerde (bankacılık ve telekomünikasyon gibi) yatay birleşmeler artış göstermiştir (Brealey vd., 2011: 817). Yatay birleşmeler; şirketlere, buldukları pazardaki rekabet avantajını ele geçirme şansının yanı sıra ölçek ekonomilerinden de yararlanma fırsatını yaratmaktadır. Birleşme aynı sektördeki şirketler arasında gerçekleşiyor ise pazar payı artışının normal sonucu olarak rekabet gücü ve etkinlik de artmakta, hatta şirketler bu yatay birleşmelerle piyasa fiyatlarını tek başlarına etkileyebilecek pozisyonları elde edebilmektedirler. Bu sebeple rekabet kurulları özellikle yatay birleşmeleri mercek altına almakta ve söz konusu pozisyon oluşmuyorsa, işleme izin vermektedirler (Martin, 1994: 260-270). Yatay birleşmenin gerçekleşmesi, piyasada en az bir şirketin eksilmesine sebep olmaktadır. Ayrıca birleşme sonucunda ortaya çıkan şirket, birleşmeyi gerçekleştiren şirketlere kıyasla piyasada daha büyük bir paya sahip olmaktadır (Sarica, 2012: 102).

Yatay birleşmelerin, şirkete sağlayacağı fayda ve pazarda yaratabileceği aksaklıklar şu şekilde özetlenebilir (Aydin, 1990: 7):

- Rakip şirketlerin birbirleri ile birleşmesi ile oluşan rekabetin azaltılması veya ortadan kaldırılması ile normal üstü kâr edilmesi,
- Üretim süreçlerinde yaşanacak uzmanlaşma ile mamulün maliyetinin önemli oranlarda azaltılması,
- Rekabetin azaltılması ile reklam giderlerinde yaşanacak azalmaya ek olarak, birleşilen ya da devralınan şirketin coğrafi avantajı varsa dağıtım giderlerinde oluşacak muhtemel düşüşler,
- Devralınan şirketten sağlanabilecek teknoloji transferleri ile pazarlama ve üretim faaliyetlerinde etkinlik sağlanması ile kaynak kullanımında da etkinlik sağlanacaktır.

Yatay birleşmelerin pazarda yaratabileceği aksaklıklar ise şu şekildedir (Baik, 1995: 245-256):

- Eksik rekabetin yarattığı piyasanın hareketsizliği ve şeffaflık durumunun bozulması ile tekel, kartel, tröst gibi yapılar ortaya çıkabilir. Bu nedenle bu tür birleşmeler, devlet otoriteleri tarafından izlenir ve rekabeti korumaya yönelik önlemler alınır (Sarıkamış, 2003: 43).
- Birleşme sonrası fiyatlarda azalmalar da görülebilir. Yatay birleşme sonucunda, rekabetin azalması ile birlikte şirketin sürekli tekeli kârı elde edeceği söylenemez. Yatay birleşme sonucu rekabetin azaltılması, pazardaki şirketlerin fiyat rekabeti dahil yeni rekabet alanlarına girmelerine neden olabilir.
- Söz konusu rekabet sorunu sebebi ile şirket dışındakiler (outsiders) zarar görebilir. Şirket dışındakilerin çıkarları rekabet kurulları tarafından kollanmaktadır (Çelik, 1999: 20-21).

Yatay birleşme sonrası, pazarda kazanılan rekabet avantajı, şirket için olumlu bir durumken, sektördeki diğer şirketler ve ekonominin kalanı için olumsuz bir durum oluşturmaktadır (Cummins & Weiss, 2004: 2-20).

2.3. Karma Birleşmeler

Ana faaliyet alanları arasında doğrudan ilişki bulunmayan şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve devralmalara karma (conglomerate/unrelated) birleşmeler adı verilmektedir. Söz konusu birleşmeler, literatürde aykırı ya da ilişkisiz birleşmeler olarak da adlandırılabilir (İçke, 2007: 17).

Uygulama amacı ile “ekonomik çeşitlendirme” olarak da tanımlanabilen karma birleşmeler, günümüzde, farklı sektör ve faaliyet alanlarına kısa sürede girişin en çok tercih edilen yollarından biridir. Faaliyet riskini düşürmek için yapılan sektörel çeşitlendirme, genellikle sabit teknoloji, farklı endüstrilerdeki üretim şirketleri arasında gerçekleştirilmektedir. Kıta Avrupası ve Amerika Birleşik Devletleri’nde sık tercih edilen bir birleşme çeşidi olan karma birleşmeler temelde üç gruba ayrılmaktadır (Çelik, 1999: 22):

- **Ürün Genişletme (Product Extension)**

Bu tür karma birleşme ve devralmalarda, taraf şirketlerin, üretim, pazarlama ve dağıtım süreçleri birbirine paraleldir; ancak, şirketlerin arasında ürettikleri mamuller bakımından doğrudan bir rekabet yoktur.

- **Pazar Genişletme (Market Extension)**

Aykırı birleşmelerin bu çeşidinde ise, şirketlerin ürettiği ürünler aynı ya da çok benzerken, dağıtım kanalları ile pazarladıkları coğrafyalar birbirinden farklıdır. Başka bir deyişle ürünleri aynı, ancak pazarları farklı şirketlerin birleşerek farklı pazarlara yayılmalarını sağlayan karma birleşme çeşidine “Pazar Genişletme” adı verilmektedir. Bu şekilde yapılan uluslararası birleşme ve devralmalarda, şirket, ülke risklerine karşı daha bağımsız hale gelmektedir.

- **Saf Karma (Pure Conglomerate) Birleşmeler**

Birleşme ve devralmaya taraf olan şirketlerin üretim, dağıtım ve pazarlama fonksiyonları arasında hiçbir paralellik olmaması durumunda gerçekleştirilen birleşme ve devralmalardır. Birçok araştırmada, dikey ve yatay birleşmelerin aykırı birleşmelere göre daha başarılı sonuçlar verdiği sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle saf karma birleşmeler, şirket ve paydaş değeri üzerinde yarattığı negatif etki ile öne çıkmaktadır.

Bu tarz birleşmelerin iki ana özelliği bulunmaktadır. Bunlardan ilki uzmanlık gerektiren, araştırma geliştirme, pazarlama, üretim gibi alanlarda kontrol sağlanmak istenmesi; diğeri ise, satış ve gelirlerdeki dalgalanmaların yarattığı risklerin çeşitlendirme yoluyla azaltılmasıdır (Weston vd., 1990: 85).

3. Şirket Birleşmeleri ve Devralmalarının Paydaş Değeri Üzerindeki Etkileri İle İlgili Literatür

Hogarty'nin (1970) çalışmasını takiben, birçok çalışma, birleşme ve devralmaların (M&A) pay senedi fiyatları üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Jensen (1987), birleşme ve devralma işlemlerinin pay sahiplerine büyük kazançlar sağladığını ortaya koymuş; 1977-86 döneminde, hedef şirket paydaşlarına, birleşme ve devralma faaliyetlerinden sağlanan kazançların 346 milyar doları aştığını belirtmiştir. Devralan şirketlerin elde ettikleri kazançları tahmin etmek ise oldukça zordur.

Cummins & Weiss (2004), Avrupa sigorta piyasasında gerçekleştirilen birleşme ve devralmaların, paydaş değeri üzerine etkilerini araştırmışlardır. Hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirileri kullanarak, duyuru günü ve çevresindeki günlerden oluşan olay penceresinde hedef ve devralan şirket paydaşlarının anlamlı bir anormal getiri elde edip edemediklerini araştırmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre devralan şirket paydaşları küçük negatif anormal getiriler elde ederken, hedef şirket paydaşları %12 ile %15 arasında değişen pozitif kümülatif ortalama anormal getiri elde etmişlerdir. İşlemin yerel ya da uluslararası olması değişkeninin de incelendiği çalışmada, devralan şirketler için uluslararası işlemler önemli bir fark yaratmazken, yerel işlemler %2 civarında bir paydaş değeri kaybına yol açmaktadır. Hedef şirketler için hem uluslararası hem de yerel işlemlerde önemli paydaş değerleri yaratılmaktadır.

Dodd & Ruback (1977), pay senedi piyasasının devralma tekliflerine verdiği tepkiyi ölçmüşlerdir. Hem başarı ile sonuçlanan hem de tamamlanamayan tekliflerin paydaş getirisi üzerindeki etkisi araştırılmış ve hedef şirketlerin pay sahiplerinin teklifin başarılı ile sonuçlanmasından bağımsız olarak, büyük oranlarda pozitif anormal getiri elde ettikleri sonucu ortaya koymuşlardır. Devralan şirketlerin paydaşlarının ise ancak, birleşme teklifinin başarı ile sonuçlandığı olaylarda anormal getiri elde edebildikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Fatemi vd., (2016), Japonya'da Ocak 2000 ile Aralık 2014 tarihleri arasında gerçekleşen birleşme ve devralma olaylarını ele almış; işlemlerin, hedef ve devralan şirketlerin paydaşları üzerindeki kısa dönemli servet etkisini araştırmışlardır. Birleşme devralma olaylarının, devralan şirketlerin paydaşlarının serveti üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, sonuç bölümünde, hedef şirket paydaşlarının serveti üzerinde anlamlı değişikliklerin olduğu ortaya koyulmuştur. Uzun dönemli analizlerde, özellikle 6 aylık periyotların üzerindeki olay penceresinde, devralan şirket paydaşlarının da anormal getiri elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Paydaşların getirileri üzerindeki ayrımın, olay penceresinin uzunluğu ile yakından alakalı olduğu açıklanmıştır.

Asquith & Kim (1982), birleşme tekliflerinin, birleşmeye taraf olan şirketlere borç verenlerin ve şirketlerin paydaşlarının serveti üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmada, aylık ve günlük, tahvil ve pay senedi getirileri, birleşme teklifinin duyurulma tarihine göre hesaplanmaktadır. Analiz sonucunda, hedef şirketlerin paydaşlarının birleşme teklifinden faydalanmalarına rağmen diğer menkul kıymet sahiplerinin (borç verenlerin) servetlerinde herhangi bir değişim olmadığı ortaya koyulmuştur. Çeşitlendirme ve teşvik etkilerinin varlığı hakkında doğrudan kanıt sağlamak için, borçlanma senetlerinin getirileri ile birleşmekte olan şirketlerin paydaşlarının getirileri arasındaki korelasyon sonuçlarına bakılması gerektiğini savunmuşlardır.

Giannopoulos vd., (2017), İngiltere’de, 2002-2006 döneminde kamuya açıklanan devralma duyurularının, devralan şirket paydaşların servetine olan etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, devralma duyurularının, ilk defa birleşme ve devralma faaliyetinde bulunan şirketlerin paydaşlarının servetine olan etkisinin; daha önce birleşme işlemi gerçekleştirmiş şirketlerin paydaşlarının servetine olan etkisine göre farklı olup olmadığı araştırılmaktadır. Elde edilen bulgular, ilan döneminde devralan şirketin pay sahiplerinin, anormal getiriler elde ettiklerini göstermektedir. Ayrıca, ödeme metodu (nakit ya da pay senedi), hedef şirketin hukuki niteliği (kamu ya da özel), hedefin yeri (yerli ya da sınır ötesi) ve endüstri ilişkisi gibi fırsat özellikleri test edilirken, ilk defa işlem yapan şirketlerin birleşme sonrası performanslarının daha yüksek olduğu ortaya koyulmuştur. Devralma anlaşması duyurusuna bağlı olarak ardışık devralmalarda, pay senedi performansı düşüş göstermektedir. İngiltere’de, özel şirketlerin devralınması, önemli anormal getiriler sağlarken, kamu sektöründeki devralmalar, devralan şirketlerin değerini düşürmektedir. Çalışma sonuçlarına göre, araştırılan kısa vadeli pencereler için; nakit ve pay senedi ile ödeme, yerel ve uluslararası olma, ilişkili ve ilişkisiz devralma değişkenlerinin etkisi sınırlıdır.

Diaw (2014), birleşme ve devralmalara ilişkin duyuruların banka paydaşlarının servetine olan etkisini araştırdığı çalışmada; 1997-2008 döneminde birleşme ve devralmaya taraf olan 97 Avrupa bankasından oluşan bir örnekleme dayanarak, Avrupa bankacılık birleşmeleri ve devralmalarının değer yaratıcı özelliklere sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır. Birleşmenin taraflarından en az birinin hedef ya da devralan banka olduğu olaylar ayrı ayrı ve beraber inceledikten sonra, yapılan işlemin bir değer yarattığını, ancak yaratılan değerın tamamının hedef bankaların paydaşlarına transfer olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analiz ufkunun sonunda, hedef banka paydaşlarının kümülatif ortalama anormal getirileri %9,07, devralan bankaların paydaşlarının anormal getirileri ise -0,94% olarak hesaplanmıştır. Tüm bankaların dahil olduğu analizde ise, duyuru tarihinin etrafındaki 20 gün içinde %1,98’lik kümülatif anormal getiri ile birleşmeler ve devralmaların paydaşlar için değer yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Selçuk (2015), Türkiye’de kamuya açıklanan birleşmelerin ve devralmaların paydaşların varlıkları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. 2000-2004 yılları arasında kamuya açıklanan 67 adet anlaşmayı içeren bir veri kümesi kullanarak, analize dahil edilen Türk şirketlerinin, duyuru sonrası pay senedi fiyat performansı incelenmiştir. Pay senedi fiyat tepkisi, duyuru günü etrafındaki 21 gün boyunca, standart olay çalışması metodolojisi ile analiz edilmiştir. Sonuçlar, birleşme ve devralma faaliyetlerinde yer alan Türk şirketlerinin paydaşlarının, analiz edilen olay penceresine bağlı olarak %5,25’ten %8,53’e kadar değişen pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getiri oranlarına sahip olduklarını göstermektedir. Bu bulgu, birleşme ve devralmanın getirilerinin çoğunun hedef şirketlerce sağlandığı ve devralan şirketlerin, hedef şirketlerdeki kontrol hakkını edinmek için bir prim ödemediklerini gösteren önceki çalışmalarla tutarlıdır.

Kashiramka & Rao (2013), çalışmalarında, 1999’dan 2009’a kadar, Hint Bilgi Teknolojisi ve Bilgi Teknolojileri Tabanlı Hizmetler (IT & ITeS) sektörlerinde farklı olay pencerelerinde birleşme ve devralma duyurularının paydaşların servetine etkisini analiz etmiş ve söz konusu iki sektörü karşılaştırmışlardır. Söz konusu dönemde ilan edilen yurtiçi (Hindistan) birleşme ve devralmalarda hem devralan hem de hedef şirketler için anormal getirilerin tahmininde standart olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Getiriler, Hint

sermaye piyasalarının yarı güçlü formda etkin olduğu varsayılarak yapılan parametrik testler kullanılarak analiz edilmiş ve karşılaştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, devralan şirketler, tüm olay pencereleri için kayda değer kayıplar yaşamıştır. Kayıplar, en yüksek seviyesine olay duyurusu öncesi ve sonrasındaki iki ayı kapsayan olay penceresinde (-%27,71) ulaşmıştır, 35 günlük olay penceresinde, -%18,13'e düşen zararlar, duyuru tarihinde -%2,38 seviyesinde gözlemlenmiştir. Hedef şirketlerin ise, duyuru tarihinin etrafındaki iki aylık olay penceresinde değer kaybı yaşadıkları, ancak on beş günlük olay penceresinde kayda değer bir kazanç veya kayıpla karşılaşmadıkları belirlenmiştir.

Rani vd., (2015), pazarın, devralma duyurularına devralma günlerinden önce tepki vermeye başladığını tespit etmişlerdir. Analiz, Bombay Borsası (BSE)'nda işlem gören şirketlerin taraf olduğu ve 1 Ocak 2003 - 31 Aralık 2008 tarihleri arasında gerçekleşen birleşme ve devralmaları kapsamaktadır. Bu dönemde 5,504 adet birleşme ve devralma işlemi gerçekleşmiştir. Çalışmada, birleşme ile ilgili bilgilerin kamuya duyurulması ile beraber yatırımcıların tepki vermeye başladığı; pay senedi fiyatının yükseldiği ve yatırımcılara olumlu anormal getiriler sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte, duyuru sonrası, devralan şirketin piyasa fiyatında güçlü bir düzeltme gerçekleşmekte, ancak olumlu anormal getiriler devam etmemektedir. Çalışmanın ulaştığı diğer bulgular ise bir yatırımcının, devralan şirketin pay senetlerinin ilan gününden iki gün önce satın alması ve duyuru gününden iki gün sonra satması durumunda da önemli getiriler elde edebileceği, uluslararası işlemlerin daha fazla normal üstü getiri sağladığı, hedef şirketin tamamını devralmaya yönelik yapılan duyuruların, kısmi / çoğunluk kontrol edinimi için elde edilenlerden çok yüksek kazançlar sağladığı şeklinde özetlenebilir. Duyuru öncesi, pozitif anormal getirilerin trendi duyuru gününden yedi gün önce başlamakta ve 14 gün için pozitif devam etmektedirler. Getiriler, söz konusu pencere boyunca yalnızca altı gün boyunca negatif olmaktadır.

Cortés vd., (2015), havayolları şirketlerinin, şirketin kontrolünde değişiklik yaratan ortaklık yapısı değişimlerine yol açan devralma duyurularının, paydaşların şirketten sağladıkları faydalara etkisini analiz etmektedirler. Analizde, GARCH ve En Küçük Kareler modelleri ile yapılan analizlerin de dahil olduğu olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Sonuçlarda, hedef şirketlerin, birleşme ve devralmanın ilanından sonra istatistiksel olarak anlamlı olan anormal getiriler elde ettiğine dair kanıtlar sunulmaktadır. Devralan şirketlerin değeri üzerindeki etki ise açıklanabilir düzeyde bulunmamıştır. Hedef şirket paydaşlarının, GARCH metodolojisi ile %1 anlamlılık düzeyinde, en küçük kareler yöntemi sonuçlarına paralel bir şekilde %2,1 ile %8,5 arasında pozitif anlamlı getiri sağladıkları sonuçlarına ulaşılmıştır. Birleşme ve devralma duyurularının, devralan şirketin paydaşlarının sağladıkları faydalar üzerinde etkisi anlamlı bulunmamıştır.

Dilshad (2013), olay çalışması metodolojisi kullanarak, birleşme ve devralma duyurularından hareketle pazarın verimliliğini test ettiği çalışmasında, özellikle banka birleşmelerinin Avrupa'daki pay senetleri fiyatları üzerindeki etkileri üzerinde durmuştur. Hedef ve devralan şirket paydaşlarının getirilerini araştırmak için 2001'den 2010'a kadar birleşme ve devralmalara ait 18 olay incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, devralan şirket paydaşları için kümülatif anormal getirilerin kısa ömürlü olduğu ortaya koyulmuştur. Olay penceresinin sonunda hesaplanmış kümülatif anormal getiriler sıfırdan anlamlı bir şekilde farklı bulunmamıştır. Birleşme veya devralmanın ilan edilmesinden birkaç gün önce pay senedi

fiyatlarının artmasından hareketle, bulgular kısmında birleşme ve devralma ile ilgili bilgilerin, duyuru tarihinden önce sızmış olabileceğine değinilmiştir. Çalışmada, duyuru gününü takip eden günlerde aşırı getirinin varlığı gözlemlenmiş ve duyuru gününde hedef bankaların anormal getiri sağladıkları sonucuna ulaşılmıştır. Devralan şirket paydaşları için ise sadece iki hafta boyunca pozitif getiriler oluşmuştur. Devralan şirket paydaşlarının elde ettiği anormal getiriler, kısa dönemli olay penceresinde (-5, +5) istatistiksel olarak sıfırdan büyüktür; ortalama anormal getiriler ise iki aylık olay penceresinde (-30, +30) sıfırdan farksızdır.

Hiruta (2012), çalışmasında, 2000-2005 döneminde Japon şirketleri arasında kamuya açıklanmış 77 birleşme ve devralma olayını ele almaktadır. Örnek kütleden, holdingler ile alt şirketler arasındaki devralmalar, azınlık pay katılımı ile yapılan devralmalar ve sübvansiyon şeklindeki birleşmeler çıkartılmıştır. Örneklemde yer alan hem devralan hem de hedef şirket paydaşlarının, duyuru sonrasında olumlu anormal getiriler elde ettikleri ve sağlanan servet artışının önemli olduğu keşfedilmiştir.

Sachdeva vd.,(2015), 1991-2010 yılları arasında, duyuruların, birleşme ve devralmalarda, devralan şirket olarak yer alan Hintli şirketlerin paydaşlarının servetleri üzerindeki etkisini oraya koymak amacı ile 85 birleşme ve devralma olayını incelemişlerdir. Sonuçlar; devralan şirketin paydaşlarının, birleşme ve devralma ilanı sonrası kısa dönemde negatif ancak önemsiz getiri elde ettiğini ortaya koyarken, duyuru gününde önemli ve olumlu bir ortalama anormal getiri elde ettiğini göstermektedir.

Hekimoğlu & Tanyeri (2011), 1991-2009 yılları arasında kamuya açıklanan birleşme veya devralmaların paydaş değerine etkisini araştırmışlardır. BIST'e kote olan hedef şirketlerin pay senetlerinin getirilerinin kullanıldığı çalışmada, üç günlük (duyuru günü ± 1 gün) olay penceresinde, hedef şirket paydaşlarının, birleşmelerden %8.56 anormal getiri, kısmi satışlardan ise %2.25 kümülatif anormal getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

4. Birleşme ve Devralma İşlemlerinin Yarattığı Paydaş Değeri Üzerinde Etkili Olan Faktörler

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

şirketlerin, 2005 – 2015 yılları arasını kapsayan dönemde gerçekleştirdiği 163 birleşme ve devralma olayı incelenmiştir. Çalışmada kullanılan birleşme ve devralma olayları, Ernst & Young Global Limited bünyesinde yer alan, Ernst & Young Türkiye tarafından yıllık olarak yayımlanan “Birleşme ve Devralma İşlemleri Raporları” ve Rekabet Kurumu tarafından yayımlanan “Birleşme Devralma Görünüm Raporları” kullanılarak derlenmiştir. Söz konusu raporlardan derlenerek analiz kapsamına alınan, 2005-2015 yılları arasındaki birleşme ve devralma işlemlerinin yıllara göre dağılımı Tablo 1’te sunulmaktadır:

Tablo 1: 2005-2015 Yılları Arasındaki Birleşme ve Devralma İşlemlerinin Yıllara Göre Dağılımı

Yıl	Toplam İşlem Sayısı	Analiz Kapsamına Uygun İşlem Sayısı
2005	164	13
2006	154	12
2007	182	17
2008	171	14
2009	116	8
2010	241	14
2011	164	14
2012	315	28
2013	336	17
2014	318	15
2015	319	11
TOPLAM	2480	163

4.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı, birleşme ve devralma duyurularının, paydaş değeri üzerinde yarattığı değişimi etkileyen faktörlerin belirlenmesidir. Paydaş değerinin maksimizasyonu, finansal yönetimin temel amaçlarından biridir. Şirketlerin aldığı kararların, paydaşların serveti üzerinde yaratacağı etkilerin, bu etkilerin yönünün ve şiddetinin hangi faktörler tarafından belirlendiğinin bilinmesi, bu amacı gerçekleştirmek isteyen yöneticiler için önem taşımaktadır.

4.2. Yöntem ve Analizde Kullanılan Değişkenler

Birleşme ve devralma kararı alan şirketlerin, işlemin kamuya duyurulmasının yarattığı paydaş değeri değişimi üzerinde etkili olan faktörler, Geriye Doğru Adım Adım (Backward-Stepwise) Çoklu Regresyon Yöntemi ile belirlenmiştir. Standart (Enter) Çoklu Doğrusal Regresyon Yöntemi’nden farklı olarak, adım adım regresyon yöntemlerinde hangi değişkenlerin, hangi sırayla modele gireceğine veya modelden çıkartılacağına matematiksel bir kritere göre karar verilir. İleri Doğru Adım Adım (Forward Stepwise) Yönteminde, bir değişken

modele eklendikten sonra, seçilen kritere göre diğer değişkenler sırayla modele eklenmektedir. Söz konusu kriter, modelin anlamlılığı (F istatistiği) ya da modelin açıklayıcılığını (R^2 değeri) maksimize etmek olabilmektedir. Bu çalışmada da kullanılan, Geriye Doğru Adım Adım (backwards stepwise) Regresyon Yöntemi'nde önce tüm değişkenler modele eklenir ve seçilen kritere göre birer birer çıkartılarak en yüksek açıklayıcılığa ya da en yüksek anlamlılığa sahip nihai model elde edilir. Eklenen ya da çıkarılan bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin anlamlılıklarına göre, tahmin edilen modellerden hangisinin seçileceğine karar verilir. Backward yöntemi forward yöntemine göre, verdiği sağlıklı sonuçlar nedeni ile daha çok tercih edilmektedir. Stepwise regresyon modeli aynı zamanda çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) probleminin çözülmesine de yardımcı olmaktadır. Birer birer eklenen veya çıkarılan değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı dikkate alınarak iki değişkenden bir tanesi modelden çıkartılmaktadır.

Bu çalışmada, tüm bağımsız değişkenlerin dahil olduğu klasik çoklu doğrusal regresyon modeli (enter metodu) ile yapılan analizin sonuçlarına göre çok az sayıda bağımsız değişkenin istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmüştür. Bu sebeple Bağımlı değişkeni, belirlenen kriterler çerçevesinde, istatistiksel olarak anlamlı değişkenlerle açıklayabilecek bir model tahmin edebilmek için, Geriye Doğru Adım Adım (backwards stepwise) Çoklu Doğrusal Regresyon yöntemi kullanılmıştır. Analize dahil edilen bağımsız değişkenler arasından, oluşturulan bu modele göre, sonuç ile en düşük korelasyon sergileyen bağımsız değişkenler modelden çıkartılmıştır. Modelden çıkarılan bu değişken, modelin açıklayıcılığını anlamlı derecede düşürdüğü durumlarda, modele tekrar dahil edilerek, alternatif modeller tahmin edilmiştir. Bu işlem, modelde sadece değişimi anlamlı derecede açıklayan bağımlı değişkenler kalana dek tekrar edilmiştir.

4.2.1. Kümülatif Anormal Getiri

Her bir şirketin, belirlenen olay pencerelerindeki kümülatif anormal getirileri hesaplanmış ve söz konusu getiriler, birleşmenin ve birleşen şirketlerinin özelliklerini temsil eden bağımsız değişkenler ile açıklanmaya çalışılmıştır. Kümülatif anormal getirilere, belirlenen olay pencerelerinde hesaplanan anormal getirilerin, birikimli bir şekilde hesaplanması ile ulaşılr.

Anormal getiriler, beklenen getiriler ile gerçekleşen getiriler arasındaki fark şeklinde tanımlanır. Gerçekleşen getiri olarak günlük kapanış fiyatlarından hesaplanan logaritmik getiriler kullanılmıştır:

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

Beklenen getiriler, belirlenen kritere göre pay senedinin t gününde gerçekleşmesi normal (muhtemel) olan getiri değerini ifade etmektedir. Bütün beklenen getiri değerleri, olay penceresi ile hiçbir şekilde kesişmeyecek şekilde belirlenmiş olan tahmin penceresinde gerçekleşen pay senedi ve pazar getirilerinden hareketle hesaplanır.

Piyasa Modeli Yöntemi ile beklenen getiri hesaplayabilmek için tahmin penceresindeki veriler kullanılmıştır. Söz konusu 180 günlük dönemdeki pay senedi ve endeks getirileri

kullanılarak, basit doğrusal regresyon analizi ile her bir şirketin α ve β katsayıları tahmin edilmiştir. Elde edilen katsayılar piyasa modeli denkleminde yerine koyularak günlük beklenen getiriler hesaplanmıştır. Araştırmanın sonraki bölümlerinde, bu yöntemle hesaplanmış anormal getirilerden “Pm” şeklinde bahsedilecektir. Regresyon denklemi şu şekilde ifade edilebilir:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) + \varepsilon \quad (2)$$

2 numaralı regresyon denklemi ile tahmin penceresinde yapılan regresyon sonucunda elde edilen, şirketlerin α ve β katsayıları ve günlük BİST 100 getirileri aşağıdaki 3 numaralı Piyasa Modeli denkleminde yerine koyularak günlük beklenen pay senedi getirileri hesaplanmıştır.

$$E[R_{i,t}] = \alpha_i + \beta_i(R_{m,t}) \quad (3)$$

Anormal getirilerin belirlenmesi için 1 numaralı denklem ile hesaplanan günlük getiriler ile 3 numaralı denklemle hesaplanan beklenen getirilerin farkı alınmaktadır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}] \quad (4)$$

Kümülatif anormal getirilere, belirlenen olay pencerelerinde anormal getirilerin, birikimli bir şekilde hesaplanması ile ulaşılr:

$$CAR_{i,(t_n,t_m)} = \sum_{t=t_n}^{t_m} AR_{i,t} \quad (5)$$

Söz konusu hesaplama, hedef ve devralan şirketler için ayrı ayrı tekrar edilmiştir. Uzun dönemlerde, kümülatif anormal getirilerin oluşmasına neden olan birçok değişken bulunmaktadır. Analiz birleşme ve devralmaların yarattığı paydaş değerini etkileyen faktörleri belirlemeyi amaçladığından, duyuru öncesi ve sonrası kümülatif getirilerin farkı alınarak bağımlı değişken olarak tanımlanmıştır. Duyuru öncesi kümülatif anormal getiriler, $t_{-1} - t_0$ penceresinde; duyuru sonrası kümülatif anormal getiriler, $t_0 - t_{+1}$ penceresinde hesaplanmıştır.

4.2.2. Birleşmenin Çeşidi (Y/D/K)

Çalışmanın ilk bölümünde açıklandığı üzere, şirket birleşmeleri ve devralmalar, üç sınıfta incelenmektedir. Aynı faaliyet alanında üretim yapan şirketler arasında yapılan birleşme ve devralmalar, yatay; üretim ya da pazarlama açısından ilişkili şirketlerin, (müşterileriyle ya da tedarikçileriyle) gerçekleştirdiği birleşme ve devralmalar, dikey; tamamen ilgisiz alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin gerçekleştirdiği birleşme ve devralmalar ise karma olarak adlandırılmaktadır. Bu ayrımın, kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkisini ölçmek için üç farklı kukla değişken atanmıştır. Örneğin yatay birleşme kukla değişkeni (Y), birleşme ve devralmanın çeşidi yatay ise 1 değerini, değilse 0 değerini almaktadır. Diğer iki birleşme ve devralma çeşidi (Dikey [D] ve Karma [K]) için atanan kukla değişkenler de aynı mantığa göre belirlenmiştir.

Literatürde karma birleşmeler değer erozyonu yaratan birleşmeler olarak tanımlanırken, dikey ve yatay birleşmelerden değer kazandırıcı birleşmeler olarak bahsedilmektedir.

4.2.3. Sektör (SEC)

Farklı sektörlerde birleşmelerin başarıları ve yarattığı anormal getiriler değişkenlik gösterebilmektedir. Bu etkiyi analiz etmek adına açıklayıcı değişkenlerden biri olarak sektör, kukla değişken olarak tanımlanmıştır. Bu şekilde bir kukla değişkenin analize dahil edilmesi ile, birleşen taraflardan en az birinin dahil olduğu 13 farklı sektörün kümülatif anormal getiri üzerindeki etkisi belirlenemezken, birleşme ve devralma duyurularına ilişkin kümülatif anormal getirilerin açıklanmasında sektörel farklılıkların anlamlı olup olmadığının tespit edilmesini mümkün kılınmıştır. Analize dâhil edilen şirketlerin sektörlere göre dağılımı Tablo 2’de sunulmuştur.

Tablo 2: Analize Dâhil Edilen Şirketlerin Sektörlere Göre Dağılımı

	Sektör	Devralan Şirket Sayısı	Hedef Şirket Sayısı
1	Enerji	10	1
2	Gıda ve İçecek	10	14
3	İlaç ve Sağlık	7	7
4	Kağıt ve Orman Ürünleri	3	4
5	Metal Ana Sanayi	2	4
6	Metal Eşya Makine	3	6
7	Perkatende Ticaret	9	8
8	Petrol, Kimya ve Plastik	5	11
9	Taş ve Toprak	11	4
10	Teknoloji	14	7
11	Tekstil	-	4
12	Ulaştırma ve Haberleşme	8	4
13	DİĞER	4	3
	TOPLAM	86	77

4.2.4. Birleşmeye Taraf Olan Şirketlerden Birinin Yabancı Bir Şirket Olması (DOMINT)

Hedef veya devralan şirketlerden birinin yabancı şirket olmasının, yaratılan kümülatif anormal getiri üzerindeki etkisi test edilmiştir. Taraflardan birinin yabancı olması durumunda kukla değişken, 1; ikisinin de yerli olması durumunda 0 değerini almaktadır.

4.2.5. Birleşme ve Devralma Oranı (ARAT)

Şirketler, bir diğer şirketle birleşirken veya bir şirketi devralırken, yatırımlarını hedef şirketin tamamına yapmayabilmektedirler. Değer üzerindeki etkileri kısıtlı olacağından %10’un

altındaki kısmi birleşme ve devralmalar analiz dışı bırakılmıştır. Birleşme ve devralma oranı değişkeni, tamamen devralmalar ile kısmi devralmalar arasındaki farklara ortaya koyması ve söz konusu oran ile yaratılan paydaş değeri arasındaki ilişkinin belirlenebilmesi adına analize dâhil edilmiştir. Birleşme oranı Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'na bildirilen birleşme ve devralma duyuruları taranarak derlenmiştir.

4.2.6. Likidite (CR)

Elinde nakit bulduran şirketlerin, karşılıklarına çıkan değer artırıcı projelere tepki verebilme kabiliyetleri, nakit buldurmayanlara göre fazladır. Şirket birleşme ve devralmalarında, nakit fazlası olan, özellikle devralan konumundaki şirketlerin, likidite ile yaratılan paydaş değeri arasında ilişkiyi araştırmak için, analize, ilgili şirketlerin duyuru tarihinden önceki cari oranları eklenmiştir. Cari oran şu şekilde hesaplanmıştır:

$$\text{Cari Oran (CR)} = \frac{\text{Dönem Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (6)$$

4.2.7. Nakit Akışı (CF)

Yöneticilerin, şirket üzerindeki kontrol esnekliklerini kaybetmemek adına, yaratılan nakdi; net bugünkü değeri (NPV) pozitif proje olanaklarının tamamı değerlendirilmiş olsa bile, paydaşlara dağıtmak yerine, NPV'si negatif projelere yönlendirdiği durumlar ile karşılaşılabilir. Söz konusu durum, ana finansal amaç olan paydaş değeri maksimizasyonu ile ters düşmekte ve paydaşlar ile yöneticiler arasında temsil problemine yol açmaktadır. Hedef ve devralan şirketlerin, paydaşlarına sağladıkları kümülatif anormal getirilerle söz konusu şirketlerin duyuru öncesindeki nakit yaratma gücü arasındaki ilişkiyi ortaya koyabilmek adına analize, şirketlerin yarattığı basit nakit akışları eklenmiştir. Basit nakit akışları şu şekilde hesaplanmıştır:

$$\text{Nakit Akışı (CF)} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar} + \text{Amortisman}}{\text{Toplam Varlıklar}} \quad (7)$$

4.2.8. Şirket Büyüklüğü (LnMCap)

Birleşme ve devralma işlemleri ile yaratılan anormal getiriler, şirket büyüklüğünden etkilenmektedir. Analizde büyüklük etkisini ortaya koymak açısından şirketin toplam piyasa değeri (market capitalization) değişkeni kullanılmıştır. Güven, değer ve büyüklük ölçüsü olarak kullanılan toplam piyasa değeri değişkenine, sayısal olarak büyük değerlerden oluştuğundan, doğal logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Değişken şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Şirket Büyüklüğü (MCap)} = \text{Dolaşımdaki Pay Senedi Sayısı} \times \text{Pay Senedi Fiyatı} \quad (8)$$

Hesaplama, olay pencerelerinin ilk günlerindeki, pay senedi sayıları ve fiyatları dikkate alınmıştır.

4.2.9. Şirket Yaşı (LnAGE)

Uzun yıllardır var olan şirketlerin, marka bilinirliği, kredibilite gibi avantajlarından dolayı birleşme ve devralma işlemleri sonrası anormal getiri yaratma kapasitesi yüksektir. Kredibilitenin, kümülatif anormal getiriler üzerindeki etkilerini ölçebilmek amacı ile analize, yıl bazında şirketin yaşı eklenmiştir. Yaş değişkenine, büyük sayısal değerler içermesi sebebi ile doğal logaritmik dönüşüm uygulanmıştır.

4.2.10. Kaldıraç Oranı (LR)

Kaldıraç oranının, birleşme ve devralmalar sonrası performanslar üzerinde pozitif etkisi olduğunu ortaya koyan ve sermaye yapısının şirket birleşmeleri ve devralmaları üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar mevcuttur. Maloney vd. (1993), devralan şirketin, birleşme öncesi borç seviyesiyle, duyurulara verilen piyasa tepkisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Devralmadan önceki yılda daha yüksek borç/varlık oranına sahip şirketlerin duyuru tarihindeki anormal getirilerin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, araştırmalarına göre, yatırımcılar devralmadan önce kaldıraç oranını artıran şirketlere olumlu tepkiler vermişlerdir. 52 olayın dâhil edildiği analizde, duyuru öncesinde kaldıraç derecesini yeniden yapılandırmanın; şirketin anormal getiri performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu öne sürülmüştür.

Söz konusu etkiyi ölçmek amacı ile analize kaldıraç oranı eklenmiştir. Kaldıraç oranı şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Kaldıraç Oranı (LR)} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}} \quad (9)$$

4.2.11. Özsermaye Kârlılığı (ROE)

Şirketin kârlılığı ile birleşme ve devralmalardan yaratılan anormal getiriler arasında daha önceki çalışmalarda ortaya koyulmuş ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Birleşme ve devralma işlemleri sonucu yaratılan paydaş değeri ile kârlılık arasındaki ilişkinin incelenebilmesi adına analize, özsermaye kârlılığı değişkeni eklenmiştir.

$$\text{Özsermaye Karlılığı (ROE)} = \frac{\text{Vergi Sonrası Net Kar}}{\text{Özsermaye}} \quad (10)$$

4.2.12. Tobin'in Q Oranı

Birleşme ve devralmalarının değer yaratıcı nedenlerinden en önemlisi düşük değerlenmiş şirketlerin devralınması ya da satılması yolu ile paydaş değerinin artırılmasıdır. Tobin, şirketin piyasa değeri ile varlıklarının yerine koyma maliyeti arasındaki ilişkiyi tanımlayan bir oran önermiştir. Bu ilişkiyi, şirketin mevcut paylarının piyasa değerinin (sermaye), şirketin fiziki varlıklarının yerine koyma maliyetine oranıdır.

Önceki çalışmalar incelendiğinde, birleşme ve devralma işlemlerinden sağlanan paydaş değeri değişimi ile Tobin'in Q Oranı değerleri arasında güçlü ilişkilerin saptandığı sonuçlar göze çarpmaktadır. Literatür bulgularına göre, yüksek Q değerine sahip devralan şirket paydaşlarının, düşük Q değerine sahip devralan şirket paydaşlarından önemli ölçüde daha fazla yarar sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Hedef şirketler için ise bu durumun tam tersi geçerlidir. Literatür bulgularına göre, düşük Q değerine sahip hedef şirket paydaşları, yüksek Q değerine sahip hedef şirket paydaşlarından önemli ölçüde daha fazla anormal getiri elde etmektedir. Başka bir deyişle, birleşme ve devralma işlemleri sonucunda yaratılan paydaş değeri ile Tobin'in Q değerleri arasında, hedef şirketler için negatif yönlü, devralan şirketler için pozitif yönlü ilişkiler saptanmıştır. Analize konu şirketler için söz konusu ilişkinin yönü ve şiddetinin belirlenebilmesi adına, Tobin'in Q Oranı değişkeni analize dâhil edilmiştir. Değişken şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Tobin'in Q Oranı (TQ)} = \frac{\text{Toplam Borçlar} + \text{Özsermayenin Piyasa Değeri}}{\text{Toplam Varlıklar}} \quad (11)$$

4.3. Hedef Şirketler İçin Yapılan Analiz Bulguları

Birleşme ve devralma işlemleri sonucu hedef şirket paydaşlarına yaratılan değer ile söz konusu değer üzerinde etkili olabilecek faktörlerin regresyon analizine tabi tutulduğu araştırmanın sonuçları aşağıda Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 3: Hedef Şirketler için Tahmin Edilen Model Özeti

Model	Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t İstatistiği	Olasılık	VIF
8	(Constant)	2.394	0.882	2.713	0.008	-
	SEC	0.004	0.002	1.673	0.099	1.0340
	CF	0.873	0.217	4.018	0.000	1.7470
	ROE	-0.627	0.134	-4.662	0.000	1.7100
	TQ	-2.542	0.891	-2.851	0.006	1.1500
	KARMA	-0.09	0.03	-2.964	0.004	1.1180
	Model Özeti		Diagnostik Testler			
	R ²	0.301	Jarque-Bera İstatistiği		4.3799	
	Düz. R ²	0.251	Olasılık (Jarque-Bera)		0.1119	
	Reg. Std. Hata	0.125	Breusch-Pagan-Godfrey İst.		3.6142	
F test İstatistiği	6.105	Olasılık (Breusch-Pagan-Godfrey)		0.6062		
Olasılık (F İst.)	0.000	Durbin-Watson Test İstatistiği (p<0.05)		2.0882		

* Model 2005-2015 yılları arasında gerçekleşen 163 birleşme/devralma olayının kamuya açıklandığı günün öncesi ve sonrasındaki 7 günlük (15 gün) değişkenler kullanılarak tahmin edilmiştir.

Geriye Doğru Adım Adım Regresyon analizine göre oluşturulan 8 farklı model içerisinde, en yüksek anlamlılığa ve en yüksek düzeltilmiş R^2 değerine sahip olan modelin (model 8) katsayıları ve diagnostik test sonuçları Tablo 3'te verilmiştir. Modelin R^2 değeri 0,301'dir. Başka bir deyişle modele dahil edilen açıklayıcı değişkenlerin, duyuru öncesi ve sonrası CAR farklarının, %30,1'ini açıklayabildiği söylenebilir. F istatistiği sonuçları, modelin, %1, anlamlılık seviyesinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir.

Paydaşların elde ettiği kısa dönemli (15 günlük) kümülatif anormal getiriler üzerinde etkisi olan faktörleri belirlemek için tahmin edilen modelde, CAR farkları üzerinde etkili olan 5 değişken belirlenmiştir. Sektör (SEC) değişkeni %10 anlamlılık düzeyinde, diğer değişkenler (CF, ROE, TQ ve KARMA) ise %1 anlamlılık düzeyinde, paydaş değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilere sahiptir. SEC ve CF değişkeninin, CAR üzerindeki etkisi pozitif iken, ROE, TQ ve KARMA değişkenlerinin etkisi negatif yönlüdür.

Diagnostik Testler

JB istatistiği (4,3799) ve olasılık değerine (0,1119) göre, modelin hata terimleri normal dağılım göstermektedir. 0,05 anlamlılık düzeyinde yapılan Durbin-Watson test istatistiği (2,0882), kritik eşiklerin (1,5 – 2,5) arasında kalmaktadır; dolayısı ile modelde otokorelasyon problemi bulunmamaktadır. BPG test istatistiği (3,6142) ve olasılık değeri incelendiğinde (0,6062), eş varyanslılık için sıfır hipotezi reddedilememektedir. Modellerde farklı varyans problemi yoktur. Çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığını test etmek için yapılan VIF testi sonuçları incelendiğinde, değişkenlerin VIF değerlerinin kritik değer olan 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Test sonuçlarına göre sıfır hipotezi reddedilememiştir: her iki modelde de çoklu doğrusal bağlantı problemi yoktur.

4.4. Devralan Şirketler İçin Yapılan Analiz Bulguları

Birleşme ve devralma işlemleri sonucu devralan şirket paydaşlarına yaratılan değer ile söz konusu değer üzerinde etkili olabilecek faktörlerin regresyon analizine tabi tutulduğu araştırmanın sonuçları aşağıda Tablo 4'te sunulmuştur.

Geriye Doğru Adım Adım Regresyon analizine göre oluşturulan 10 farklı model içerisinde, en yüksek anlamlılığa sahip olan model (model 10) ve en yüksek düzeltilmiş R^2 değerine sahip olan (model 9) modelin katsayıları ve diagnostik test sonuçları Tablo 4'te verilmiştir. Nihai Model (model 10)'ün R^2 değeri 0,165 alternatif modelin (Model 9)'ün R^2 değeri 0,184 olarak tahmin edilmiştir. Başka bir deyişle modele dahil edilen açıklayıcı değişkenlerin, duyuru öncesi ve CAR farklarının, nihai modelde %16,5'sini, alternatif modelde ise %18,4'ünü açıklayabildiği söylenebilir. F istatistiği sonuçları, her iki modelin de %1 anlamlılık düzeyinde, istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4: Devralan Şirketler için Tahmin Edilen Modellerin Özeti

Model	Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t İstatistiği	Olasılık	VIF
10	(Constant)	-0.548	0.262	-2.094	0.039	-
	LR	0.122	0.04	3.066	0.003	4.631
	ROE	-0.087	0.03	-2.905	0.005	4.545
	TQ	0.490	0.27	1.812	0.074	1.059
	Model Özeti		Diagnostik Testler			
	R ²	0.165	Jarque-Bera İstatistiği		1.2791	
	Düz. R ²	0.135	Olasılık (Jarque-Bera)		0.5275	
	Reg. Std. Hata	0.095	Breusch-Pagan-Godfrey İst.		1.4911	
	F test İstatistiği	5.420	Olasılık (Breusch-Pagan-Godfrey)		0.6843	
	Olasılık (F İst.)	0.002	Durbin-Watson Test İstatistiği (p<0.05)		2.0122	
Model	Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t İstatistiği	Olasılık	VIF
9	(Constant)	-0.495	0.263	-1.88	0.064	-
	CF	-0.176	0.132	-1.339	0.184	1.115
	LR	0.105	0.041	2.536	0.013	4.089
	ROE	-0.073	0.032	-2.297	0.024	4.126
	TQ	0.462	0.27	1.715	0.09	1.065
	Model Özeti		Diagnostik Testler			
	R ²	0.184	Jarque-Bera İstatistiği		2.0530	
	Düz. R ²	0.143	Olasılık (Jarque-Bera)		0.3588	
	Reg. Std. Hata	0.095	Breusch-Pagan-Godfrey İst.		1.3449	
	F test İstatistiği	4.553	Olasılık (Breusch-Pagan-Godfrey)		0.8537	
Olasılık (F İst.)	0.002	Durbin-Watson Test İstatistiği (p<0.05)		2.0529		

* Modeller 2005-2015 yılları arasında gerçekleşen 163 birleşme/devralma olayının kamuya açıklandığı günün öncesi ve sonrasındaki 7 günlük (15 gün) değişkenler kullanılarak tahmin edilmiştir.

± 7 günlük olay penceresi için paydaş değerini etkileyen faktörleri belirlemek amacı ile yapılan regresyon analizinde, nihai modelde, kaldıraç oranı (LR), özsermaye kârlılığı (ROE) ve Tobin'in Q oranı (TQ) bağımsız değişkenleri yer almıştır. ROE değişkenin katsayısının işareti negatifken diğer iki değişken paydaş değeri ile pozitif ilişki göstermektedir. TQ değişkeni %10 anlamlılık seviyesinde, diğer iki değişken ise %1 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde paydaş değeri üzerinde etkiye sahiptirler. Alternatif modelde ise söz konusu üç değişkene ek olarak, basit nakit akışı (CF) değişkeni eklenmiştir. Her iki modelde de yer alan

değişkenlerin katsayılarının işareti ve anlamlılıkları değişmezken, yeni eklenen CF değişkeni, kabul edilebilir güven aralıklarında istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Diagnostik Testler

JB istatistiği ve olasılık değerlerine göre hem nihai model (1,2791 – 0,5275) hem de alternatif modelde (2,0530 – 0,3588), regresyonun hata terimleri normal dağılım göstermektedir. 0,05 anlamlılık düzeyinde yapılan Durbin-Watson test istatistiklerine göre (2,0122 ve 2,0529) her iki modelde de otokorelasyon problemi bulunmamaktadır. DW değerleri, kritik eşiklerin (1,5 – 2,5) arasında kalmaktadır. BPG test istatistikleri (1,4911 ve 1,3449) ve olasılık değeri incelendiğinde (0,6843 ve 0,8537), her iki model için de sıfır hipotezi reddedilememektedir. Modellerde farklı varyans problemi yoktur. Çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığını test etmek için yapılan VIF testi sonuçları incelendiğinde, değişkenlerin VIF değerlerinin kritik değer olan 5'ten küçük olduğu görülmektedir. Test sonuçlarına göre sıfır hipotezi reddedilememiştir: her iki modelde de çoklu doğrusal bağlantı problemi yoktur.

5. Sonuç

Değer kazandıran büyüme stratejilerinin şirketler için önem kazanmasıyla, şirket birleşmeleri ve devralmalarının paydaş değeri üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalar yaygınlaşmıştır. Birleşme ve devralma kararları, pay senedi performansı ve paydaşların servetine olumlu etki yapabilirken, değer erozyonu yaratma riski de taşımaktadır.

Maliyetler üzerinde olumlu etkileri olduğu bilinen dikey birleşmeler ile pazar payı artışı ve ölçek ekonomisinden faydalanabilme imkânı tanıyan yatay birleşmeler, temel olarak değer yaratan birleşmeler olarak tanımlanmaktadırlar. Karma birleşmeler ise genellikle çeşitlendirme amacı ile yapılsa da paydaş değeri üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Ancak birleşmelerin değer kazandırması ya da kaybettirmesi, yalnızca birleşmenin çeşidi ile açıklanamayacak kadar karmaşıktır. Birleşme ve devralma sonucunda normalden sapan getirilerin açıklanması için; şirket değişkenlerinin, sektör değişkenlerinin ve birleşmenin özelliklerini temsil eden değişkenlerin dâhil olduğu bir model geliştirilmesi gerekmektedir.

Birleşme ve devralma duyurularının piyasalar tarafından nasıl algılanacağı ve pay senedi performansının bundan nasıl etkileneceğinin; büyüme planı yapan finans yöneticileri tarafından öngörülmesi gerekir. Temel amacı paydaş değerini maksimum kılmak olan şirket yöneticileri, birleşme ve devralma kararı alırken, işlemin değer yaratıcı özelliklere sahip olup olmadığını göz önünde bulunduracaklardır. Hangi koşullarda, hangi özelliklere sahip şirketler için, hangi tip birleşmelerin değer yaratıcı etkilere sahip olduğunu tespit edebilmek amacıyla, birleşme öncesi ve sonrası kümülatif anormal getiri farklarını açıklayan bir model tahmin edilmesinin yararlı olabileceği düşünülmüştür. , birleşme ve devralma duyuruları ile yaratılan paydaş değeri değişiminin, hangi değişkenlerden etkilendiği araştırılmıştır. Paydaş değeri değişimini temsil eden değişken olarak, belirlenen olay pencereleri için hesaplanan duyuru öncesi ve sonrası kümülatif anormal getirilerin (CAR) farkları kullanılmıştır. Kümülatif anormal getiri, kümülatif ortalama anormal getiri gibi tüm şirketlerin günlük anormal getirilerinin ortalaması şeklinde tanımlanan genel bir değer değil; şirkete özgü olarak hesaplanan bir değerdir. Paydaş değerini temsil eden CAR üzerinde etkisi olduğu tahmin edilen, birleşmenin ve şirketin özelliklerini temsil eden 11 değişken, Geriye Doğru Adım Adım (Backward -Stepwise)

yöntemi ile analiz edilmiştir. Birleşmeye özgü özellikleri temsil eden bağımsız değişkenler; birleşmenin gerçekleştiği sektör (SEC), birleşme çeşidi (Yatay/Dikey/Karma), birleşmeye taraf şirketlerden birinin yabancı olması (DOMINT), birleşme ve devralma oranı (ARAT)'dır. Şirket özelliklerini temsil eden değişkenler ise; likidite (CR), basit nakit akışı (CF), şirket büyüklüğü (LnMCAP), şirket yaşı (LnAGE), kaldırma oranı (LR), özsermaye kârlılığı (ROE) ve Tobin'in Q oranı (TQ)'dır. Paydaş değeri üzerinde etkisi olduğu düşünülen, söz konusu bağımsız değişkenler, kümülatif anormal getiri farklarının bağımlı değişken olduğu regresyon analizine dahil edilmişlerdir.

Regresyon analizinin sağlıklı sonuçlar vermesi ve yorumlanabilmesi için, sağlanması gereken birtakım varsayımlar bulunmaktadır. Söz konusu varsayımlardan, hata terimlerinin normal dağıldığı varsayımının testi için Jarque-Bera test istatistiği kullanılmış ve serilerin hata terimlerinin normal dağılım gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı olmadığı varsayımı için, Varyans Büyütme Faktörü (VIF) değerleri incelenmiş ve serilerin çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığı belirlenmiştir. Serilerin hata terimleri arasındaki korelasyonun (otokorelasyon) varlığı, zaman serisi olmayan ve herhangi bir hiyerarşiye göre dizilmeyen serilerde, herhangi bir sorun teşkil etmemesine rağmen Durbin-Watson test istatistikleri incelenmiş ve otokorelasyon sorununa rastlanmamıştır. Serilerin hata terimlerinin eş varyansa sahip olma varsayımı için Breusch-Pagan-Godfrey test istatistikleri yorumlanarak, varsayım doğrulanmıştır.

Hedef ve devralan şirket paydaşlarına, birleşme ve devralma işlemlerinin kamuya duyurulmasıyla yaratılan değer üzerinde etkili olan faktörlerin araştırıldığı ampirik uygulamada, duyuru gününün etrafına simetrik olarak yayılmış iş günlerinden oluşan, 15 günlük olay penceresinde (± 7 gün) gerçekleştirilen çoklu doğrusal regresyon analizi sonucunda tahmin edilen modellerin özetleri Tablo 5 ve Tablo 6'da yer almaktadır. Tablolarda yıldız (*) ile işaretlenmiş değişkenler, tahmin edilen nihai modellerde yer almazken alternatif modellerde yer alan değişkenlerdir. Kümülatif anormal getiri (CAR) bağımlı değişkeni ile, bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve anlamlılık düzeyi tabloda sunulmuştur. Anlamlılık düzeyi sütununda "ø" ibaresi bulunan değişkenler, kabul edilebilir anlamlılık düzeylerinin hiçbirinde anlamlı bulunmayan değişkenlerdir.

Tablo 5'te yer alan, birleşme ve devralma işlemleri sonucunda, hedef şirket paydaşlarına yaratılan değer (CAR) ile, analize dâhil edilen bağımsız değişkenler arasındaki ilişkilerin yönü ve anlamlılık düzeyleri yer almaktadır. Tablo incelendiğinde Tobin'in Q Oranı (TQ) değişkeninin paydaş değerini etkilediği gözükmektedir. Literatürle uyumlu olarak TQ değişkeninin katsayısının işareti negatiftir. Paydaş değeri ile hedef şirketin Q oranı arasındaki ters yönlü ilişki bulgusu, Lang vd., (1989) ve Servaes (1991)'in çalışmaları ile örtüşmektedir. Düşük değerenmiş, diğer bir deyişle Q oranı düşük olan şirketler, birleşme sonrası paydaşlarına değer yaratmakta, yüksek Q oranına sahip hedef şirketlerin gerçekleştirdiği birleşme işlemleri ise paydaş değeri erozyonuna sebep olmaktadır.

Tablo 5: Hedef Şirket Paydaşlarına Yaratılan Değeri Etkileyen Faktörler

Değişkenler	İlişkinin Yönü	Anlamlılık Düzeyi
SEC	+	10%
YATAY		
DİKEY		
KARMA	-	1%
DOMINT		
ARAT		
CR		
CF	+	1%
LnMCAP		
LnAGE		
LR		
ROE	-	1%
TQ	-	1%

SEC değişkeni, kukla değişken olarak modele eklenişinin doğal sonucu olarak ilişkinin yönü bakımından yorumlanamamaktadır. Yalnızca ilişkinin katsayısına bakılarak, birleşme ve devralma faaliyetlerinden yaratılan paydaş değeri üzerinde, şirketlerin dâhil olduğu sektörün etkisinin varlığından söz edilebilmektedir. Regresyon sonuçlarına göre, birleşmenin gerçekleştirildiği sektörün yaratılan paydaş değeri üzerinde etkisi vardır. Sektörün etkisinin yönünü ve hangi sektörlerde gerçekleştirilen birleşmelerin, paydaş değeri üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu belirlemeye yönelik bir analiz, gelecek çalışmalar için bir öneri olarak sunulabilir.

Kârlılık (ROE) değişkeninin işareti negatiftir. Bir başka deyişle kârlı şirketler, bir başka şirketle birleştiğinde veya devralındığında, söz konusu şirketlerin ortakları bu durumdan olumsuz etkilenmektedirler. Bu bulgu, Kumar vd., (2016), Hatem (2015), Ravenscraft & Scherer (1989)'ın analiz sonuçları ile tutarlıdır. Analiz sonuçlarına göre nakit yaratma kabiliyeti güçlü olan şirketlerin ortakları, birleşme ve devralma faaliyetlerinden pozitif faydalar sağlamaktadır. CF değişkeninin işareti pozitiftir. Nakit yaratabilen hedef şirketlerin birleşme ve devralma duyurularına piyasa olumlu tepkiler vermektedir.

Karma birleşmeler, genellikle riskin çeşitlendirme yolu ile azaltılması amacı ile gerçekleştirilmektedir. Ancak her çeşitlendirme faaliyetinde olduğu gibi bu şekilde yapılan birleşmelerin de bir maliyeti vardır. Karma birleşmeler, ilgisiz faaliyet alanlarında bulunan şirketler arasında gerçekleştirildiğinden, ortaya çıkabilecek yapısal uyumsuzluklar, sektörel tecrübesizlikler gibi etkenlerden dolayı negatif piyasa tepkisi ile karşılaşmaktadır. Maquieria vd., (1998) ve Fan & Goyal (2006) gibi birçok araştırmacı karma birleşmelerin değer kaybettirici birleşmeler olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Tablo 5'te sunulan KARMA değişkeninin işaretinin negatif olması literatür bulguları ile uyumludur.

Tablo 6: Devralan Şirket Paydaşlarına Yaratılan Değeri Etkileyen Faktörler

Değişkenler	İlişkinin Yönü	Anlamlılık Düzeyi
SEC		
YATAY		
DIKEY		
KARMA		
DOMINT		
ARAT		
CR		
CF	.*	Ø*
LnMCAP		
LnAGE		
LR	+	1%
ROE	-	1%
TQ	+	10%

Tablo 6'da yer alan model özeti incelendiğinde devralan şirketler için TQ değişkeninin işaretinin pozitif olduğu görülmektedir. Devralan şirketler için hedef şirketlerdeki durumun tam tersi söz konusudur. Servaes (1991), hedef şirketin düşük, devralan şirketin yüksek Q değerine sahip olduğu durumlarda anormal getirilerin önemli bir şekilde yüksek olduğunu söylemektedir. Analiz bulguları, söz konusu literatür ile uyumludur. LR değişkeninin de işareti, analize dahil olduğu olay pencerelerinde pozitifdir. Kaldıraç oranı yüksek olan şirketlerin paydaşları, birleşme ve devralma işlemlerinde önemli anormal getiriler elde etmektedir. Bu bulgu Maloney vd., (1993)'nin devralmadan önceki yılda, daha yüksek borç/varlık oranına sahip şirketlerin, duyuru tarihindeki anormal getirilerinin daha yüksek olduğu sonucu ile örtüşmektedir.

Devralan şirketler için yapılan analiz bulgularında, ROE değişkeninin katsayısı incelendiğinde hedef şirket şirketlerde olduğu gibi anormal getiriler ile kârlılık arasında negatif bir ilişkinin olduğu göze çarpmaktadır. Piyasa, özsermaye kârlılığı yüksek olan şirketlerin gerçekleştirmiş olduğu birleşme ve devralma işlemlerine olumsuz tepkiler vermektedir ve söz konusu şirket ortaklarının paydaş değeri kayba uğramaktadır. Nakit yaratabilme günün bir göstergesi olan CF değişkeni ise paydaş değeri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir.

Yapılan adım adım regresyon analizine göre birleşmenin yatay ya da dikey olması, uluslararası ya da yerel olması, birleşme oranı, şirketin likiditesi, büyüklüğü ve yaşı gibi değişkenlerin, birleşme ve devralmaların yarattığı paydaş değeri üzerinde kısa dönemli bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kaynakça

- Asquith, P., & Kim, H. E. (1982, December). The impact of merger bids on the participating firms' security holders. *The Journal of Finance*, 37(5), 1209-1228.
- Aydın, N. (1990). *İşletmelerin birleşmesinde finansal analiz ve bir uygulama örneği*. Ankara: TOBB Yayını.
- Baik, K. H. (1995). Horizontal mergers of price-setting firms with sunk capacity costs. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 35(3), 245-256.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of corporate finance* (10th Edition b.). New York: McGraw-Hill.
- Büker, S., Aşikoğlu, R., & Güven, S. (1997). *Finansal yönetim* (II. b.). Eskişehir: Sözkese Yayinevi.
- Cortés, L. M., García, J. J., & Agudelo, D. (2015). Effects of mergers and acquisitions on shareholder wealth: Event study for latin american airlines. *Latin American Business Review*, 16(3), 205-226.
- Cummins, J. D., & Weiss, M. A. (2004, Feb. 18). Consolidation in the European insurance industry: Do mergers and acquisitions create value for shareholders?. *Wharton Financial Institution Center Working Paper*, (04-02).
- Çelik, O. (1999). *Şirket birleşmeleri ve birleşmelerde şirket değerlemesi*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Diaw, A. (2014). The effect of mergers and acquisitions on shareholder wealth: The case of European banks. *International Journal of Financial Management*, 4(4), 1-19.
- Dilshad, N. M. (2013). Profitability analysis of mergers and acquisitions: An event study approach. *Business and Economic Research*, 3(1), 89-125.
- Dodd, P., & Ruback, R. (1977). Tender offers and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 351-373.
- Fan, J., & Goyal, V. (2006). On the patterns and wealth effects of vertical mergers. *Journal of Business*, 79(21), 877-902.
- Fatemi, A., Fooladi, I., & Garehkoolchian, N. (2016, September). Gains from mergers and acquisitions in Japan. *DJB Discuccion Paper Series (No:1603)*, 1-33.
- Giannopoulos, G., Khansalar, E., & Neel, P. (2017). The impact of single and multiple mergers and acquisitions on shareholders' wealth of UK bidder firms. *International Journal of Economics and Finance*, 9(3), 141-167.
- Green, M. B. (1990). *Mergers and acquisitions: Geographical and spatial perspectives*. Oxford: Routledge.
- Hatem, B. S. (2015). What determines cumulative abnormal returns? An empirical validation in the French market. *International Business Research*, 8(12), 89-95.
- Hekimoğlu, M. H., & Tanyeri, B. (2011). Türk şirket birleşmelerinin satın alınan şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri , *İktisat, İşletme, ve Finans*, 26(308), 53-70.
- Hiruta, S. (2012). An event study on wealth effects of mergers and acquisitions between Japanese firms. *Waseda Commercial Review*, (431, 689-694 2012 pp.985-990, 431, 689-694.
- Hogarty, T. (1970). Conglomerate mergers and acquisitions: Opinion analyses. *St. John's Law Review*, 44(Special Edition), 317-327.

- İçke, B. T. (2007). *Şirket birleşmeleri, hisse senedi değeri ve finans sektörü*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kashiramka, S., & Rao, M. (2013). Shareholders wealth effects of mergers & acquisitions in different deal activity periods in India. *European Journal of Business and Management*, 5(4), 116-129.
- Kumar, R., Gera, S., & Saha, S. (2016). Wealth creation in the largest banking mergers- an empirical analysis. *Asian Economic and Financial Review*, 6(4), 206-217.
- Lang, L. H., Stultz, R. M., & Walkling, R. A. (1989). Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics*, (24), 137-154.
- Maloney, M., McCormick, R., & Mitchell, M. (1993). Managerial decision making and capital structure. *The Journal of Business*, 66(2), 189-217.
- Martin, S. (1994). *Industrial economics: Economic analysis and public policy*. New Jersey: Prentice Hall.
- Maquieria, C., Megginson, W., & Nail, J. (1998). Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, 48, 3-33.
- Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K. (2015). Impact of mergers and acquisitions on shareholders' wealth in the short run: An event study approach. *The Journal for Decision Makers*, 40(3), 293-312.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. (1989). The profitability of mergers. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 101-116.
- Roberts, A., Wallace, W., & Moles, P. (2016). Mergers and acquisitions. Retrieved March 16, 2017, from <https://www.ebsglobal.net/EBS/media/EBS/PDFs/Mergers-Acquisitions-Course-Taster.pdf>.
- Sachdeva, T., Sinha, N., & Kaushik, K. (2015, July-December). Impact of merger and acquisition announcement on shareholders' wealth an empirical study using event study methodology. *Delhi Business Review*, 16(2), 19-36.
- Sarıca, S. (2012). Yatay birleşmelerin rekabet üzerindeki etkisi: Bir literatür çalışması. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(1), 101-117.
- Sarıkamış, C. (2003). *Şirket birleşmeleri*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Selçuk, E. A. (2015). Do mergers and acquisitions create value for Turkish target firms? An event study analysis. *Procedia Economics and Finance*, 30, 15-21.
- Servaes, H. (1991). Tobin's q and the gains from takeovers. *The Journal of Finance*, LXVI(1), 409-419.
- Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges*. New Jersey: Prentice Hall.
- Weston, J. F., Chung, K. S., & Hoag, S. E. (1990). *Mergers, restructuring, and corporate control*. New Jersey: Prentice-Hall International.
- Williamson, O. E. (1990). Mergers, acquisitions and leveraged buyouts: An efficiency assesment. In L. A. Bebchuk (Ed.), *Corporate law and economic analysis*, (pp. 1-28). Cambridge University Press.