

BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR ARAŞTIRMA¹



Kafkas Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi
KAÜİİBFD
Cilt, 10, Sayı 20, 2019
ISSN: 1309-4289
E – ISSN: 2149-9136

Makale Gönderim Tarihi: 27.11.2018

Yayına Kabul Tarihi: 12.11.2019

Reşat KARCIOĞLU
Prof. Dr. Atatürk Üniversitesi,
İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi, rkarci@atauni.edu.tr
Orcid id: 0000-0002-0903-3816

Hayri ABAR
Dr. Öğr. Üyesi Atatürk
Üniversitesi, İktisadi ve İdari
Bilimler Fakültesi,
hayri@atauni.edu.tr
Orcid id: 0000-0002-2043-6747

Ensar AĞIRMAN
Dr. Öğr. Üyesi Atatürk
Üniversitesi, İktisadi ve İdari
Bilimler Fakültesi,
ensaragirman@atauni.edu.tr
Orcid id: 0000-0001-5168-7023

**Muhammed Asım
KANTAR**
Arş. Gör. Erzurum Teknik
Üniversitesi, İktisadi ve İdari
Bilimler Fakültesi,
m.asimkantar@gmail.com
Orcid id: 0000-0002-0634-4096

Merve GÜLRENK
Atatürk Üniversitesi,
merve.glrnk25@gmail.com
Orcid id: 0000-0003-3665-2863

Necmiye OKUYUCU
Atatürk Üniversitesi,
okuyucunecmiye@gmail.com
Orcid id: 0000-0002-1593-9446

ÖZ | Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan firmaların gerçekleştirmiş oldukları satın alma ve birleşmelerin hisse senetleri fiyatlarına kısa dönemli etkisinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Sektörel olarak ayrı ayrı analizlerin yapılmasının amacı; birleşmelerin hangi sektörlerde daha etkin sonuçlar ortaya çıkardığının incelenmesidir. Bu doğrultuda, çalışmada 2013 – 2016 yılları arasında en fazla satın alma ve birleşme işleminin gerçekleştiği ilk 4 sektördeki BİST'e kayıtlı şirketlerin birleşme ve satın almaları belirlenerek t testi yöntemi ile analiz uygulanmıştır. Analiz sonucunda satın alma ve birleşme olayının aşırı getiri üzerinde etkili olmadığı ortaya çıkmıştır. Konu ile ilgili literatür incelendiğinde, genellikle satın alan taraftaki şirketlerin hisse senedi fiyatlarında anlamlı bir değişim olmadığı belirlenirken, öte yandan satın alınan şirketin hisse senedi fiyatlarında nispeten anlamlı bir değişim olduğu görülmüştür. Yapmış olduğumuz bu çalışmada 48 satın alma işleminin 37 tanesinde analiz edilen şirket, satın alan tarafta olduğundan hisse senetleri fiyatlarında anlamlı bir değişim olmaması ilgili literatür ile de uyumaktadır.

Anahtar Kelimeler: Satın Alma ve Birleşmeler, Aşırı Getiri, Borsa İstanbul

JEL Kodu: G32, G34, G11

Alanı: İşletme

Türü: Araştırma

DOI: 10.36543/kauibfd.2019.042

Atıfta bulunmak için: Karcioğlu, R., Abar, H., Ağırman, E., Kantar, M., A., Gülrenk, M. & Okuyucu, N. (2019). Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Hisse Senedi Fiyatına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *KAÜİİBFD*, 10(20), 987-1006.

¹ Bu çalışma 4.Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi'nde sunulmuş ve özet olarak yayınlanmıştır.

**IMPACT OF MERGERS AND
ACQUISITIONS ON STOCK PRICE:
AN INVESTIGATION IN BORSA
ISTANBUL (BIST)**



Kafkas University
Economics and Administrative
Sciences Faculty
KAUJEASF
Vol. 10, Issue 20, 2019
ISSN: 1309 – 4289
E – ISSN: 2149-9136

Article Submission Date: 27.11.2018 Accepted Date: 12.11.2019

Reşat KARCIOĞLU
Prof. Dr. Atatürk University,
Faculty of Economics and
Administrative Sciences,
rkarci@atauni.edu.tr
Orcid id: 0000-0002-0903-3816

Hayri ABAR
Assist. Prof. Atatürk University,
Faculty of Economics and
Administrative Sciences,
hayri@atauni.edu.tr
Orcid id: 0000-0002-2043-6747

Ensar AĞIRMAN
Assist. Prof. Atatürk University,
Faculty of Economics and
Administrative Sciences,
ensaragirman@atauni.edu.tr
Orcid id: 0000-0001-5168-7023

**Muhammed Asım
KANTAR**
Research Assistant, Erzurum
Technical University, Faculty of
Economics and Administrative
Sciences
m.asimkantar@gmail.com
Orcid id: 0000-0002-0634-4096

Merve GÜLRENK
Atatürk University,
merve.glmk25@gmail.com
Orcid id: 0000-0003-3665-2863

Necmiye OKUYUCU
Atatürk University,
okuyucunecmiye@gmail.com
Orcid id: 0000-0002-1593-9446

ABSTRACT In this study, the short term announcement effects of mergers and acquisitions on share price will be analyzed in the sectorial basis in Borsa Istanbul. The aim of the applying analysis into sectoral basis is to emerge in which sectors mergers produce more effective results. In this direction, mergers and acquisitions of companies registered in the first 4 sectors where the highest acquisitions and mergers took place between 2013 and 2016 in BIST were determined and the analysis was applied with t test method. As a result of the analysis, it was found that the acquisition and merger event did not affect the excess return. When the literature on the subject is examined, it is observed that there is no significant change in the stock prices of the companies on the buyer side, on the other hand, there is a relatively significant change in the stock prices of the purchased company. In this study, in 37 transactions out 48 acquisitions there is no significant change in stock prices in analyzed companies since it is on the buying side and this result is consistent with the related literature.

Keywords: Merger and Acquisition, Risk and Return, Borsa Istanbul

Jel codes: G32, G34, G11

Scope: Business Administration

Type: Research

Cite this Paper: arcioğlu, R., Abar, H., Ağırman, E., Kantar, M., A., Gülrenk, M. & Okuyucu, N. (2019). Impact of Mergers and Acquisitions on Stock Price: An Investigation in Borsa Istanbul (BIST). *KAUJEASF*, 10(20), 987-1006.

1. GİRİŞ

Gelişen dünyada şirketleri birleşmeye iten bazı nedenler bulunmaktadır. Şirketler ekonomik olarak büyümek, pazar payında daha geniş alana sahip olmak, stratejik rekabet avantajı sağlamak, yetenekli yöneticiler ile yönetim becerisini artırmak, çeşitlendirme veya prestij sağlamak amacıyla birleşme yoluna giderler. Bu birleşme; devralma, satın alma veya konsolidasyon şeklinde gerçekleşebilir.

Yeni pazar bulma, var olan pazar payını artırma, bulunduğu piyasada kontrol gücü sağlama birleşmenin avantajları iken, kültür çatışması, çıkar çatışmaları, beklenen değerlerin oluşmaması, yükümlülük altına girilmesi gibi dezavantajları da bulunmaktadır. Şirketler bu ihtimalleri göz önünde bulundurarak birleşme yoluna giderler.

Bu çalışmada Türkiye’de 2013 ile 2016 yılları arasında şirket satın alma ve birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarındaki etkisi incelenmiştir. Bu amaçla BİST’te işlem gören işletmelerin satın alma ve birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatları ele alınıp, analiz edilerek değerlendirilmiştir. Satın alma ve birleşme işleminin en fazla meydana geldiği ilk 4 sektör baz alınmıştır. Bu sektörler; Bilişim, Enerji, Finans ve İmalat sektörleridir.

Analiz için 3 farklı tarih aralığı belirlenmiştir. BİST’te işlem gören şirketlerin hisse senedi fiyatlarının günlük kapanış değeri baz alınarak şirket hisse senedi fiyatları, satın alma işleminin duyurulduğu tarih ile birlikte 1 gün önce ve 1 gün sonra, 10 gün önce ve 10 gün sonra, 15 gün önce ve 15 gün sonraki verilerle analiz edilmiştir. Analizde t testi yöntemi uygulanmıştır. Bunun sebebi literatürde bu gibi çalışmalarda genel itibarıyla t testine yer verilmesi ve istatistikçiler tarafından diğer istatistiksel analiz yöntemleri ile karşılaştırıldığında daha sağlıklı sonuçların elde edileceğidir. Birleşmenin, şirketlerin hisse senedi fiyatına etkisi araştırmaları çoğunlukla olay çalışması metodu ile ilgili olmuştur. Literatürde şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini ölçmede en çok olay çalışması metodu kullanılmıştır.

Bu çalışmanın ikinci bölümünde birleşme kavramı ve türleri açıklanmıştır. Üçüncü bölümde literatürler incelenmiştir. Devam eden

dördüncü bölümde araştırmanın amacı, kapsamı ve sınırları belirtilmiştir. Beşinci bölümde aşırı getirilerin hesaplanmasına yer verilmiş olup çalışma altıncı bölümünde sonuç ile nihayete ermektedir.

1. TEORİK ARKA PLAN

1.1. Temel Birleşme Kavramı

İşletme birleşmeleri; iki veya daha fazla işletmenin, mevcut faaliyetlerinin ekonomik ve hukuksal açıdan birlik haline getirilmesi veya bu işletmelerin bir işbirliğine gitmeleridir.

Şirketleri Birleşmelere İten Sebepler:

1. Ölçek Ekonomileri
2. Finansal Nedenler
3. Vergi Avantajı
4. Çeşitlendirme ile Vergi Avantajı
5. Yetenekli Yönetime Sahip Olma
6. Diğer Sınai Haklara Sahip Olma
7. Psikolojik Nedenler
8. Prestij Sağlama
9. Kaliteli Kaynak Sağlama ve Kapasitesini Geliştirme

1.2. Birleşme Şekilleri

1) *Devralma*: Bir işletmenin başka bir işletmenin varlık ve kaynaklarının tamamen devralması ve devralınan işletmenin tasfiye edilerek hukuki varlığını kaybetmesidir.

2) *Satın Alma*: Bir işletmenin başka bir işletme tarafından varlıklarının tamamının veya bir kısmının satın alınmasıdır. Satın alma işlemi varlıkların satın alınması veya hisselerin satın alınması şeklinde gerçekleşebilir. Satın alınan şirketin hukuki varlığı devam etmektedir. (Yörük & Ban, 2006, ss. 92)

3) *Konsolidasyon*: İki veya daha fazla işletmenin hukuki

varlıklarını sona erdirerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır.

1.3.Ekonomik Açıdan Birleşme Türleri

Yatay Birleşme: Benzer ürünleri üreten şirketlerin tek bir şirket adı altında birleşmesinden oluşur. (Yörük & Ban, 2006, ss. 92)

Örneğin; gıda sektöründeki iki şirketin tek bir isim altında birleşmesi.

Dikey Birleşme: Mal veya hizmetlerin tedarik zincirinde geriye yani hammaddeye doğru veya ileriye (pazara) doğru bir faaliyette bulunmasıdır. Burada amaç hammaddeyi kontrol etmek veya üretilen mal/hizmetin dağıtım veya pazarlamasını üstlenmektir.

Dairesel Birleşmeler: Benzer iş alanında, üretim veya dağıtım konusunu oluşturan mal ve hizmetlerde yer alan, mal veya hizmetlerin üretim veya dağıtımını faaliyetini yapmayı amaçlayan birleşmelerdir.

Karma Birleşme: Karma birleşme, bir işletmenin kendi esas faaliyet alanı dışındaki mal/hizmetlerin üretim veya dağıtımının kontrolü için yapılan birleşmedir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Firma birleşmelerinin satın alan ve satın alınan firmanın birleşme öncesi ve sonrası performansı üzerindeki etkileri ile ilgili oldukça geniş bir literatür vardır. Yılgör'e göre "Firma birleşmelerinin etkisinin değerlendirilmesi konusunda hisse senedi getirilerinin esas alındığı çalışmalarda, birleşme ilanından önce, birleşme ilanı esnasında ve birleşme işleminin gerçekleşmesinden sonra satın alan ve satın alınan firmanın hisse senetlerinde meydana gelen değişimlerin incelendiği görülmektedir. Bu nedenle literatürde birleşmeden önceki ve sonraki kısa ve uzun dönemler için her iki işletmenin hisse senetlerinin anormal getirilerinin hesaplanmasının yaygın olduğu görülmektedir."(Aktaran Çıtak & Yıldız, 2007, ss 274)

"Wolfgang Bessler ve James P. Murtagh (2002), Kanada bankacılık sektöründe, birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatları

üzerindeki birleşme etkisini araştırdıkları çalışmalarında, kısa dönemde (birleşme öncesi 3 ve 5 günlük) pozitif etkinin olduğunu saptamışlardır.”(Yörük & Ban, 2006, ss. 89-90)

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

“Brown ve Warner (1980), Barber ve Lyon (1996), Raghavendra Rau ve Theo Vermaelen (1998), Moeller vd. (2002), Sven-Olof Fridolfsson ve Johan Stennek (2005), Campa ve Hernando (2006) olay çalışması yöntemini kullanmışlardır.”(Genç, A., 2012)

Martin Schadle ve Helmut Pernsteiner (2004) yaptıkları çalışmada şirket birleşmelerinin, satın alınan şirket hisse senedi sahipleri için pozitif yönde artan sonuçlar ortaya çıkarmışlardır. Hissedarlar sahip oldukları hisse senetlerinin artan değeriyle şirket birleşmelerinden olumlu yönde etkilenirler.

Shaheen (2006) Amerika Birleşik Devletleri’nde 1997 ile 2006 yılları arasında 40 birleşme ve satın alma işleminin hisse senedi fiyatına etkisini, işlemin gerçekleştiği duyuru tarihinden 5 gün önce ve 5 gün sonrası dönemlerinde t testi ile analiz etmiştir. Sonuç olarak hedef firmaların belirgin pozitif anormal getiriler yaşadıklarını göstermektedir. Satın alan şirketler satın alma haberinin duyurulduğu gün olumsuz anormal getiriler yaşamaktadırlar.

Shah ve Arora (2014) Asya Pasifik Bölgesi’nde Mayıs 2013 ve Eylül 2013 döneminde 37 birleşme ve satın alma işleminin hisse senedi fiyatına etkisini, işlemin gerçekleştiği duyuru tarihinden 2 gün, 5 gün, 7 gün ve 10 gün önce ve sonrasını t testi ile analiz etmiştir. Sonuç olarak satın alan firmaların anormal getiri yaratmadığını, hedef firmaların ise duyuru sonrası getirilerinin duyurunun ilan öncesi döneme oranla % 6.9'luk bir farkla daha büyük olduğu ortaya konulmaktadır.

Yörük ve Ban (2006) çalışmasında gıda sektöründe t-116/t+116

dönemi arasında aşırı getirinin mümkün olmayacağını ancak hisse senetlerinden t-5/t+5 döneminde çok küçük tutarlarda getiri elde edilebileceğini belirtmişlerdir.

Çıtak ve Yıldız (2007) İMKB’de işlem gören şirketlere ait, 1997 ile 2005 yılları arasında 40 satın alma işleminin hisse senedi fiyatına etkisini, işlemin gerçekleştiği duyuru tarihinden 1 ay, 3 ay, 6 ay, 1 yıl ve 2 yıl önce ve sonrasını t testi ile analiz etmiştir. Sonuç olarak; hisse senetlerinin bir aya kadar getiri oranlarının anlamlı olduğunu, diğer dönemlerde anlamsız olduğu bulunmuştur. Bu da, yatırımcıların satın almaya ilgisinin kısa vadeli olduğunu göstermektedir.

Yılmaz (2010) 2002-2008 yılları arasında, taraf şirketlerden en az birinin hisse senetlerinin İMKB’de işlem gördüğü birleşme ve satın almaların hisse senedi getirisine etkisini araştırmıştır. Genellikle hedef firma hisse senetlerinde pozitif aşırı getiri elde edildiğini belirlemiştir. Diğer taraftan satın alan taraf hisselerinde aşırı getiri sağlanamamıştır. Sonuçların anlamlı olup olmadığını t testi ile araştırmıştır.

Hekimoğlu ve Tanyeri (2011) Türkiye’de yaptığı araştırmada 3 günlük zaman aralığında Çoklu regresyon yöntemi kullanmıştır. Birleşmelerde, satın alınan şirket hisse senedi fiyatlarının, duyuru gününden bir gün önce ve bir gün sonra zaman aralığında, yüzde 8,93 oranında kümülatif anormal getiri elde ettiği bulmuştur. “Bu getirinin, ABD’deki (yüzde 20 civarı) ve Avrupa’daki (yüzde 10 civarı) hissedarlarının elde ettiği getirilere kıyasla daha düşük olduğu gözlemlenmiştir.” (Hekimoğlu & Tanyeri, 2011, ss. 65) Hekimoğlu ve Tanyeri (2011) bu durumun çeşitli nedenlerinin olabileceğinden, piyasanın işlem yapılacağına dair haberi şirket bildirimlerinden önce almış olabileceğinden, sızan bilgiler sebebiyle birleşmenin tam etkisinin getiriye aksetmeyebileceği veya bilgi sızıntısı olmadan da şirket birleşmelerinin öngörülebileceğinden dolayı olduğunu belirtmişlerdir.

Genç, (2012) yaptığı araştırmada 2001-2011 döneminde, taraflardan en az birinin İMKB’ye kote olduğu işlemlere bakmıştır ve sonuç olarak birleşme ve satın alma işleminde kazançlı çıkan tarafın hedef

şirket hissedarları olduğunu göstermiştir. Yani satın alınan şirketin hisse senedi fiyatı, satın alan şirketin hisse senedi fiyatından daha fazla artış göstermiştir.

Eyceyurt ve Serçemeli (2013) yaptıkları çalışmada 2008 ve 2009 yıllarında İMKB’de işlem gören şirketlere ait satın alma işlemlerini esas alarak, satın alma işleminin hisse senedi fiyatına etkisini t testi yöntemi ile incelemiştir. Çalışmada, birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleştiği gün 0 kabul edilerek, olay gününün 5, 10, 20, 30 ve 180 gün öncesi ile 5, 10, 20, 30 ve 180 gün sonrası ele alınarak uygulama yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda satın alma ve birleşme işlemlerinin 180 günlük dönemde endekse göre olağandışı bir getiri sağlamadığı, ancak 5 ile 30 gün arası daha kısa vadede az da olsa aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğu belirtilmiştir.

Selçuk, Köksal ve Yılmaz (2016) yaptıkları çalışmada şirket birleşme ve satın alma işlemlerinin etkilerini konu alan çalışmaları inceleyen bir literatür taraması ortaya koymuşlardır. Sonuç kısmında bulgulara dair genellikle hedef firmaların hisse senedi fiyatında artış yaşandığı, alıcı firmaların ise anlamlı bir değişim yaşamadığını belirtilmiştir.

Gönüllü, (2017) çalışmasında birleşme ve devralma olaylarının hisse senedi performansı üzerindeki etkisi ve birleşen şirketlerin hissedarlarının anormal getiri sağlayıp sağlamadığını araştırmıştır. Araştırmada, satın alınan şirketler için analiz sonucunda duyuru tarihinden önceki ve sonraki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getirinin %5 anlamlılık seviyesinde değiştiğini belirtmiştir. Yani birleşme ve devralma duyurusunun satın alınan şirket hisse senetlerine anlamlı bir etkisi olmuştur. Ancak satın alan şirketler hedef şirketler kadar etkilenmemiştir, kümülatif ortalama anormal getiri %5 anlamlılık seviyesinde farksızdır. Bu sonuç benzer araştırma ile ilgili literatür ile uyusmaktadır. Gönüllü (2017) ayrıca, getirilerin duyuru tarihinden günler önce normalden sapsmaya başladığını ve bu durumun kamuya açıklanacak bilgilerin,

duyuru tarihinden önce sızdırılmış olabileceği yorumunu yapmıştır.

Satın alma işlemlerinde her iki taraf da fayda sağlamayı amaçlamışlardır. Ancak, literatürde yapılan çalışmalarda bazı birleşmelerin satın alan, bazı birleşmelerin ise, satın alınan firma hissedarları açısından daha karlı olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bunun yanı sıra, Schadle ve Pernsteiner, (2004) şirket birleşmelerinin satın alınan şirket hisse senedinin değerini artırdığından bahsetmiştir. Shah ve Arora'nın çalışmasında sonuç olarak, satın alan firmanın hisse senedinin aşırı getiri yaratmadığı, hedef firmaların ise hisse senedi getirilerinin olduğu belirtilmiştir. Yılmaz'ın (2010) çalışmasında hedef firma hisse senetlerinde pozitif aşırı getiri elde edildiği, diğer taraftan satın alan taraf hisselerinde aşırı getiri sağlanmadığı bahsedilmiştir. Hekimoğlu ve Tanyeri'nin (2011) araştırmasında, birleşmelerde satın alınan şirket hisse senedi fiyatlarının anormal getiri elde ettiğine değinilmiştir. Genç'in (2012) yaptığı çalışmada birleşme ve satın alma işleminde kazançlı çıkan tarafın hedef şirket hissedarları olduğu denilmiştir. Selçuk, Köksal ve Yılmaz'ın (2016) çalışmasında hedef firmaların hisse senedi fiyatında artış yaşandığı, alıcı firmaların ise anlamlı bir değişim yaşamadığı belirtilmiştir. Konu ile ilgili literatüre baktığımızda bazı çalışmalarda aksi yönde sonuçlar bulunmasıyla beraber, belirtilen çalışmalar da göz önüne alınarak birleşmelerde satın alınan şirket hisse senedi getirilerinin, satın alan şirket hisse senedi getirilerine oranla daha fazla etkilendiği ifade edilebilir.

4. ARAŞTIRMANIN AMACI, KAPSAMI VE SINIRLARI

Araştırmanın amacı, Borsa İstanbul (BİST)'da işlem görüp, satın alma işlemi gerçekleştiren firmaların halka sunulan bilgileri doğrultusunda, satın alma öncesi veya sonrası hisse senedi fiyatlarının etkilenip etkilenmediğini, eğer etkileniyorsa bunun oranının hesaplanması ve bu hesaplamaların anlamlı olup olmadığının belirlenmesidir.

Bu çalışmada, işletme devir hakkı ve özelleştirme işlemi incelenmemiştir, sadece satın alma işlemi incelenmiştir. Ernst & Young

Birleşme ve Satın Alma İşlemleri raporlarına ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) bildirimlerine bakılarak birleşme ve satın almalar belirlenmiştir. 2013-2016 yılları arasında, BİST’te işlem gören ve satın alma veya birleşme faaliyetinde bulunmuş olan 28 firmanın toplam 48 satın alma ve birleşme işlemi incelenmiştir.² Bu 48 işlem en fazla birleşme ve satın almanın bulunduğu 4 sektör içerisinde yer almaktadır. Bilişim sektöründe 15, finans sektöründe 13, enerji sektöründe 11 ve imalat sektöründe 10 birleşme veya satın alma işlemi analiz edilmiştir.³ Verileri elde edilemeyen şirketlerin bulunduğu işlemler çıkarılmıştır. İncelemede şirketlerin satın alan veya satın alınan tarafların en az birinde olmaları yeterlidir. Bu çalışmadaki 48 satın alma işleminde analiz edilen şirket, 37 tanesinde satın alan tarafta, 11 işlemde ise satın alınan hedef şirket tarafındadır. Araştırmaya konu olan şirket hisse senetlerinde, satın alma işleminin kamuya açıklandığı gün baz alınarak, ilan öncesinde ve ilan sonrasında hisse senedi fiyat hareketleri belirlenmiştir.

Analiz edilen 48 işlemde;

Tablo 1: Satın alma işlemlerinin yıllara göre sektörel dağılımı*

(makalede 2013-2016 yılları arasında 4 sektör çalışılmıştır)

Sektör \ Yıllar	2013	2014	2015	2016	Toplam
Bilişim	5	2	4	4	15
Enerji	1	2	3	5	11
Finans	1	3	4	5	13
İmalat	4	1	1	3	9

*Anlaşmalar, satın alınan yani hedef şirketin sektörüne göre sınıflandırılmıştır.

Araştırmada incelenen satın alma işlemlerinde hedef şirketlerden satın alınan ortalama hisse payı %54,784’dür.⁴

² Analiz edilen satın alma işlemleri Ek-1’de verilmiştir.

³ Anlaşmalar, satın alınan yani hedef şirketin sektörüne göre sınıflandırılmıştır.

⁴ Satın alma işleminde hisse oranı açıklanmayan 3 işlem hariçtir.

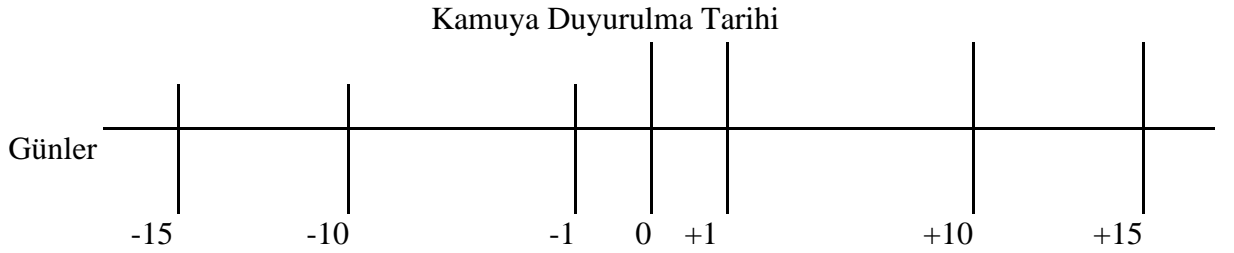
Tablo 2: Satın alınan hisse oranlarına ilişkin işlem sayısı⁴

Satın alınan hisse oranı aralığı	İşlem sayısı
% 0-49,99	24
% 50-100	21

Çalışmada incelenen satın alma ve birleşme işlemlerinde satın alan taraftaki şirketlerin 44'ü Türk, 4'ü yabancı uyrukludur. Bu işlemlere konu olan şirketlerin 37 tanesi halka açık, 7 tanesi halka açık olmayıp, 4 tanesinin sermaye yapısına ilişkin bilgi bulunamamıştır.

Analiz için 3 farklı tarih aralığı belirlenmiştir. Şirket hisse senedi fiyatları ilgili tarihten 1 gün önce ve 1 gün sonra, 10 gün önce ve 10 gün sonra, 15 gün önce ve 15 gün sonraki verilerle analiz yapılmıştır. Bu gün aralıkları literatürdeki diğer çalışmalar göz önüne alınarak esas alınmıştır. Örneğin Çıtak 2007 yılındaki konu ile ilgili çalışmasında en fazla değişimin 1 ay içerisinde olduğu sonucuna varmıştır. Bu durum Türk hisse senedi yatırımcısının kısa vadeli bakış açısı ile ilişkilendirilebilir.

Şekil 1'de satın alma işleminin kamuya açıklandığı gün 0 gösterilerek öncesindeki 15 gün ve sonrasındaki 15 gün aralığındaki dönemde analiz edilen fiyatların günleri gösterilmiştir. Araştırmaya konu olan şirket hisse senetlerinde, ilan öncesinde ve ilan sonrasında hisse senedi fiyat hareketleri belirlenmiştir.



Açıklama Öncesi
Dönem

Açıklama Sonrası
Dönem

Şekil 1: Olay etüdünün kapsadığı dönem gün sayıları ile gösterilmiştir

5. ARAŞTIRMA YÖNTEM ve BULGULARI

Hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri analiz etmede kullanılan olay etüdü metodunda öncelikle olay tarihi ve olay aralığı belirlenmiştir. Sonrasında, her şirket için olay aralığındaki her bir gün için hisse senedinin getirisi hesaplanmıştır. Getiriyi hesaplamada kullanılan veriler şirketlerin günlük hisse senetleri fiyatlarındaki değişimlerin getirileridir.

Hisse senedinin günlük getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$G_{it} = \frac{F_{it} - F_{it-1}}{F_{it-1}} \quad (1)$$

Burada,

G_{it} : i. şirketin hisse senedinin t gününde gerçekleşen günlük getirisi,

F_{it} : i. şirketin hisse senedinin t günündeki piyasa fiyatını,

F_{it-1} : i. şirketin hisse senedinin t gününden bir gün önceki piyasa fiyatını göstermektedir.

Bileşik endeks getirisi ise şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$G_{bt} = \frac{F_{bt} - F_{bt-1}}{F_{bt-1}} \quad (2)$$

G_{bt} : t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

F_{bt} : t günündeki bileşik endeks kapanış fiyatını,

F_{bt-1} : t gününden bir gün önceki bileşik endeks kapanış fiyatını göstermektedir.

Bu çalışmada, aşırı getiri belirlenirken beklenen getiri ($E(G_{it})$) ve gerçekleşen getiri (G_{it}) arasındaki farka göre hesaplanacaktır (Barber ve Lyon, 1997). Beklenen getiri aşağıdaki regresyon denklemi tahmin edilerek elde

edilecektir:

$$G_{it} = \alpha_i + \beta_i G_{bt} + u_{it} \quad (3)$$

G_{it} : i. şirketin hisse senedinin t gününde gerçekleşen günlük getirisini,

G_{bt} : t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

α_i : i. şirkete ait regresyon denkleminin sabit terimini,

β_i : i. şirkete ait regresyon denkleminin eğim parametresini

u_{it} : i. şirkete ait regresyon denkleminin t günündeki hata terimini ($E(u_{it}) = 0$ ve $var(u_{it}) = \sigma^2$) ifade etmektedir.

(3) numaralı denklemin en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmesiyle aşağıdaki (4) numaralı denklem elde edilir.

$$E(G_{it}) = \hat{G}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i G_{bt} \quad (4)$$

$E(G_{it})$, \hat{G}_{it} : i. şirketi hisse senedinin t günündeki beklenen getirisini

G_{bt} : t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

$\hat{\alpha}_i$: i. şirkete ait regresyon denkleminin sabit terim tahminini,

$\hat{\beta}_i$: i. şirkete ait regresyon denkleminin eğim parametresi tahminini göstermektedir.

Regresyon modeliyle tahmini getirinin ($E(G_{it})$) hesaplanmasından sonra ele alınan dönemdeki her gün için aşırı getiriler (AG) hesaplanmaktadır. Aşırı getiri, i firmasının t zamanında gerçekleşen getirisiyle (G_{it}), tahmini getirisi ($E(G_{it})$) arasındaki farktan ($AG = E(G_{it}) - G_{it}$) oluşmaktadır. Aşırı getirilerin hesaplanmasından sonra satın alma ve birleşme olayının öncesi ve sonrası incelenecek olan dönemlerde aşırı getirilerin ortalaması (5) numaralı formüller ile hesaplanmaktadır.

Satın alma öncesi için;

$$\overline{AG}_{-T} = \frac{1}{-T} \sum_{t=-T}^0 AG \quad (5)$$

Satın alma sonrası için;

$$\overline{AG}_{+T} = \frac{1}{+T} \sum_{t=0}^{+T} AG \quad (5)$$

\overline{AR}_{-T} : satın alma olayından T gün önceki ortalamayı,

\overline{AR}_{+T} : satın alma olayından T gün sonraki ortalamayı,

+T, -T : gün sayılarını göstermektedir.

Çalışmada satın alma ve birleşme olayı öncesi ve sonrasındaki 1, 10 ve 15 günlük dönemlerde aşırı getirilerin değişip değişmediği araştırılacaktır. Çalışmanın hipotezleri şu şekildedir:

H_0 : İlgili dönemler için satın alma ve birleşme öncesi ve sonrası aşırı getiri ortalamaları eşittir. ($\overline{AR}_{-T} = \overline{AR}_{+T}$)

H_1 : İlgili dönemler için satın alma ve birleşme öncesi ve sonrası aşırı getiri ortalamaları eşit değildir. ($\overline{AR}_{-T} \neq \overline{AR}_{+T}$)

Bu hipotezler bağımlı iki örnek t testiyle test edilebilmektedir. Ancak t testinin yapılabilmesi için gözlemlerin normal dağılması gerekmektedir. Bu nedenle öncelikle Shapiro-Wilk Testi ile gözlemlerin normal dağılıp dağılmadıkları araştırılmıştır. Bu testte ise hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : Gözlemler normal dağılmaktadır.

H_1 : Gözlemler normal dağılmamaktadır.

Araştırma Bulguları

Yapılan t testi ve Shapiro-Wilk Testi sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Tablo 3: T testi ve Shapiro-Wilk Testi sonuçları

Sektörler	Testler	1 Günlük	10 Günlük	15 Günlük
Bilişim Sektörü	Shapiro-Wilk Testi	0.9157 (0.1646)	0.9175 (0.2022)	0.9063 (0.1391)
	T Testi	0.8488 (0.4114)	-0.5627 (0.5832)	-0.8992 (0.3849)
Enerji Sektörü	Shapiro-Wilk Testi	0.8811 (0.1075)	0.9397 (0.5169)	0.9529 (0.6814)

	T Testi	0.3664 (0.7217)	-0.4530 (0.6602)	0.2199 (0.8304)
Finans Sektörü	Shapiro- Wilk Testi	0.9243 (0.6669)	0.9434 (0.4245)	0.9349 (0.3313)
	T Testi	0.4412 (0.6669)	0.4216 (0.6808)	0.4221 (0.6804)
İmalat Sektörü	Shapiro- Wilk Testi	0.8660 (0.0898)	0.9390 0.5419	0.9687 (0.8782)
	T Testi	-0.2328 (0.8211)	0.9144 (0.3844)	2.1659 (0.0585)

Tablo3’de test istatistikleri ve olasılık değerleri birlikte sunulmuştur. Parantez içinde gösterilen değerler olasılık değerleridir.

Shapiro-Wilk Testi sonuçlarına göre olasılık değerleri %5’ten büyük olduğundan %5 önem seviyesinde H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Tüm sektör ve dönemler için gözlemler normal dağılmaktadır. Bu nedenle ortalamaların eşitliği bağımlı örnek t testiyle test edilebilmektedir. t testi sonuçlarına göre ise yine olasılık değerleri %5’ten büyük olduğundan %5 önem seviyesinde H_0 hipotezleri reddedilememektedir.

6. SONUÇ

Bu çalışmada 2013 – 2016 yılları arasında BİST’te işlem gören şirketlerin halka duyurulan birleşmelerinin ve kısmi satışlarının, şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri t testi yöntemi ve Shapiro- Wilk testi ile incelenmiştir.

Shapiro-Wilk Testi sonuçlarına göre olasılık değerleri %5’ten büyük olduğundan %5 önem seviyesinde H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Tüm sektör ve dönemler için gözlemler normal dağılmaktadır. Bu nedenle ortalamaların eşitliği bağımlı örnek t testiyle test edilebilmektedir. t testi sonuçlarına göre ise yine olasılık değerleri %5’ten büyük olduğundan %5 önem seviyesinde H_0 hipotezleri reddedilememektedir. Yani tüm dönemler ve sektörler için satın alma ve birleşme öncesi ve sonrası aşırı getiri ortalamaları eşittir. Bu sonuçlar, satın alma ve birleşme olayının aşırı getiri üzerinde etkili

olmadığı anlamına gelmektedir. Bunun sebebi satın alma işleminin şirketin KAP'a bildirmesinden daha önce kamuoyuna sızması veya hissedarların birleşme işlemini şirket duyurusu öncesinde öngörebilmesi olabilir. Ayrıca, literatür incelendiğinde genellikle satın alan taraftaki şirketlerin hisse senedi fiyatlarında anlamlı bir değişim olmadığı belirlenirken, öte yandan satın alınan şirketin hisse senedi fiyatlarında daha anlamlı değişim olduğu görülmüştür. Gönüllü (2017), araştırmasında satın alınan şirketler için analiz sonucunda duyuru tarihinden önceki ve sonraki 7 günlük kümülatif ortalama anormal getirinin %5 anlamlılık seviyesinde değiştiğini belirtmiştir. Yani birleşme ve devralma duyurusunun satın alınan şirket hisse senetlerine anlamlı bir etkisi olmuştur. Ancak satın alan şirketler hedef şirketler kadar etkilenmemiştir, kümülatif ortalama anormal getiri %5 anlamlılık seviyesinde farksızdır. Bu sonuç literatür ile uyusmaktadır. Genç'in 2012'deki çalışmasında satın alınan şirketin hisse senedi fiyatının satın alan şirketin hisse senedi fiyatından daha fazla artış gösterdiği bulunmuştur. Yılmaz'ın (2010) araştırmasında genellikle hedef firma hisse senetlerinde pozitif aşırı getiri elde edildiği belirlenmiştir. Diğer taraftan satın alan taraf hisselerinde aşırı getiri sağlanamamıştır. Bununla beraber yapmış olduğumuz bu çalışmada 48 satın alma işleminde analiz edilen şirket, 37 tanesinde satın alan tarafta olduğundan hisse senetleri fiyatlarında anlamlı bir değişim olmaması yadırganmamalıdır.

7. KAYNAKÇA

- Çevikçelik, S., (2012). *Şirket birleşmelerinin firmanın piyasa değerine etkisi: İMKB'de bir uygulama*, Yüksek lisans tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Çıtak, L. & Yıldız, F.K. (2007). Devralmanın devralan işletmelerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu izni ile gerçekleştirilen devralmaların devralan işletmelerin hisse senedi getiri

- oranları üzerindeki etkisinin incelenmesi, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22 (2), 273-295.
- Ernst & Young, (2014). Birleşme ve satın alma işlemleri 2013 raporu. 27 Eylül 2017 tarihinde [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MA_2013_Raporu_Full/\\$FILE/EY%20Birle%C5%9Fme%20ve%20Sat%C4%B1n%20Alma%20%C4%B0%C5%9Flemleri%20Raporu%202013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MA_2013_Raporu_Full/$FILE/EY%20Birle%C5%9Fme%20ve%20Sat%C4%B1n%20Alma%20%C4%B0%C5%9Flemleri%20Raporu%202013.pdf) adresinden erişildi.
- Ernst & Young, (2015). Birleşme ve satın alma işlemleri 2014 raporu. 27 Eylül 2017 tarihinde [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/\\$FILE/RA1.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/RA1/$FILE/RA1.pdf) adresinden erişildi.
- Ernst & Young, (2016). Birleşme ve satın alma işlemleri 2015 raporu. 27 Eylül 2017 tarihinde [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Birlesme_ve_Satin_Alma_Islemleri_2015_Raporu/\\$FILE/EY_Birlesme_ve_Satin_Alma_Islemleri_2015_Raporu.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Birlesme_ve_Satin_Alma_Islemleri_2015_Raporu/$FILE/EY_Birlesme_ve_Satin_Alma_Islemleri_2015_Raporu.pdf) adresinden erişildi.
- Ernst & Young, (2017). Birleşme ve satın alma işlemleri 2016 raporu. 27 Eylül 2017 tarihinde http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MA_2016_Raporu/%24FILE/EY_MA_2016.pdf adresinden erişildi.
- Eyceyurt, T. & Serçemeli, M. (2013). Şirket birleşme ve satın almalarının hisse senedi fiyatına etkisi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27 (1), 159-175.
- Genç, A. (2012). *Birleşme ve satın alma duyurularının şirketlerin piyasa değerine kısa dönem etkisi*, Yüksek lisans tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Gönüllü, O. (2017). Birleşme ve devralmalar yoluyla büyümenin hisse senedi performansı üzerine etkisi”, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (52), 1430-1440.
- Hekimoğlu, M. H. & Tanyeri, B. (2011). Türk şirket birleşmelerinin satın alınan şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26 (308), 53-70.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) şirket bildirimleri. 20 Ağustos 2017

- tarihinde <https://www.kap.org.tr/tr/> adresinden erişildi.
- Schadle M. & Pernsteiner H, (2004). Finansal Açıdan İşletme Birleşmeleri, H. Sümer, H. Pernsteiner (Ed.) *Şirket Birleşmeleri* içinde, (ss. 285-304). İstanbul, Alfa Yayınları.
- Selçuk, E.A., Köksal, E., Yılmaz, A.A. (2016). Birleşme ve satın alma işlemlerinin şirket ve sektör düzeyinde etkileri. *Business & Management Studies: An International Journal*, Vol. 4 (1), 48-62.
- Shah, P. & Arora, P. (2014). M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study. *Accounting and Finance Research*, Vol. 3, No. 2.
- Shaheen, I. (2006). Stock Market Reaction to Acquisition Announcements using an Event Study Approach. 10 Ekim 2017 tarihinde <https://dspace.fandm.edu/bitstream/handle/11016/4167/shaheen.pdf?sequence=1>. adresinden erişildi.
- Yılmaz, M. (2010). *Şirket birleşme ve devralmalarının getiri üzerinde etkisi ve İMKB’da bir uygulama*, Doktora tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yörük, N. & Ban, Ü. (2006). Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: İMKB’de işlem gören gıda sektörü şirketlerinde birleşme etkisinin analizi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 88-101.

Ek1: Araştırmaya konu olan satın alma işlemleri

Sektör	Hedef Şirket	Satın Alan Şirket	Satın alan Ülke	Satın alınan Hisse Oranı	Açıklanma Tarihi	İşlem Değeri (Milyon ABD\$)
Bilişim	AneIEs Elektronik	İnformatik Bilişim	Türkiye	% 100,00	12.06.2013	3,8
Bilişim	Bileşim Alternatif Dağıtım Kanalları	Halkbank	Türkiye	% 76,00	03.06.2013	7,1

Bilişim	Logo Yazılım	Mediterra Capital	Türkiye	% 34,60	15.04.2013	26,9
Bilişim	Logobi Yazılım	Logo Yazılım	Türkiye	% 40,00	27.02.2015	0,4
Bilişim	Netsis Yazılım	Logo Yazılım	Türkiye	% 100,00	27.02.2015	12,6
Bilişim	Armada Bilgisayar	Ingram Micro	ABD	% 57,94	15.10.2014	24,3
Bilişim	Logo Elektronik	Logo Yazılım	Türkiye	% 20,00	15.07.2014	0,9
Bilişim	Hitit Bilgisayar	Pegasus Havayolları	Türkiye	% 40,00	26.03.2015	4,5
Bilişim	İntermat Bilişim	Logo Yazılım	Türkiye	% 100,00	13.03.2015	Açıklanmadı
Bilişim	Sempa Bilgi İşlem	Logo Yazılım	Türkiye	% 100,00	13.03.2015	1,1
Bilişim	Vardar Yazılım	Logo Yazılım	Türkiye	% 100,00	13.03.2015	Açıklanmadı
Bilişim	Hitit Bilgisayar	Pegasus	Türkiye	% 10,00	30.05.2016	1,5
Bilişim	MeeApps	Gedik Yatırım Holding	Türkiye	% 10,00	22.06.2016	0,1
Bilişim	Tazedirekt Markası	Migros	Türkiye	Açıklanmadı	21.11.2016	Açıklanmadı
Bilişim	Yedi70	Gedik Girişim Sermayesi	Türkiye	% 10,87	24.06.2016	0,1
Finansal Hizmetler	Citi Türkiye-Bireysel Bankacılık Bölümü	Denizbank	Türkiye	% 100,00	11.04.2013	Açıklanmadı
Finansal Hizmetler	A1 Capital Menkul Değerler	Güler Yatırım Holding	Türkiye	% 45,00	10.09.2014	3,5
Finansal Hizmetler	As Faktoring	Denge Yatırım	Türkiye	% 100,00	09.12.2014	Açıklanmadı
Finansal Hizmetler	Garanti Bankası	BBVA	İspanya	% 14,89	19.11.2014	2.463,4
Finansal Hizmetler	Atlantis Yatırım Holding	Necdet Deniz, Havva Sevim (Özel Yatırımcılar)	Türkiye	% 90,00	09.12.2015	0,5
Finansal Hizmetler	Finansbank	Qatar National Bank	Katar	% 99,81	22.12.2015	2.940,0
Finansal Hizmetler	PSA Finansman	Finansbank	Türkiye	% 100,00	15.07.2015	3,6
Finansal Hizmetler	Şekerbank	Kazkommertsbank	Kazakistan	% 19,37	30.12.2015	Açıklanmadı
Finansal Hizmetler	Destek Varlık Yönetim	Lider Faktoring	Türkiye	% 49,98	15.07.2016	2,1
Finansal Hizmetler	Finans Yatırım Menkul Değerler	Finansbank	Türkiye	% 0,20	30.11.2016	Açıklanmadı
Finansal Hizmetler	Gedik Yatırım Menkul Değerler	Erhan Topaç (Özel Yatırımcı)	Türkiye	% 3,00	03.03.2016	Açıklanmadı
Finansal Hizmetler	Pulsa Holding	Euro Yatırım Holding	Türkiye	% 100,00	22.01.2016	1,1
Finansal	Transtürk Holding	IG Ventures	Türkiye	Açıklanmadı	27.06.2016	Açıklanmadı

KAÜİİBFD 10(20), 2019: 987-1006

Hizmetler						dı
Enerji	Adana İpekyolu Enerji Üretim	Akfen Holding	Türkiye	% 50,00	04.12.2013	12,3
Enerji	Yelen Gülpınar Enerji	Denge Yatırım	Türkiye	% 70,00	14.05.2014	5,0
Enerji	Siirt Akköy Enerji	Aksa Enerji	Türkiye	% 100,00	03.06.2014	1,9
Enerji	Pamukova Elektrik	Verusa Holding, Verusaturk Venture Capital	Türkiye	% 52,86	20.11.2015	13,0
Enerji	Silopi Elektrik	GSD Holding	Türkiye	% 15,00	08.06.2015	125,0
Enerji	Staroil Petrol	Aksel Yatırım Holding	Türkiye	% 100,00	26.08.2015	7,5
Enerji	Aksa Enerji RES Portföyü	Gürış İnşaat	Türkiye	% 100,00	30.11.2016	259,0
Enerji	Ata Elektrik Enerjisi	Verusa Holding	Türkiye	% 25,69	16.12.2016	Açıklanma dı
Enerji	Enda Enerji	Verusa Holding	Türkiye	% 3,17	17.02.2016	2,7
Enerji	Enda Enerji	Verusa Holding	Türkiye	Açıklanmadı	29.11.2016	Açıklanma dı
Enerji	Enerji Piyasaları İşletme A.Ş. (EPIAŞ)	Verusa Holding	Türkiye	% 3,33	11.03.2016	1,0
İmalat	Ak Alev Manyezit	Gözde Girişim Sermayesi	Türkiye	% 38,25	30.04.2013	1,1
İmalat	Azmüsebat Çelik Sanayi	Gözde Girişim Sermayesi	Türkiye	% 48,81	14.05.2013	24,4
İmalat	Gesa Güç Sistemleri	AKSA Enerji	Türkiye	% 100,00	30.04.2013	Açıklanma adı
İmalat	Makina Takım	Gözde Girişim Sermayesi	Türkiye	% 29,37	20.08.2013	22,8
İmalat	Dinamo Tamir ve Bakım Ürünleri	Güler Yatırım Holding	Türkiye	25,00	25.02.2014	0,5
İmalat	Gersan Elektrik	Verusa Holding	Türkiye	% 20,00	20.11.2015	9,2
İmalat	Azmüsebat Çelik	Gözde Girişim Sermayesi	Türkiye	% 48,81	24.03.2016	24,4
İmalat	Batçim Batı Anadolu Çimento	Sanko Holding	Türkiye	% 23,33	22.04.2016	32,0
İmalat	Samandıra Mobilya	Sinpaş GYO	Türkiye	% 100,00	26.09.2016	24,1