

BİRLEŞME VE SATIN ALMA HABERLERİNİN BORSA GETİRİŐİ ÜZERİNE ETKİŐİ: 2005-2017 BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ*

The Effect of Mergers and Acquisitions News on Stock Return: The Case of Borsa Istanbul between 2005-2017

Seden ERCAN** & Özkan HAYKIR***

Öz

KüreselleŐmenin etkisi ile artan rekabet ortamında birleşme ve satın almalar, Şirketlerin en fazla tercih ettiği büyüme stratejileri arasında önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Bu nedenle Şirketler piyasadaki konumlarını güçlendirmek ve piyasadadan daha çok pay elde edebilmek için Şirket birleşme ve satın alma yolunu tercih etmektedirler. Bu çalışmanın amacı birleşme ve satın alma işlemi gösteren Şirketlerin, bu işlemi gerçekteŐirmeden önce çıkan birleŐeceklerine dair dedikodu tarihlerinde Şirketlerin borsa getirileri üzerinde etkilerinin olup olmadığının araŐtırılmasıdır. Bu amaç doğrultusunda, 2005-2017 yılları arasında borsada işlem gören ve birleşme ve satın alma işlemi gösteren 20 Şirketin verilerinden yararlanılarak hedef Şirketlerin getirilerine etkisi araştırılmıştır. Çalışma da Olay Analizi (Event Study) yöntemi ve olay analizine bağlı Bağımlı Örnekleme t-Testi (Paired Samples t-Test) kullanılmıştır. Yapılan araştırma sonucunda ele alınan dönemlerde satın alma ve birleşme dedikodu haberlerinin bazı hedef Şirketlerin getirisine etkisinin anlamlı olduğu bulunurken, bazı Şirketlerin ise bu olaya anlamsız tepki gösterdiği saptanmıŐtır. Bağımlı Örnekleme t-Testi sonuçlarına bakıldığında (-3/+3) olay penceresinde CAAR değerleri üzerinde anlamlı etki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler:

Birleşme ve Satın Alma, Devralma Söylentileri, Olay Analizi.

JEL Kodları:

G11, G14, G34.

Keywords:

Mergers and Acquisitions, Takeover Rumors, Event Analysis.

JEL Codes:

G11, G14, G34.

Abstract

Mergers and acquisitions have become one of the most important strategies for companies to expand their business with the effect of globalization as well as an increase in a competitive environment in the recent era. Companies prefer mergers and acquisitions to strengthen their position or to gain more shares in the market. This study aims to investigate the impact of the rumor dates of mergers and acquisitions on stock returns by analyzing 20 companies that were listed in the Turkish stock market and engaged in merger and acquisition activities between 2005-2017. In this study, we primarily focus on the returns of the target companies and employ event study methodology and Paired Samples t-Test analyses. As a result of the study, it was found that the effect of the acquisition and merger rumor date on the returns of some target companies was significant, while some companies reacted insignificantly to this event. Considering the Paired Sample t-Test results (-3/+3), a significant effect was found on CAAR values in the event window.

* Bu çalışma, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Anabilim Dalında hazırlanan ve 2022 yılında kabul edilmiş olan “Satın alma ve birleşme haberlerinin borsa getirisi üzerine etkisi: 2005-2017 Borsa İstanbul örneği” adlı yüksek lisans tezinden türetilmiŐtir.

** Yüksek Lisans Mezunu, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Türkiye, ercan_seden579@hotmail.com, ORCID: 0000-0002-3307-5813

*** Dr. Öğr. Üyesi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İİBF, Türkiye, ozkanhaykir@gmail.com, ORCID: 0000-0003-2800-8699

Makale GeliŐ Tarihi (Received Date): 23.03.2022 Makale Kabul Tarihi (Accepted Date): 17.09.2022

Bu eser Creative Commons Atıf-Gayri Ticari 4.0 Uluslararası Lisansı ile lisanslanmıŐtır.



1. Giriş

Teknolojik gelişmelerdeki artış ve şirketler arasında hızla gelişen rekabet ortamı ile birlikte günümüzde şirketler büyüme amacıyla birleşme ve satın alma yoluna gitmektedirler. Şirket birleşmeleri 1890’lı yıllardan günümüze kadar devam etmekte olup 2000’li yıllardan sonra hız kazanmaya başlamıştır. Dünyada meydana gelen ekonomik krizler ise şirket birleşmelerini zorunlu kılmaktadır. Birleşen şirketler bu sayede piyasa koşullarına daha fazla uyum sağlamak ve güçlü bir rekabet ortamı oluşturmaktadır. Bu nedenle şirketler faaliyetlerini sürdürebilmek için büyüme stratejisi olarak birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştirmektedirler. Büyüme stratejisi yolunda giden şirketler ilk olarak dış ülkelere ithalat ve ihracat gerçekleştirmekte daha sonrasında ise iş ortaklıkları ve şirket birleşmelerine yönelmektedir (Şahin, 2011: 1).

Türkiye’de ilk olarak şirket birleşme ve satın almalarına 1800’lü yılların sonlarına doğru rastlanmıştır. Başlangıçta şirket birleşme örneklerine bankalarda daha fazla rastlanırken gün geçtikçe her sektörden şirketler arasında birleşme örnekleri ortaya çıkmış ve yabancı şirketlerle birleşmeler de zamanla artmıştır (Sakarya, 2002: 90). Türkiye’de gerçekleştirilen ilk şirket birleşmelerinin örneği 1874 yılında meydana gelen “Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane” nin birleşmesidir (Ayan, 2015: 50). Türkiye’de şirket birleşme ve satın almaları 1950’li senelerden sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu dönemde gerçekleştirilen şirket birleşmeleri genellikle zor durumda olan bankaların ekonomiye yeniden kazandırılması amacıyla uygulanmıştır (Elmas, 2007: 50). 1959 yılında gerçekleştirilen Tumsu Bank, Türkiye Eski Muharipler Bankası ile birleşerek Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası’nı oluşturmuşlardır. Aynı zamanda 1960 yılında Türkiye Turizm Bankası ile T.C. Turizm Bankası’nın birleşmesi de buna örnek olarak gösterilebilmektedir (Sarıkamış, 2003: 26).

Türkiye’de 1980’li yıllardan sonra daha çok görülmeye başlayan şirket birleşmeleri 1990’lı yılların ortalarında da hız kazanmaya devam etmiştir. Şirketler küreselleşme ile birlikte sektörlerinde en büyük olmak, daha çok müşteriye ulaşmak, bünyesinde bütün ürün ve hizmetleri barındırabilmek için şirket birleşmelerine yönelmişlerdir (Sakarya, 2002: 90). 20. yüzyılın sonlarına doğru adını duyuran “küreselleşme” kavramı hala tüm dünyada etkisini göstermekte ve aynı hızla şirket birleşme ve satın almaları devam etmektedir. Şirket birleşmeleri gelişmiş ülkelerde başlamış ve tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de etkisini göstermiştir. Dünyada ilk birleşmeler 1890’lı yıllarda ABD’de meydana gelmiştir. Birleşme ve satın alma işlemleri, 1960’lı yıllardan sonra ise AB ve diğer gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmaya başlamıştır. 1980’li yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımların artması ile birlikte birleşme ve satın almaların büyük çoğunluğu bu ülkelerde artış göstermiştir (Şahin ve Yılmaz, 2010: 64).

Geçmiş dönemlerde gerçekleştirilen şirket birleşmeleri gelişmiş ülkelerdeki şirket birleşme ve satın almalarından farklı olarak özellikle zor duruma düşen şirketlerin satın alınması, kamu şirketlerinin devredilmesi veya vergi avantajlarından faydalanmak amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bunların yanı sıra şirketlerin ekonomiye yeniden kazandırılması, ekonomik güçlük çeken bir şirketin daha uygun fiyata satın alınabilmesi ve borç kapasitesini artırabilmek gibi sebeplerle de şirketler arasında birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleştiği görülmektedir (Şahin, 2011: 28).

Şirketler büyüme stratejilerini gerçekleştirebilmek için günümüzde en hızlı ve uygulanabilirliği kolay yöntem olarak birleşme ya da satın alma faaliyetlerine yönelmektedirler.

şirketler birleşme faaliyeti ile pazara hâkim olmayı, satın alma faaliyetiyle de çeşitlendirme yaparak piyasa risklerinden korunmayı hedeflemektedirler. Bu nedenle şirketler devamlılıklarını sağlayabilmek ve rekabet koşullarını sürdürebilmek için birleşme ve satın alma faaliyetleri ile büyüyerek uluslararası düzeylere ulaşmaya başlamışlardır. Son yıllarda birleşme ve satın alma işlemleri uluslararası boyut kazanmış ve daha fazla yaygınlaşmıştır. Dolayısıyla şirketler uluslararası pazarlarda rekabet avantajı elde etmekte ve dünya pazarlarında daha fazla paya sahip olabilmektedirler. şirketlerin asıl amacı, şirketin değerini maksimize etmesidir. şirketler bu amaçları doğrultusunda farklı stratejiler uygulamaktadır. Bu stratejilerden en önemlisi büyümedir. Ekonomide sınırların kalkması, uluslararası rekabet seviyesinin yükselmesi ve yeni pazarlara giriş imkânlarının doğması ile büyüme faaliyetleri şirketler açısından hız kazanmıştır (Ercan ve Ban, 2005: 199).

şirketlerin kazançlarını ve diğer nakit akışlarını zamanında duyurması şirketler açısından olumlu ve şeffaf olmaktadır. Duyuruların büyüklüğü ve zamanlaması şirketlerin kazançları ile ilgili olarak yatırımcılara finansal konularda faydalı bilgiler vermektedir. Yatırımcı bir şirket, yapacağı yatırım için bugün koymuş olduğu sermayeye göre daha çok kazanç elde edebileceği beklentisinde olabilmektedir. Dolayısıyla, borsada faaliyet gösteren bir şirketin yatırım yapacağına dair açıklamalar, gelecekte daha yüksek kazanç beklentisine paralel olarak o şirketin hisse senedi fiyatını, yani piyasa değerini olumlu yönde etkileyebilmektedir (Kaderli ve Demir, 2009: 47).

Diğer yandan, “Etkin Piyasa Hipotezi” bir piyasanın yarı güçlü formda etkin olması durumunda, borsada faaliyet gösteren şirketlerin önemli duyuruların hisse senedi fiyatına etkisinin olmamasını dolayısıyla duyuru sonrasında anormal bir getiri elde edilemeyeceğini savunmaktadır. Bu nedenle, bir şirketin yatırım yapacağına dair açıklamada bulunması, piyasanın etkinlik derecesine bağlı olarak hiçbir etki oluşturmayabilir (Korkmaz ve Ceylan, 2006: 268).

Finansal piyasaların yeni finansal araçların teşvik edilmesi ve uluslararasılaşması gibi gelişmelerinde uluslararası dereceleme kuruluşları kullanılmaktadır. Kredi dereceleme kuruluşları şirketlerin ve hükümetlerin çıkarmış oldukları borç senetlerine belirli kriterler çerçevesinde dereceler vermektedir. Kredi dereceleme kuruluşlarının vermiş oldukları dereceleme notuna başta potansiyel yatırımcılar olmak üzere, şirket ortakları ve yöneticileri, kreditorler ve yatırım analistleri gibi birçok kesim ilgi duymaktadır. Dolayısıyla, yatırımcılar kredi dereceleme kuruluşlarının verdiği notları baz alarak yatırım kararı almaktadırlar (Korkmaz vd., 2017: 172).

şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin şirket performanslarına etkisini analiz eden çalışmalarda, çoğunlukla anlaşmanın sağlandığı resmi duyuru tarihleri ele alınmıştır. Literatürde şirketlerin birleşme kararları alırken şirketin performansına, personel bakımından insan kaynaklarına, ekonomik düzeylerine ve borsa getirilerine olmak üzere birçok konuda çalışmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda şirketlerin duyuru tarihleri ya da birleşmeden sonra şirketin nasıl bir seyir izlediği hakkında araştırmalar yapılmıştır. Buna karşın birleşme ve satın alma dedikoduları hakkında herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu çalışmada ise şirket birleşmelerine literatürden farklı bir şekilde yaklaşılmış olup şirketlerin birleşme ve satın alma duyurularının henüz çıkmadan önce söylenen dedikodu tarihlerinin ele alınması yönünden diğer çalışmalardan ayrılmaktadır. şirketlerin dedikodu tarihlerini belirlemede Bureau Van Dijk veri tabanı kullanılmıştır. Bu veri tabanı özel şirketler, kurumsal sahiplik, transfer fiyatlandırması,

M&A araştırması ve kredi bilgileri hakkında önde gelen bir tedarikçidir. Dolayısıyla şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerine dair çıkan dedikodu (söylenti) tarihlerinde hedef şirketlerin getirileri üzerinde herhangi bir farklılığın olup olmadığı araştırılacaktır. Bu amaç doğrultusunda analiz, Olay Çalışması (Event Study) yöntemi ile yürütülerek belirlenen tarih aralığında şirketlerin getirilerinde nasıl bir seyir izlediği doğru bir şekilde analiz edilmiş olacaktır. Böylelikle çalışmanın literatüre katkısı, şirketlerin dedikodu tarihlerinin duyurulması sonucunda borsa üzerinde hedef şirket getirilerinde ne tür bir hareketlilik olacağının tespit edilmesiyle şirketlerin birleşme ve satın alma kararlarını verirken bu doğrultuda kararlar almalarını sağlayacak ve şirketleri için doğru kararlar vermelerine katkı sağlayacaktır.

Bu çalışma beş farklı bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünde teorik çerçeve çizildikten sonra ikinci bölümde literatür taramasına yer verilmiştir. Üçüncü bölümde çalışmanın analizi veri seti hakkında bilgi verilmiştir. Dördüncü bölümde ise Olay Çalışması yöntemi açıklanmıştır. Beşinci bölümde analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Son bölümde ise çalışmanın sonuç kısmı yer almaktadır.

2. Literatür Taraması

Literatürde şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerini inceleyen birçok ampirik çalışma bulunmaktadır. Yapılan çalışmalara Türkiye özelinde baktığımızda genellikle satın alma ve birleşme bilgilerinin kamuoyu ile resmi olarak paylaşıldığı tarihler veya satın alma ve birleşmenin fiilen gerçekleştiği tarihlerin firmaların borsa getirileri üzerindeki etkisinin incelendiği görülmektedir. Uluslararası çalışmalarda ise dedikodu tarihleri de araştırmacıların çalışmalarına konu olmuştur. Literatürde, şirket birleşme ve satın alma haberleri ile borsa getirileri arasında genellikle anlamlı bir ilişkinin olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Bu çalışmalardan bazıları kronolojik olarak kısaca özetlenmiştir.

Pound ve Zeckhauser (1990), Wall Street Journal’ın “Heard on the Street”te yayınlanan bir söylenti örneğini ele alarak, devralma söylentilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışma sonuçlarından piyasanın, söylenti tarihlerine verimli tepki verdiği görülmüştür. Devralma söylentisinin yayınlanmasından önceki ay, söylentili hedefler için önemli bir fiyat artışı gözlenmiştir.

Clarkson vd. (2006), Hotcopper İnternet Tartışma Sitesi’ndeki (IDS) şirket devralma söylentisi ilanlarına piyasanın tepkisini incelemişlerdir. Analiz sonuçlarından, söylenti tarihinden önceki gün ve söylenti gününde anormal getiri ve işlem hacimlerinin olduğu tespit edilmiştir. Söylenti günü içerisinde 10 dakikalık kayıt aralığı boyunca anormal getiriler ve işlem hacimleri ve hemen öncesindeki 10 dakikalık aralık sırasında anormal işlem hacmi gösterdiği bulunmuştur. Bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, IDS’de şirket devralma söylentilerinin yayınlanmasına piyasanın tepkisi tutarlı olarak tespit edilmiştir.

Gülmez (2006), İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)’de işlem gösteren şirketlerin birleşme ve satın alma faaliyetleri ile fiyatlarında meydana gelen değişimi Türkiye üzerinden incelemiştir. Çalışmada İMKB’deki şirketlerin 1990-2005 yılları arasında gerçekleşen birleşme ve satın alma faaliyetleri alınarak bu faaliyetlerden oluşan fiyat değişim verileri analizde kullanılmıştır. Çalışmaya göre bazı şirketlerin fiyatlarında normalüstü getiri tespit edilirken bazı şirketlerde bu getiriye ulaşılamamıştır.

Şenel (2008), Şirketlerin birleşme ve satın almalarında kurum k¼lt¼r¼n¼n nasıl etkilendiğini araştırmayı amaçlamıŐtır. Bu amaç doğrultusunda kurum k¼lt¼r¼n¼ oluŐturan ¼gelerin nasıl etkilendiğinin analiz edilmesi için 75 Şirket y¼neticisinden oluşan ¼rnek k¼tle belirlenmiştir. Kurum k¼lt¼r¼n¼ 4 ana boyut olmak üzere toplam da 12 alt boyuttan ¼geler oluşturmaktadır. Analizde 4 ana boyut olan “iliŐki, tutarlılık, adapte olabilirlik ve misyon” ana boyutlarında birleşme ve satın alma personelleri üzerinde oluşturduğu etki incelenmiŐtir. Çalışmanın sonucunda, 4 ana boyutta da birleşme ve satın alma sonrasında personellerin olumsuz y¼nde etkilendikleri belirlenmiştir.

Spiegel vd. (2010), web sitesinde yayınlanan s¼yolenti tarihlerinin hisse senedi getirileri ¼zerindeki etkisini arařtırmıŐlardır. Çalışmanın sonuçlarından elde edilen bulgulara g¼re piyasanın s¼yolenti tarihlerine olumlu yanıt verdiği tespit edilmiştir. Olay g¼n¼ ve olay g¼n¼nden ¼nceki 5 g¼n boyunca anormal hisse senedi getirisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Eyceyurt ve Serçemeli (2013), İMKB’de faaliyet g¼steren Şirketlerin 2008-2009 yıllarında gerçekleŐtirdikleri birleŐmelerin, satın alan Şirket bakımından hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemişlerdir. Çalışmada bu etkinin tespiti için t testi uygulanmıŐ ve her g¼n için endekse aşırı getirinin olup olmadığı belirlenmiştir. Uygulama sonucunda 180 g¼nl¼k s¼rete endekse aşırı getirinin olmadığı, 5 ile 30 g¼n gibi daha kısa d¼nemlerde ise aşırı getiri az da olsa gerçekleşmiştir.

Laouiti vd. (2015), devralma s¼yolentilerinin hisse senedi fiyatları ¼zerindeki kısa vadeli etkisini ¼lm¼Őlerdir. Çalışmada 1997-2011 yılları arasındaki medyada (haber ajansları, Web siteleri, gazeteler vb.) ıkan 200 s¼yolenti tarihlerini ele alınarak Fransız Borsası ¼zerinde analiz yapılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına g¼re s¼yolentinin ortaya çıktığı tarih ve sonrasında hedef Şirketlerin fiyatları ¼zerinde ¼nemli bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarında, s¼yolentilerin yayılmasından 50 g¼n sonra, ortalama %4’l¼k bir getiri olduğu g¼r¼lm¼Őt¼r. Bu sonucu ise, g¼venilirlik, s¼yolenti ¼zellikleri ve devralma teklifinin beklenen etkileri ile açıklamıŐlardır.

Mulherin ve Şimşir (2015), birleşme işlemlerinin duyuru tarihleri ile olay çalışması yapan araştırmacılar tarafından bu tarihlerin doğru bir Şekilde iŐlenip iŐlenmediĐini arařtırmıŐlardır. Çalışmaya g¼re, anlaşmaların %24,1’inde olay tarihi olarak “Duyuru Tarihi” alanını kullanmanın pop¼ler seçiminin, birleşme s¼yolentileri gibi birleŐmeyle ilgili olaylar ve daha ¼nceki anormal fiyat hareketleri nedeniyle hedef firma anormal getirilerinin taraflı tahminlerine yol açıldığı bulunmuştur.

Arslan ve Şimşir (2016), birleşme ve satın almalar için sağlanan duyuru tarihlerinin, T¼rkiye’de hedef firmalar ¼zerindeki getiri etkilerini belirlemek için doğru olay tarihleri olup olmadığını arařtırmıŐlardır. Çalışmada duyuru tarihlerinin %74’¼n¼n birleşme s¼yolentileri, hedef firmaların potansiyel devralıcı arayıŐları ve erken aŐama birleşme m¼zakere duyuruları gibi birleşme işlemlerinden ¼nce geldiğini tespit etmişlerdir. Analiz sonucuna g¼re, erken tarihler etrafındaki hedef k¼m¼latif anormal getiri (CAR) değerleri, birleşme duyuru tarihlerine ilişkin CAR değerlerinin neredeyse iki katı Şeklinde bulunmuştur.

Doğan (2017), T¼rkiye’de Şirket birleşme ve satın almalarını 11 banka açısından 2002-2016 yılları arasında incelemiştir. Verilere ek olarak T¼rkiye Bankalar Birliği (TBB)’nden ulaşılan 66 finansal rasyo ele alınmıştır. Çalışmada fakt¼r analizi ile finansal rasyolar içinden

anlamli olacak şekilde gruplara ayrılarak, göstergeleri en iyi açıklayan göstergeler seçilmiştir. Faktör analizi ile yapılan çalışmada çıkan veriler doğrultusunda anlamli olan göstergeler ile probit model oluşturularak analize alınan bankaların performansları ölçülmüştür.

Genç ve Kalkan (2020), Türkiye’de gerçekleştirilen birleşme ve satın alma faaliyetlerinin 1990-2017 yılları arasındaki sonuçlarını incelemişlerdir. Birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası karşılaştırılmaların yapıldığı çalışmada farklı sektörde şirketlerde referans olarak alınmıştır. Çalışma sonucu Türkiye’deki şirketlerin satın almalar sonucunda finansal performans üzerinde olumlu etkileri görülmüştür. Aynı zamanda satın alan şirketlerin satın almayan şirketlere göre büyüme açısından daha geride kaldığı sonucuna varılmıştır.

Yang ve Chen (2021), 2004-2014 yılları arasında Çin Borsası’nda gerçekleşen devralma söylentilerine karşı verilen tepkileri incelemişlerdir. Çalışmada birleşme ve satın alma hedefleri için söylenti öncesi fiyat artışları tespit edilmiştir. Aynı zamanda 41 günlük (-20/+20) olay penceresinde birleşme ve satın almalarda söylenti hedefleri için önemli bir anormal getiri bulunmamıştır. Bununla birlikte, piyasanın gerçek söylentilere tepkileri, yanlış söylentilere verilen tepkilerden daha yüksek olduğu görülmüştür.

3. Ampirik Analiz ve Veri Seti

Çalışmada şirketlerin yapmış oldukları birleşme ve satın alma işlemlerinin dedikodu tarihlerinde borsa getirilerinde herhangi bir farklılığın olup olmadığı hedef şirket açısından test edilecektir. Bu çalışma 2005-2017 yılları arasındaki satın alma ve birleşmeye konu olan 20 şirketin dedikodu tarihlerinde getirileri üzerindeki etkileri Olay Analizi yöntemi ile test edilmiştir. Analiz için kullanılacak olan dedikodu tarihleri Bureau Van Dijk veri tabanında yer alan Zephyr sitesinden elde edilmiştir. Zephyr veri tabanı dünya genelinde birleşme ve satın alma, halka arz, risk sermayesi ve özel sermaye anlaşmaları hakkında bilgi içermektedir. Veri tabanında ülkelerin en önemli gazetelerinde çıkan satın alma ve birleşme haberlerinin tarihlerinin yanı sıra duyurulan ve tamamlanan satın alma ve birleşme anlaşmaları hakkında da bilgiler bulunmaktadır. Şirketlerin getiri verileri ve olay analizinde kullanılacak olan BIST-100 endeks getirisi ise investing.com adresinden elde edilmiştir. Şirketlerin duyuru tarihleri birleşme işlemine ait resmi tarihi belirtirken, dedikodu (söylenti) tarihleri ise şirket hakkında satın alma ve birleşmenin ilk olarak yönetim birimleri tarafından söylenmesi veya ülkenin bilinen gazetelerinde haber yapıldığı tarih olarak veri tabanına kaydedilmektedir (Yang and Chen, 2021). Analize konu olan şirketler alıcı şirket ve hedef şirket olarak Tablo 1’de gösterilmiştir. Tablo 1’de birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren 20 adet şirketin alıcı şirketleri, duyuru tarihleri ve dedikodu (söylenti) tarihleri yer almaktadır.

Tablo 1. Çalışmada Yer Alan Şirketler

Adet	Alıcı Şirket	Hedef Şirket	Şirket Kodları	Dedikodu Tarihi	Duyuru Tarihi
1	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN1	21.02.2017	21.02.2017
2	Finansbank AŞ.	Finans Finansal Kiralama AŞ.	FFNS	03.02.2016	03.02.2016
3	Gedik Yatırım Holding AŞ.	Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı AŞ.	HBG	16.03.2016	16.03.2016
4	Qatar National Bank SAQ.	Finansbank AŞ.	FNS1	01.10.2015	22.12.2015
5	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN2	04.02.2015	27.07.2015
6	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı AŞ.	Makine Takım Endüstrisi AŞ.	MKN	19.09.2014	19.09.2014
7	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN3	19.11.2014	19.11.2014
8	Nortel Networks Netaş Telekomünikasyon AŞ.	Kron Telekomünikasyon Hizmetleri AŞ.	KRN	08.11.2013	28.11.2013
9	Dagi Yatırım Holding AŞ.	Dagi Giyim San. ve Tic. AŞ.	DGG	24.09.2012	24.09.2012
10	Aeroports De Paris SA.	Tav Havalimanları Holding AŞ.	TVH	17.01.2012	12.03.2012
11	Çimsa Çimento San. ve Tic.AŞ.	Afyon Çimento Sanayi TAŞ.	AFYN	10.05.2011	21.11.2011
12	Goldman Sachs Group Inc.	Aksa Enerji Üretim AŞ.	AKSE	25.07.2011	25.07.2011
13	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA.	Türkiye Garanti Bankası AŞ.	GRN4	21.10.2010	02.11.2010
14	Metalprio Solutions SA.	Klimasan Klima San. ve Tic. AŞ.	KLM	23.01.2009	23.01.2009
15	CEZ AŞ.	Ak Enerji Elektrik Üretim AŞ.	AKE	08.10.2008	08.10.2008
16	National Bank of Greece SA.	Finansbank AŞ.	FNS2	20.08.2008	20.08.2008
17	Citigroup Inc.	Akbank TAŞ.	AKB1	07.03.2006	17.10.2006
18	Akbank TAŞ.	Akbank TAŞ.	AKB2	03.05.2005	12.05.2005
19	Doğan Şirketler Grubu Holding AŞ.	Ray Sigorta AŞ.	RYSG	20.04.2005	20.04.2005
20	Koç Holding AŞ.	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafineri	TPRŞ	02.03.2005	13.09.2005

Çalışmanın analiz bölümü dört aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada analizde yer alan şirketlerin kümülatif anormal getirilerinin kendi olay tarihlerine verdikleri tepkiler Olay Analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. İkinci aşamada, veri setinin Bağımlı Örneklem T-Testi uygulamaya uygun olup olmadığı Shapiro-Wilk testi ile analiz edilmiştir. Son olarak ise, şirketlerin söz konusu olay tarihlerinden önce ve sonra bulunan kümülatif anormal getirilerin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı Bağımlı Örneklem T-Testi (Paired Samples T-Test) ile analiz edilmiştir. Son olarak da analize konu olan 20 satın alma ve birleşme dedikodu ve duyuru tarihleri aynı ve farklı olmak üzere iki gruba ayrılarak bu grupların kümülatif anormal ortalama getirilerin farklı olup olmadığı araştırılmıştır.

4. Yöntem

Araştırma için kullanılan Olay Analizi yöntemi ve Bağımlı Örneklem t-Testi yöntemi aşağıda ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır. Olay analizi yöntemi, bir olayın belirli bir dönem ya da birkaç dönem için belirli bir olaya odaklanarak, söz konusu olay karşısında piyasanın vermiş olduğu anormal tepkiyi ölçmek için kullanılan bir yöntemdir. Aynı zamanda olayın dönemler üzerindeki etkisi hakkında tahmin ve sonuç çıkarmaya izin veren analiz yöntemidir. Olay analizi, muhasebe ve finansman gibi konularda şirket birleşmeleri, yeni pay ihraçları, mali tablo ilanları, farklı siyasi ve ekonomik olayların ortaya çıkması ya da endekse alınmaların şirketlerin, borsa endekslerinin ya da fonların bu gibi olaylara verdikleri tepkilerin araştırılmasında kullanılmaktadır (Mazgit, 2013: 230).

Olay analizi yöntemi için tek bir model olmamakla birlikte, finansal olayların çoğunda olayın tanımlanması, olay penceresi, olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve modelin kurulup test edilmesi yoluyla bulguların değerlendirilmesi şeklinde dört adımda uygulanmaktadır (Aydoğan, 2021: 146). Dolayısıyla Olay Analizinin tamamlanabilmesi için tüm bunların doğru bir şekilde tanımlanması gerekmektedir. Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

Analizde olay penceresi, -3 gün olay öncesi ve +3 gün olay sonrası ve olay günü olmak üzere 7 gün olarak ve tahmin penceresi ise olayın etkisinin olmadığı düşünülen olay öncesi (-180, -4) 177 gün olarak belirlenmiştir. Çalışmada 7 günlük olay penceresi ile 180 günlük tahmin penceresinde yani toplamda 187 günlük dönemde çakışan olaylar analize dâhil edilmemiştir.

Olay Analizi yöntemi genel olarak 5 adımdan oluşmaktadır. Bu adımlar aşağıdaki gibidir (Schweitzer, 1989: 25-26; Cowan ve Sergeant, 1996: 1734; Campbell vd., 1997: 158-163; MacKinlay, 1997: 18-21; Binder, 1998: 112-113; Aksu ve AYTEKİN, 2015: 211; Yavuz vd., 2015: 78-79).

Olay analizi kapsamında çalışmada bulunan her bir birey, birim ya da şirketin (i), olay penceresi dâhilinde her bir günü (t) için fiili getiri oranları bulunmaktadır. Fiili getiri oranı Eşitlik 1’de gösterilmektedir. Eşitlikte yer alan R_{it} i’nin t gündeki fiili getirisini, P_{it} i’nin t gündeki fiyatını ve P_{it-1} i’nin t-1 gündeki fiyatını belirtmektedir.

$$R_{it} = \left(\frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \right) \quad (1)$$

Anormal getirinin hesaplanması için ihtiyaç duyulan diğer bir değişken pazar getiri oranıdır. Analizde pazar getirisi olarak BİST 100 Endeksi’nin getiri oranı ele alınmıştır. Pazar getiri oranı Eşitlik 2’de gösterilmektedir. Eşitlikte R_{mt} BİST 100 Endeksi’nin t gündeki fiili getirisini, P_{mt} BİST 100 Endeksi’nin t gündeki fiyatını ve P_{mt-1} BİST 100 Endeksi’nin t-1 gündeki fiyatını belirtmektedir.

$$R_{mt} = \left(\frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \right) \quad (2)$$

Literatürde anormal getiri hesaplamak için genel olarak 3 farklı yöntemin varlığı kabul edilmektedir. Bu yöntemlerden birincisi şirket ortalama getirisi kullanılarak hesaplanan anormal getiri, ikincisi piyasa getirisi kullanılarak hesaplanan anormal getiri ve son olarak üçüncüsü ise piyasa modeli (regresyon modeli) kullanılarak hesaplanan anormal getirdir (Schweitzer, 1989). Bu çalışmada anormal getiri hesaplaması yapılırken kullanılan piyasa modeli tercih edilmiştir.

Analizde yer alan her bir şirketin, olay penceresi dâhilindeki regresyon analizi kullanılarak denklem parametreleri tahmin edilmiştir. Regresyon Eşitlik 3'te gösterilmektedir. Eşitlikte β regresyon parametresini ve ε_{it} t gündeki hata terimini belirtmektedir.

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Regresyon parametreleri tahmin edildikten sonra borsa getirileri \widehat{R}_{it} , tahmin edilen parametreler ($\widehat{\alpha}, \widehat{\beta}$) kullanılarak ve piyasa getiri ($R_{it} = \widehat{\alpha} + \widehat{\beta} R_{mt}$) denkleminde ikame edilerek tahmin edilir. Anormal getiriler, tahmini normal getiri ile fiili getiri arasındaki farktır. AR Eşitlik 4'te gösterilmektedir. Eşitlikte \widehat{R}_{it} t gündeki tahmini getiriyi gösterir.

$$AR_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{it} \quad (4)$$

Her bir şirket ve olay penceresindeki, her gün için kümülatif anormal getirisi Eşitlik 5'te gösterilen formül ile hesaplanır.

$$CAR_t = \sum_{i=1}^N AR_t \quad (5)$$

Çalışmada ele alınan 20 şirket için ayrı ayrı hesaplanan CAR değerleri istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar gösteriyor ise birleşme ve satın almalarda dedikoduların hedef şirket getirisi üzerinde etkili olduğu sonucuna varılabilir. CAR değerleri pozitif ise çıkan dedikoduların pozitif getiri oluşturduğu ifade edilirken, CAR değerleri negatif ise çıkan dedikoduların negatif getiri meydana getirdiği ifade edilmektedir. Bu durumda, CAR değerlerinin, %5 istatistik düzeyinde pozitif ya da negatif olarak anlamlı bir farklılığa sahip olmaması şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikoduların hedef şirket getirilerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Birden fazla şirketin olaya verdiği tepkiyi test etmek için kullanılan bağımlı örneklem testi için ise olay penceresi dâhilinde her bir gün için ortalama anormal getiri (Average Abnormal Return-AAR) hesaplanmaktadır. AAR Eşitlik 6'de gösterilmektedir. Eşitlikte AAR_t t gündeki ortalama anormal getiri (Average Abnormal Return-AAR) yi belirtmektedir.

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N (1/N)AR_{it} \quad (6)$$

Olay penceresi dahilindeki her bir gün için kümülatif ortalama anormal getiri (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) hesaplanmaktadır. CAAR Eşitlik 7'de gösterilmektedir. Eşitlikte $CAAR_t$ t gündeki kümülatif ortalama anormal getiri (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) yi belirtmektedir.

$$CAAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_t \quad (7)$$

Olay analizi yönteminde uygulanan yukarıdaki adımlar sonucunda çıkan CAAR değerlerinin 0'dan farklı olarak gerçekleşmesi, ele alınan olayın, getiri oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki gösterdiği anlamına gelmektedir. Bu etkinin anlamlılığını ölçmek için ise t-testi analiz edilmektedir. Etkin Piyasalar Hipotezine göre, yarı güçlü formda etkin bir piyasada anormal getiri elde edilmesi mümkün değildir. Bu durumda hesaplanan CAAR değerlerinin 0'dan farklı çıkmaları durumunda piyasanın yarı güçlü formda etkin

olmadığı sonucuna varılmaktadır. CAAR değerlerinin 0'a eşit veya 0'a yakın olması ise, analize konu olan olayın dedikodusunun şirketlerin getirileri üzerinde etkili olmadığı ve anormal getiriye neden olmadığı sonucuna varılabilir. Yani piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu savunulmaktadır (Kaderli, 2007: 148).

Analize konu olan şirketlerin borsa getirilerinin toplu olarak dedikodu gününe verdikleri tepkiyi ölçmek için, olay penceresi etrafındaki anormal getirilerin ortalaması alınarak ortalama anormal getiri ve kümülatif ortalama anormal getiriler hesaplanmıştır. Olay penceresinde yer alan firmaların panel olarak kullanıldığı bu analizde t-değerlerinin mutlak değerinin 1.64 yani %10 anlamlılık seviyesinden yüksek olup olmadığı tespit edilmiştir. Panel kümülatif ortalama anormal getirilerin olay penceresindeki anlamlılık seviyelerini test etmek için kullanılan t-istatistiği eşitlik 8'de gösterilmiştir.

$$t - \text{istatistiği} = \frac{CAAR_t}{\sigma} \quad (8)$$

Eşitlik 8'de tüm firmaların kümülatif ortalama anormal getirileri pay kısmını oluştururken, payda da yer alan standart sapmalar tahmin penceresinde tespit edilen kümülatif ortalama anormal getirilerin standart sapması şeklinde kullanılmıştır (Brown ve Warner, 1985).

İki farklı grup ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı parametrik ve parametrik olmayan hipotez testleri ile analiz edilmektedir. Parametrik hipotez testleri, ortalamaları karşılaştırılan veri grupları ile bu veri gruplarının örneklem dağılımları, veri sayısı, veri ölçeği ve varyansların homojenliği gibi konularda farklı varsayımların sağlanmasını öngörürken, parametrik olmayan hipotez testlerinde bu gibi varsayımların sağlanması şartı öngörülmemektedir (Seçer, 2015: 44-45).

Olay Analizi yöntemiyle hedef şirket getirilerine ilişkin hesaplanan olay öncesi ve sonrası CAAR_t değerleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı parametrik hipotez testi olan Bağımlı Örneklem t-Test ile test edilmiştir. Bağımlı Örneklem t-Testi ile ulaşılan olay öncesi ve sonrası ortalamaları arasındaki farklılığın anlamlı olup olmadığı analiz edilmektedir (Ercan, 2021: 8).

Bağımlı Örneklem t-Test'te t istatistik değeri Eşitlik 9'da gösterilmektedir (Field, 2009: 327). Eşitlikte, \bar{D} bağımlı örneklem farklarının ortalamasını, μ_D bağımlı örneklem arasındaki farkların beklenen ortalamasını, S_D/\sqrt{N} farkların standart hatalarını göstermektedir.

$$t = \frac{\bar{D} - \mu_D}{S_D/\sqrt{N}} \quad (9)$$

Çalışma kapsamında Bağımlı Örneklem t-Testi ile analiz edilen hipotezler aşağıdaki gibidir.

H_0 : Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur.

H_1 : Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

5. Ampirik Bulgular

Bu çalışmada ele alınan 20 Şirketin birleşme ve satın alma işlemleri için toplanan verileri ile Şirketlerin günlük getirileri, BİST 100 Endeksi getirileri, Anormal Getiri (AR), Ortalama Anormal Getiri (AAR) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (CAAR) değerleri hesaplanmaktadır.

Şirket birleşme ve satın alma işlemleri öncesi ve sonrası için hesaplanan AR, AAR ve CAAR değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadıkları Bağımlı rneklem t-Testi de hesaplanmak suretiyle test edilmiştir. Çalışmada Şirketlerin (-3/+3) günlük için CAR ve t istatistik değerleri analiz edilmiştir. (-3/+3) olay penceresi CAR ve t-testi analiz sonuçları Ek Tablo 1’de gösterilmektedir.

EK Tablo 1’de ele alınan Şirketlerin (-3/+3) olay aralıkları için hesaplanan CAR değerlerine ilişkin t testi istatistikleri verilmiştir. Tabloya göre, (-3/+3) olay günleri için Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Afyon imento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik retim (AKE), Akbank (AKB2) ve Ray Sigorta (RYSG) Şirketleri için hesaplanan CAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlıdır. Dolayısıyla bu olay günlerinde H_0 hipotezi reddedilerek, “Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef Şirket getirileri üzerine etkisi vardır” sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda bu Şirketler için piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı söylenebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar Şirketlerin birleşme işlemlerinden önce açıklanan dedikodu tarihleri için Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN) ve Akbank (AKB2) Őirketlerinde pozitif yönde etki ederken, Afyon imento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik retim (AKE) ve Ray Sigorta (RYSG) Őirketlerinde negatif yönde etki ettiği görülmektedir.

Ek Tablo 1’de (-3/+3) için CAR değerlerine ilişkin t testi istatistik sonuçlarından, Garanti Bankası (GRN1), Finans Finansal Kiralama (FFNS), HUB Girişim Sermayesi (HBG), Garanti Bankası (GRN2), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Garanti Bankası (GRN3), DAGI Giyim Sanayi (DGG), Aksa Enerji retim (AKSE), Garanti Bankası (GRN4), Klimasan Klima Sanayi (KLM), Finansbank (FNS2), Akbank (AKB1), Tüpraş Türkiye Petrol Rafineri (TPRŞ) ve TAV Havalimanları Holding (TVH) Şirketleri için hesaplanan CAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla bu olay günlerinde H_0 hipotezi kabul edilerek, “Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin hedef Şirket getirileri üzerine etkisi yoktur” sonucuna varılmıştır.

Brown ve Werner (1985) makalesinde de belirtildiği üzere tek bir olayın firma üzerindeki etkisinin anormal getirisinin 0’dan farklılığının test etmek sağlıklı sonuçlar vermeyebilecektir. Bu nedenle Ek Tablo 1’in son sütununda Brown ve Werner (1985) makalesinde yöntem temel alınarak ortalama anormal ve ortalama kümülatif anormal getiriler (-3/+3) için hesaplanmış ve t-istatistiği incelenerek istatistiği anlamlılık seviyesi incelenmiştir. Panel sütunundaki sonuçlar incelendiğinde satın alma ve birleşme dedikodularının hesaplanan CAAR değerleri belirli günlerde istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 2’de ise verilerin normal dağılımını test eden Shapiro-Wilk testi ve bütün Şirketlerin aynı anda analize dahil edildiği ve olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığını gösteren Bağımlı rneklem t-Testi sonuçları gösterilmiştir.

Normal dağılım testi sonuçları yorumlanırken gruplardaki veri sayısı (N) dikkate alınmaktadır. Büyüköztürk’e (2012) göre, $N \geq 50$ olması durumunda Kolmogrov-Smirnov testinin, $N \leq 50$ olması durumunda ise Shapiro-Wilk testi sonuçları dikkate alınmaktadır. Akbulut’a (2011) göre, $N \geq 30$ olması durumunda Kolmogrov-Smirnov testinin, $N \leq 30$ olması durumunda ise Shapiro-Wilk testi sonuçları dikkate alınmaktadır. Çalışmada ele alınan CAAR değerleri 3 günlük verileri oluşturmaktadır. Dolayısıyla Shapiro-Wilk testi sonuçları dikkate alınmaktadır. Dağılımın normal olup olmadığına karar verebilmek için hangi test yorumlanıyor ise teste ilişkin p değerinin %5 kritik değerinden yüksek olması gerekmektedir (Seçer, 2015: 28). Tablo 2’de bulunan Shapiro-Wilk testi sonuçları incelendiğinde, olay öncesi CAAR değerine ilişkin p değeri $0.655 > 0.05$, olay sonrası CAAR değerine ilişkin p değeri ise, $0.124 > 0.05$ olarak tespit edilmiştir. Dolayısıyla olay öncesi ve olay sonrası için normal dağılım gösterdiği tespit edilmiştir. Bu nedenle, Bağımlı Örneklem t-Testi sonuçları yorumlanabilmektedir.

Tablo 2. CAAR Değerlerine İlişkin Normal Dağılım Testleri ve Bağımlı Örneklem t-Testi Sonuçları (-3/+3)

Normal Dağılım Test Sonucu						
Shapiro-Wilk						
	İstatistik	Sd.	p-değeri			
Olay Öncesi CAAR	0.967	3	0.655			
Olay Sonrası CAAR	0.804	3	0.124			
Bağımlı Örneklem t-Testi Sonuçları						
	N	Ortalama	Std. S.	Fark	t-istatistik	p-istatistik
Olay Öncesi CAAR	3	0.3473	0.2921			
Olay Sonrası CAAR	3	2.3471	0.2733	1.9998***	4.9989	0.0075

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir.

Bağımlı Örneklem t-Testi sonuçlarında, olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olup olmadığı p-değerine bakılarak, CAAR değerleri üzerinde olayın nasıl bir etki yarattığı ise grupların ortalamaları incelenerek gözlemlenmektedir (Korkmaz vd., 2017: 182). Tablo 2’de bağımlı örneklem t-testi sonuçlarına göre, p değeri $0.007 < 0.01$ olarak gerçekleşmiştir. Buna göre olay öncesi ve olay sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla, şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkinin olduğunu ifade eden H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Diğer bir ifade ile satın alma ve birleşme dedikoduları çıktıktan sonra hedef şirketlerin getirileri ortalama olarak olay öncesine göre %2 oranında artmıştır. Bu durumda, şirket birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikoduların şirketlerin CAAR değerlerinde istatistiksel olarak anlamlı bir artışa neden olduğu söylenebilmektedir.

Analizde kullanılan bütün firmalar üzerine yapılan bağımlı örneklem t-testine ilave olarak, veri setindeki firmalar dedikodu tarihi ile duyuru tarihi aynı olan ve farklı olan olmak üzere iki gruba ayrılmış ve bu iki grubun olay penceresindeki (-3/+3) CAAR değerlerinde bir farklılık olup olmadığı t-testi yardımıyla analiz edilmiştir. Örneklemimizde dedikodu tarihi ve duyuru tarihi aynı olan 11 firma bulunurken farklı olan 9 firma bulunmaktadır. Tablo 3’te aynı ve farklı firmaların CAAR değerlerinin t-testi sonuçları yer almaktadır. Tablo 3’e baktığımızda dedikodu ve duyuru tarihleri farklı olan firmalar aynı olan firmalara göre daha fazla CAAR elde

etmişlerdir. Bu sonuç bize dedikodu bilgisinin ortaya çıkması ile yatırımcıların bu bilgiyi kısa zamanda değerlendirmeye çalıştıklarını göstermektedir.

Tablo 3. CAAR t-Testi Sonuçları (-3/+3)

	N	Ortalama	Std. S.	Fark	t- istatistik	p- istatistik
Aynı Tarih CAAR	7	-1.2505	0.3574	2.3208***	3.7523	0.0028
Farklı Tarih CAAR	7	1.0703	0.5047			

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir.

6. Sonuç

Dünya ekonomisinde küreselleşme ile artan risk ortamına karşılık şirketlerin buldukları konumu daha fazla koruma ihtiyacı duyması, rekabet avantajı elde etmeleri, uluslararası pazarlarda yer almak ve kaynaklarını verimli bir şekilde yönetmek amacıyla maliyetlerini azaltmak gibi birçok nedenlerden dolayı birleşme ve satın alma yoluna gitmektedirler. Teknolojik gelişmeler ve iletişimin hızla artması şirketlerin birleşerek uluslararası boyut kazanmalarını adeta zorunlu kılmaktadır. şirketlerin birleşme ve satın alma işlemleri göstererek hem ulusal hem de uluslararası düzeylere erişmeleri şirketler açısından rekabet edilebilir seviyelere ulaşmalarını ve güç birliği yapmalarını sağlamıştır. Dolayısıyla şirketler herhangi bir ekonomik kriz anında, güçlerini birleştirerek birlikte hareket edebileceklerdir. Bu sebeplerden dolayı şirketler, işbirliği konusunda faaliyetlerini arttırmışlar ve şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri ortaya çıkmıştır.

Bu alışma da literatürde sıkça karşılaşılan şirket birleşme ve satın alma işlemlerine farklı bir açıdan yaklaşılmıştır. şirketlerin birleşme kararları alırken şirketin performansına, personel bakımından insan kaynaklarına, ekonomik düzeylerine ve borsa getirilerine olmak üzere birçok konuda çalışmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda şirketlerin duyuru tarihleri ya da birleşmeden sonra şirketin nasıl bir seyir izlediği hakkında araştırmalar yapılmıştır. Bu nedenle literatürde herhangi bir analizinin bulunmadığı bir çalışma yürütülecektir.

Bu çalışmada şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleşeceğine dair duyuru tarihlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinde şirket getirilerinde meydana gelen değişimlerin borsa getirileri üzerinde etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Bu doğrultuda 2005-2017 yılları arasında birleşme ve satın alma faaliyetlerinde bulunan 20 şirketin verileri ele alınarak hedef şirket getirileri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analiz için Olay alışması (Event Study) Yöntemi, Normallik Testi ve Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) uygulanmıştır.

Çalışma sonuçlarına göre, birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodulara şirketlerin farklı tepkiler verdikleri tespit edilmiştir. Birleşme ve satın almaların değerleri 7 günlük bazda incelendiğinde, Finansbank (FNS1), Makine Takım Endüstrisi (MKN), Kron Telekomünikasyon Hizmetleri (KRN), Afyon imento Sanayi (AFYN), Ak Enerji Elektrik Üretim (AKE), Akbank (AKB2) ve Ray Sigorta (RYSG) şirketlerinin CAR değerleri istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kısaca (-3/+3) olay penceresinde 7 adet şirketin borsaya etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Genel olarak olay penceresindeki CAR sonuçları incelendiğinde ele alınan şirketlerin büyük çoğunluğunda anlamlı etkiye ulaşılamamıştır. Shapiro-Wilk normallik testi sonuçları incelendiğinde, olay öncesi ve olay sonrası için normal dağılım gösterdiği tespit edilmiştir. Bağımlı Örneklem t-Testi sonuçlarına baktığımızda ise, (-

3/+3) olay penceresi için bakıldığında dedikodu tarihlerinin CAAR değerleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir fark oluşturduğu tespit edilmiştir. Dedikodu ve duyuru tarihleri aynı ve farklı olan gruplar üzerine yapılan analizde, dedikodu tarihi duyuru tarihinden farklı olan firmaların CAAR değerlerinin dedikodu ve duyuru tarihleri aynı olan firmalara göre farklı olduğu ve bu farkın anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar literatürde bulunan Pound ve Zeckhauser (1990), Clarkson vd. (2006), Spiegel vd. (2010), Laouiti vd. (2016) ve Yang ve Chen (2021) makaleleriyle aynı doğrultudadır. Makalelerden elde edilen sonuçlar devralma işlemlerinden önce çıkan söylenti tarihlerinin şirketlerin hisse senedi fiyatlarında önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Aynı zamanda literatürde bulunan Eyüboğlu ve Sevim (2017), Karcıoğlu vd. (2019), Eyceyurt ve Serçemeli (2013) ve Öztürk ve Yeşilyurt (2019) çalışmalarında olumsuz sonuçlar elde etmişlerdir. Literatürden elde edilen bu çalışmalarda birleşme ve satın alma işlemlerinde şirketlerin karlılıklarının her zaman artışla sonuçlanmadığı bulunmuştur. Dolayısıyla şirketlerin hisse senedi fiyatlarında aşırı getiri tespit edilmemiştir.

Bu bağlamda şirketler açısından, birleşme ve satın alma işlemlerinden önce çıkan dedikodu tarihlerinin şirketlerin borsa getirileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Dedikodu tarihleri ile hedef şirketler açısından şirketlerin getirilerinde belirgin olmayan negatif ve pozitif değişimler izlenmiştir. Genel olarak, şirketlerin getirilerinde meydana gelen değişimlerin uzun vadede borsaya etkisinin daha fazla olacağı düşünülmektedir. Bu nedenle, şirketlerin birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştirmeden önce öne atılan dedikodu tarihlerini dikkate almaları hem şirketlerinin konumları açısından hem de uzun vadede elde edebilecekleri getiriler açısından önemli olacaktır. Şirket yöneticilerinin birleşme kararlarını alırken bu tarihleri göz önünde bulundurarak birleşme ve satın alma işlemini gerçekleştirmesi sonucunda pozitif yönde etkilerinin olacağı düşünülmektedir.

Çalışma kapsamında veri seti olarak birleşme ve satın alma işlemi gösteren şirketlerin çoğunun dedikodu tarihleri ile satın alma ve birleşmelerinin aynı tarihlerde olması çalışmanın az sayıda firma üzerinde yapılmasına neden olmuştur. Bu da araştırmanın kısıtlarını oluşturmaktadır. İleride yapılacak çalışmalar için, şirketlerin birleşme faaliyetlerinde hem alıcı şirket hem de hedef şirket baz alınarak karşılaştırılmalı olarak analiz edilmesi önerilebilir.

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı

Etik kurul izin ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Yazarlar makaleye eşit oranda katkı sağlamış olduklarını beyan eder.

Araştırmacıların Çıkar Çatışması Beyanı

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Akbulut, Y. (2011). *Sosyal bilimlerde SPSS uygulamaları*. İstanbul: İdeal Yayıncılık.
- Aksu, M. ve Aytekin, S. (2015). Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu ile hisse senedi getirisi ilişkisi: BİST kurumsal yönetim endeksi (XKURY) üzerine bir uygulama. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 6(13), 201-219. Erişim adresi: <https://dspace.balikesir.edu.tr/>
- Arslan, H.B. and şimşir, A.Z. (2016). Measuring takeover premiums in cross-border mergers and acquisitions: Insights from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(1), 188-203. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1011505>
- Ayan, E. (2015). *şirketlerde birleşme ve satın alma kararlarının işletme performansına etkisi: AFM örnek olay incelemesi* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Aydoğan, C. (2021). *Bankaların finansal yapısı çerçevesinde bağımsız denetçi görüşünün hisse senedi performansı üzerine etkisi* (Yayımlanmamış doktora tezi). Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Binder, J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11, 111-137. <https://doi.org/10.1023/A:1008295500105>
- Brown, S.J. and Warner, J.B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Büyüköztürk, ř. (2012). *Sosyal bilimler için veri analizi el kitabı* (16. bs.). Ankara: Pegem Akademi Yayıncılık.
- Campbell, J., Andrew, W. and MacKinlay, A. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Clarkson, P.M., Joyce, D. and Tutticci, I. (2006). Market reaction to takeover rumour in internet discussion sites. *Accounting & Finance*, 46(1), 31-52. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2006.00160.x>
- Cowan, A. and Sergeant, A. (1996). Trading frequency and event study test specification. *Journal of Banking & Finance*, 20(10), 1731-1757. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(96\)00021-0](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(96)00021-0)
- Doğan, D. (2017). *An application of mergers and acquisitions of banking sector in Turkey* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Elmas, B. (2007). *İşletme politikalarından şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatı üzerine etkisi-İMKB örneği* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Ercan, S. (2021). Yeni endeks hesaplaması ilanının, endekse dâhil edilen firmaların hisse senedi getirilerine etkisi: BİST Banka Dışı Likit 10 endeksi örneği. *Niğe Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(1), 1-15. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/nohusosbil/>
- Ercan, M.K. ve Ban, Ü. (2005). *Değere dayalı işletme finansı-Finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Eyceyurt, T. ve Serçemeli, M. (2013). şirket birleşme ve satın almalarının hisse senedi fiyatına etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(1), 159-175. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/atauniiibd/>
- Field, A. (2009). *Discovering statistics using SPSS*. London: SAGE Publication.
- Genç, Ö. and Kalkan, B. (2020). An empirical analysis of financial performance and indicators of acquisitions. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 27, 1-14. <https://doi.org/10.18092/ulikidince.460729>
- Gülmez, H. (2006). *şirket birleşme ve satın almalarında normalüstü getiri ve bir Türkiye uygulaması* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

- Hirt, G.A. and Stanley, B.B. (2006). *Fundamentals of investment management*. New York: McGraw-Hill/Irwin Publishing.
- Iqbal, J. and Farooqi, F.A. (2014). *Stock price reaction to earnings announcement: The case of an emerging market* (MPRA Paper No. 30865). Retrieved from <https://doi.org/10.31384/jisrmsse/2014.12.1.3>
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan ihracat bağlantılarının ilgili firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin olay etüdü ile incelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki bazı firmalar üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 36, 144-154. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mufad/>
- Kaderli, Y. ve Demir, S. (2009). Yatırım kararı duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Olay etüdü yöntemi. *Mali Çözüm*, 91, 45-66. Erişim adresi: <https://app.trdizin.gov.tr/dergi/TmpJM053PT0/mali-cozum>
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2006). *Sermaye piyasası ve menkul değer analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Korkmaz, T., Yaman, S. ve Metin, S. (2017). Ülke kredi notlarının pay getirileri üzerindeki etkileri: BİST 30 endeksi üzerinde bir event study analizi. *Sosyal Bilimler Metinleri*, ICOMEP Özel Sayısı, 171-187. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sbm>
- Laouiti, M.L., Msolli, B. and Ajina, A.A. (2015). Buy the rumor, sell the news! What about takeover rumors? *Journal of Applied Business Research*, 32(1), 143-160. <https://doi.org/10.19030/jabr.v32i1.9529>
- MacKinlay, A. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. Retrieved from <https://www.jstor.org/>
- Mazgit, İ. (2013). Endeks kapsamında olmanın hisse senedi getirilerine etkisi: BİST temettü 25 endeksi üzerine bir uygulama. *Sosyoekonomi*, 20(20), 225-264. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sosyoekonomi/>
- Mulherin, H. and Şimşir, A.Z. (2015). Measuring deal premiums in takeovers. *Financial Management*, 44(1), 1-14. Retrieved from <https://www.jstor.org/>
- Öztürk, İ. ve Yeşilyurt, S. (2019). Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin firma performansı üzerine etkisi: BİST’te bir inceleme. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(3), 2016-2026. <https://doi.org/10.20491/isarder.2019.721>
- Pound, J. and Zeckhauser, R. (1990). Clearly heard on the Street: The effect of takeover rumors on stock prices. *The Journal of Business*, 63(3), 291-308. Retrieved from <https://www.jstor.org/>
- Sakarya, Ş. (2002). *Şirket birleşmelerinde firma değerinin tespiti ve yönetimi (AKÇANSA örneği)* (Yayımlanmamış doktora tezi). Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Sarıkamış, C. (2003). *Şirket birleşmeleri*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Schweitzer, R. (1989). How do stock returns react to special events? *Business Review*, 4, 17-29. Retrieved from <https://fedinprint.org/>
- Seçer, İ. (2015). *SPSS ve LISREL ile pratik veri analizi: Analiz ve raporlaştırma*. Ankara: Anı Yayınevi.
- Spiegel, U., Tavor, Ç. and Templeman, J. (2010). The effects of rumours on financial market efficiency. *Applied Economics Letters*, 17(15), 1461-1464. <https://doi.org/10.1080/13504850903035873>
- Şahin, İ.E. (2011). *Şirket birleşmelerinin etkinlik açısından değerlendirilmesi ve Türk bankacılık sektöründe bir uygulama* (Yayımlanmamış doktora tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Şahin, İ.E. ve Yılmaz, B. (2010). Şirket birleşmeleri, birleşmelerde tarihsel gelişim süreci ve uygulanan ödeme yöntemleri. *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 10(19), 63-74. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/susead>
- Şenel, F. (2008). *Şirket birleşmeleri ve satın almalarda bir yönetim sorunu: Kültürel entegrasyon üzerine bir uygulama* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). Selçuk Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Konya.

- Yang, S. and Chen, S. (2021). Market reactions for targets of M&A rumours-evidence from China. *Economic Research*, 34(1), 1-19. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1865826>
- Yavuz, S., Yıldırım, S. ve Elmas, B. (2015). Kurumsal yönetim endeksi ile şirket hisse senedi getiri ilişkisi: BİST’te bir uygulama. *Erzurum Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(2), 73-82. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/erzisosbil/>

EKLER**Ek Tablo 1. Olay Tarihinden 3 Gün Öncesi ve 3 Gün Sonrası Anormal Getiri (AR) ve Kümülatif Anormal Getiri (CAR) Değerlerine İlişkin t-Testi Analiz Sonuçları**

		GRN1	FFNS	HBG	FNS1	GRN2	MKN	GRN3	KRN	DGG	AFYN	AKSE	GRN4	KLM	AKE	FNS2	AKB1	AKB2	RYSG	TPRS	TVH	Panel
-3	AR	0.010	-0.018	-0.033	0.030	0.017	0.004	0.009	-0.006	0.025	0.030	-0.013	-0.000	0.000	-0.014	-0.004	0.004	0.013	-0.038	-0.036	0.001	-0.098
	CAR	0.010	-0.018	-0.033	0.030	0.017	0.004	0.009	-0.006	0.025	0.030	-0.013	-0.000	0.000	-0.014	-0.004	0.004	0.013	-0.038	-0.036	0.001	-0.098
		(0.553)	(-0.153)	(-0.829)	(0.328)	(0.798)	(0.103)	(0.476)	(-0.134)	(0.326)	(0.446)	(-0.421)	(-0.024)	(0.002)	(-0.273)	(-0.042)	(0.123)	(0.324)	(-0.451)	(-0.754)	(0.028)	(-0.046)
-2	AR	0.005	-0.009	0.007	0.174	-0.014	-0.001	-0.002	-0.000	0.002	0.037	0.000	0.028	0.017	-0.003	-0.008	0.002	0.015	-0.056	0.009	-0.004	0.995
	CAR	0.015	-0.027	-0.026	0.205**	0.003	0.003	0.007	-0.007	0.027	0.067	-0.013	0.028	0.017	-0.018	-0.013	0.006	0.028	-0.094	-0.027	-0.002	0.897
		(0.812)	(-0.230)	(-0.647)	(2.182)	(0.162)	(0.064)	(0.368)	(-0.149)	(0.358)	(0.997)	(-0.408)	(0.916)	(0.241)	(-0.339)	(-0.117)	(0.181)	(0.689)	(-1.123)	(-0.561)	(-0.057)	(0.423)
-1	AR	-0.007	0.006	-0.033	-0.045	-0.000	0.004	-0.002	0.035	0.000	-0.035	-0.035	-0.019	0.008	0.004	-0.003	-0.002	0.029	0.022	-0.000	-0.026	-0.654
	CAR	0.008	-0.021	-0.059	0.160*	0.003	0.006	0.004	0.028	0.028	0.032	-0.048	0.008	0.026	-0.014	-0.048	0.004	0.057	-0.072	-0.027	-0.028	0.242
		(0.437)	(-0.179)	(-1.467)	(1.703)	(0.143)	(0.145)	(0.246)	(0.573)	(0.366)	(0.480)	(-1.519)	(0.286)	(0.353)	(-0.262)	(-0.416)	(0.107)	(1.399)	(-0.855)	(-0.563)	(-0.619)	(0.114)
0	AR	0.004	0.001	0.006	0.075	-0.030	-0.025	0.001	0.235	-0.009	-0.099	0.071	0.014	-0.001	0.100	-0.006	0.029	-0.017	-0.031	0.028	0.012	1.795
	CAR	0.012	-0.020	-0.052	0.235**	-0.027	-0.018	0.006	0.263***	0.019	-0.067	0.023	0.023	0.024	0.086	-0.054	0.033	0.040	-0.103	0.000	-0.016	2.037
		(0.656)	(-0.168)	(-1.305)	(2.498)	(-1.243)	(-0.388)	(0.319)	(5.309)	(0.249)	(-1.004)	(0.735)	(0.773)	(0.328)	(1.594)	(-0.469)	(0.897)	(0.975)	(-1.224)	(0.013)	(-0.362)	(0.961)
1	AR	-0.018	-0.017	-0.019	0.173	0.025	0.088	-0.018	-0.023	-0.006	-0.021	-0.036	0.013	-0.006	-0.037	-0.000	0.004	0.027	-0.016	0.003	-0.004	0.551
	CAR	-0.006	-0.037	-0.071	0.408***	-0.002	0.069	-0.011	0.240***	0.013	-0.088	-0.013	0.036	0.018	0.048	-0.055	0.037	0.067	-0.120	0.003	-0.020	2.589
		(-0.330)	(-0.313)	(-1.769)	(4.341)	(-0.095)	(1.453)	(-0.597)	(4.844)	(0.170)	(-1.319)	(-0.425)	(1.199)	(0.244)	(0.903)	(-0.472)	(1.010)	(1.635)	(-1.426)	(0.077)	(-0.440)	(1.221)
2	AR	-0.006	-0.009	0.042	0.152	-0.007	0.012	-0.001	-0.088	-0.001	-0.013	-0.021	-0.004	-0.000	-0.138	-0.010	-0.034	0.008	-0.015	-0.004	-0.015	-0.787
	CAR	-0.011	-0.046	-0.029	0.560***	-0.009	0.082*	-0.012	0.151***	0.011	-0.102	-0.034	0.032	0.017	-0.089*	-0.066	0.003	0.076*	-0.135	-0.000	-0.035	1.801
		(-0.624)	(-0.389)	(-0.737)	(5.958)	(-0.453)	(1.714)	(-0.653)	(3.057)	(0.152)	(-1.523)	(-1.096)	(1.049)	(0.237)	(-1.663)	(-0.565)	(0.081)	(1.853)	(-1.613)	(-0.007)	(-0.755)	(0.845)
3	AR	-0.001	0.016	-0.027	0.117	0.007	0.024	0.000	-0.038	0.027	-0.027	-0.013	-0.007	0.032	-0.001	0.008	0.012	-0.020	-0.013	0.058	0.014	0.849
	CAR	-0.012	-0.029	-0.056	0.678***	-0.002	0.106**	-0.012	0.113**	0.038	-0.130*	-0.047	0.025	0.049	-0.091*	-0.057	0.015	0.056	-0.149*	0.057	-0.020	2.651
		(-0.683)	(-0.251)	(-1.405)	(7.204)	(-0.105)	(2.214)	(-0.621)	(2.293)	(0.504)	(-1.934)	(-1.506)	(0.821)	(0.672)	(-1.700)	(-0.494)	(0.419)	(1.360)	(-1.771)	(1.181)	(-0.441)	(1.250)

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlılığı göstermektedir. Parantez içindeki değerler ise t-istatistik değerlerini göstermektedir.

THE EFFECT OF MERGERS AND ACQUISITION NEWS ON STOCK RETURN: THE CASE OF BORSA ISTANBUL BETWEEN 2005-2017

EXTENDED SUMMARY

The Aim of the Study

Mergers and acquisitions have become one of the most important strategies for companies to expand their business with the effect of globalization as well as an increase in a competitive environment in the recent era. Companies prefer mergers and acquisitions to strengthen their position or to gain more shares in the market. The bulk of the studies regarding mergers and acquisitions examine the effect of mergers and acquisitions' official announcement date on the firm performance, the economic impact, and stock market returns. However, the current study aims to investigate the effect of the rumour date of mergers and acquisitions on the stock market return. We employ the event study methodology to investigate the impact of the rumour date on stock returns of the 20 companies which were listed on Borsa Istanbul between 2005 and 2017.

Literature Review

The effect of mergers and acquisitions activities on stock returns has been the center of the finance literature. Several studies are briefly summarized in this section. The study conducted by Gulmez (2006) examines the effect of mergers and acquisitions on the stock prices of companies that were listed on IMKB between 1990-2005 and finds an ambiguous impact of mergers and acquisitions on the stock price. Senel (2008) investigates the effect of mergers and acquisitions on corporate culture and finds that employees were affected negatively by mergers and acquisitions. Eyceyurt and Sercemeli (2013) study the impact of merger and acquisition activities on the stock return of acquirer companies between 2008-2009 in Turkey. Finally, Genc and Kalkan (2020) discuss the effect of mergers and acquisitions on financial performance between 1990 and 2017 in Turkish companies.

When we turn our attention to the international studies, Pound and Zeckhauser (1990) examine the effect of mergers and acquisitions rumours date on stock prices, Clarkson (2006) studies the effect of the market index on mergers and acquisitions rumours date, and Spiegel et al. (2010) study the effect of mergers and acquisitions rumours date on stock returns, Laouiti et al. (2015) discuss the short-term impact of mergers and acquisitions rumours date on stock prices, and lastly, Yang and Chen (2021) examine the reaction to mergers and acquisitions rumours date in the China Stock Exchange between 2004 and 2014.

Methodology

To investigate the effect of mergers and acquisitions rumours date on stock returns, we employ the event study methodology. In the event study methodology, it is vital to specify the estimation windows and event windows. Estimation windows help us to compute the abnormal returns of companies, and event windows are used to understand the real impact of mergers and

acquisitions rumours date. In this study, we use $[-180 / -4]$ as an estimation window and $[-3 / +3]$ as an event window. The methodology section is constructed in four stages. In the first stage, the reactions of the companies' abnormal and cumulative abnormal returns to their own event dates were analyzed using the Event Study methodology. As a second step, we analyze whether the variables show normal distribution using the Shapiro-Wilk normality test. In the third step, we investigate whether there is a statistically significant difference between the averages of cumulative abnormal returns for each company before and after the aforementioned event dates with the Paired Samples t-Test. Lastly, we categorize companies into two groups. The first group consists of the companies that have the same rumour and official announcement dates, and the second group includes the companies that have dissimilar rumour and official announcement dates. Then, we employ Paired Samples t-Test to examine the statistical difference between the two groups.

Findings

According to the findings, it has been determined that companies have different reactions to the rumour dates of the merger and acquisition activities. Results indicate that only seven companies' CAR values are statistically significant, and 13 companies have insignificant results. Shapiro-Wilk test results indicate that variables have a normal distribution for pre-event and post-event periods. According to the Paired Sample t-Test, it was seen that the rumour dates of mergers and acquisitions for the $(-3/+3)$ event window, there is a statistically significant difference in the CAAR values.

Conclusion

Findings of the study suggest that rumour dates of mergers and acquisitions are an important announcement to investors since it reveals significant CAAR in the Paired Sample t-Test. The results suggest that companies should be prepared for the reaction of the investor when the rumour date is revealed. This violates the efficient market hypothesis. Thus, regulators should be careful about the rumour date, and control the companies that officially announce the mergers and acquisitions date.