

## BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN ALICI ŞİRKET ÜZERİNE ETKİLERİ\*

### MERGERS AND ACQUISITIONS EFFECTING ON ACQUIRNG FIRM

Hakan ALTIN\*\* 

#### Öz

Büyümeyi amaçlayan bir Şirket kendi içsel kaynaklarını kullanacağı gibi dışsal kaynaklara başvurarak da büyüme amaçlı ihtiyaç duyacağı fon kaynağını sağlayabilir. Bazen de Şirketler büyümeyi birleşme ve satın alma ile gerçekleŐtirebilirler. Bu yüzden birleşme ve satın almalar hem yöneticiler için hem de finansal analistler için önemlidir. Borsa İstanbul piyasaları incelendiğinde 2017 yılı itibarıyla on halka açık Şirketin satın alma işlemi gerçekleştiği görülmektedir. İnceleme sonucunda on satın alma iŐleminin yedisinde normalüstü getiri tespit edilmiŐtir. Başka bir ifadeyle pay senetlerinin getirileri piyasa getirisinin üzerinde kazançlar sağlamıştır. Geriye kalan üç pay senedindeyse normalüstü getiriye rastlanılmamıŐtır. Elde edilen sonuçlara göre Borsa İstanbul piyasaları birleşmeler ve satın almalarda normalüstü getirinin varlığına iŐaret etmektedir. Ancak, normalüstü getiri hemen hemen piyasa getirisine eşittir.

**Anahtar Kelimeler:** Borsa İstanbul, Birleşme ve Satın Alma, Normalüstü Getiri

**Jel Kodları:** G10, G11, G34

#### Abstract

A company that aims to grow can use its own internal resources as well as provide external sources of funding for growth. Sometimes companies can achieve growth through mergers and acquisitions. Therefore, mergers and acquisitions are important for both managers and financial analysts. When the Borsa Istanbul markets are analyzed, it is observed that ten publicly traded corporation have been acquired as of 2017. As a result of the review, abnormal return was found in seven of ten acquiring transaction. In other words, the returns of shares yielded gains above the market return. The remaining three shares do not have an abnormal return. According to the results, the Borsa İstanbul markets refer to the presence of abnormal return of mergers and acquisitions.

\* Bu alıŐma 10-12 Ekim 2018 tarihleri arasında Uluslararası Katılımlı 22. Finans Kongresinde sunulmuŐ bildirinin gözden geçirilmiş halidir

\*\* Doç. Dr. Aksaray Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İŞletme Bölümü,  
E-Mail: hakanaltinasu@hotmail.com

However the abnormal return is almost equal to the market return

**Keywords:** Borsa İstanbul, Mergers and Acquisitions, Abnormal Return

**Jel Codes:** G10, G11, G34

## GİRİŐ

Büyüme yi amaçlayan bir Şirket kendi içsel kaynaklarını kullanacağı gibi dışsal kaynaklara başvuru olarak da büyüme amaçlı ihtiyaç duyacağı fon kaynağını sağlayabilir. Bazen de Şirketler büyüme yi birleşme ve satın alma ile gerçekleŐtirebilirler. Bu yüzden birleşme ve satın almalar hem yöneticiler için hem de finansal analistler için önemlidir.

Çoğu birleşme için temel motivasyon birleşme gerçekleŐtikten sonra ortaya çıkan bu yeni girişimin değerinin artmasıdır. Eğer A Şirketi ve B Şirketi yeni bir C Şirketi altında birleŐirler ve bu yeni C Şirketinin değeri hem A Şirketinin hem de B Şirketinin üzerinde gerçekleŐirse bu birleŐmenin sinerji yarattığı söylenir. Sinerjinin beŐ bileŐeni vardır Ehrhard & Brigham (2009): Birincisi, faaliyet ekonomisidir. Bu geniş bir skaladan değerlendirilir. Bu skala yönetimle başlar, pazarlama, üretim ve dağıtıma kadar gider. İkincisi, finansal ekonomidir. Finansal ekonominin içerisine daha düşük işlem maliyeti ve kapsanan alanın daralması girmektedir. Üçüncüsü, vergi etkisidir. Yeni Şirketin diğer iki Őirkete göre daha az vergi ödemesi beklenmektedir. Dördüncüsü, farklı tesirlerdir. Eğer Şirketlerden biri diğerine göre daha az etkinse birleşmeden sonra toplam etkinlikte bir artış beklenmektedir. BeŐincisi ise iki Şirket arasındaki rekabet ortadan kalkacağı için yeni Şirket piyasada daha güçlü hale gelecek olmasıdır. Buna karşın, faaliyet ve finansal ekonomileri sosyal açıdan arzu edilmekle birlikte piyasada rekabetin azalması sosyal açıdan arzu edilen bir durum değildir.

Konu biraz daha detaylı incelendiğinde, vergi konusunun birçok birleŐmeyi teşvik ettiği görülmektedir. Örneğin yüksek vergi dilimine giren Şirket büyük vergi kayıplarına yol açmış bir Şirketi satın alabilir. Böylece, ödenecek yüksek tutarlı vergiler tasarrufa dönüŐtürülerek belki de ileride kullanılabilecek bir finansman kaynağına dönüşür. Ödenecek vergi tutarını azaltarak içsel bir kaynak yaratan Şirket ortaya çıkan bu serbest nakit akışını daha fazla kâr payı ödeyerek, menkul kıymet yatırımları yaparak, kendi pay senedini satın alarak, başka bir Şirketi satın alma şeklinde değerlendirir. Dolayısıyla bu gibi fırsatlar Şirketlerin başka bir Őirketle birleşme konusunda olumlu düşünmesini destekler. Bazı durumlarda ise Şirket ihtiyaç duyduğu varlıkları piyasadaki yüksek maliyetle almak yerine bir Őirketle birleŐerek yerine koyma maliyetini azaltarak birleşme ve satın alma yoluna gidebilir.

Birleşme neticesinde alıcı Şirketin kazançlarında bir istikrar olması beklenir. Kazançların istikrarlı olması çalışanlar, tedarikçiler ve müşteriler için yararlı olduğu söylenir. Hisse senedi sahiplerine göre ise bu durum daha az belirlidir. Çünkü çeŐitlendirme amaçlı birleşmelerin çoğunda alıcı Şirketin piyasa değerinin artmadığı gözlenmiştir Berger & Ofek, (1995), Lang, & Stulz, (1994).

Finansal iktisatçıların çoğu iş kararlarında önceliğin Şirketin piyasa değeri olduğunu savunurlar. Bu doğru bir yaklaşımdır. Ancak, birleşmelerde finansal analizden ziyade yöneticinin kişisel liderlik becerisi ve motivasyonudur. Yöneticiler küçük bir Şirket yerine daha büyük bir Şirketi yönetmeye heveslidirler. Çoğu yönetici kendi egolarının birleŐmeyi tetikleyen bir faktör olduğunu kabul

etmez. Oysaki kişisel egoların tatmini şirket birleşmelerde temek teşvik edici olabilmektedir Morck, vd. (1990).

Aynı zamanda büyük şirketler ile üst yöneticilerin yüksek maaşları arasında bir ilişkinin varlığı da söz konusudur. Daha büyük şirket daha yüksek ücret anlamına gelmektedir. Ancak bu durum gerekli olmayan satın almalara yol açabilmektedir. Bazı durumlarda finansal analistler şirketin bölümlere ayrılarak satılması durumu ile içinde bulunduğu an itibarıyla şirketin piyasa değerini karşılaştırırlar. Karşılaştırma sonucunda şirketin bölümlere ayrılarak hesapladıkları piyasa değeri ile cari dönemdeki piyasa değerinde daha fazla ise yöneticiler şirketin bölümlere ayrılarak satılması yönünde karar alabilirler.

Birleşme ve satın alma konuları incelenirken üzerinde durulması gereken önemli konulardan biri de şirketi ele geçirmedir. Şirketi ele geçirme iki şekilde olur. İlki dostça ele geçirmedir. Alıcı şirket (işlemi başlatan şirket) ve hedefteki şirketin yönetimi bir araya gelerek hisse senedi fiyatı konusunda anlaşılır ve konu ortakların olumlu görüşü alınarak olumlu sonuçlandırılır. İkincisi, düşmanca ele geçirmedir. Bu yöntemde hedefteki şirketin yöneticileri karşı çıkarlar. Çünkü birleşme veya satın almalarda yöneticiler ya işlerini kaybetme riskiyle karşı karşıyadırlar ya da yönetsel olarak güçlerini kaybedeceklerdir. Hedefteki şirketin yönetimi bu birleşmeye karşı çıkacaklardır. Bu durumda işlemi başlatan şirket hedefteki şirketin yönetimini bay pas ederek hisse senedi fiyat teklifini direk ortaklara götürecektir. Ortaklarda yüksek sermaye kazanımı tercih edeceklerdir. Böylece birleşme ve satın alma gerçekleşmiş olacaktır.

Kaldıraçlı satın almalarda ise (LBO) küçük bir yatırımcı grubu tarafından veya bir özel sermaye fonu vasıtasıyla hedefteki şirketi büyük tutarlarda borçlanılarak satın alınır. Burada, işleme konu olan alıcıların yaptığı büyük tutarlı borç, hedefteki şirketin elinde bulundurduğu varlık satışlarından veya şirketin kazançlarından ödenmektedir. Alıcı şirket için iki seçenek vardır. Birincisi, satın alınan şirketi birkaç yıl boyunca çalıştırmak, piyasa değerini arttırmak ve kamuoyuna çok daha güçlü bir şirket halinde sunmaktır. Bunun sonucunda, hedefteki şirketinin hisse senetlerini yüksek fiyattan satarak kazanç sağlamaktır. İkincisi, satın alınan hedefteki şirketi daha küçük bölümlere ayırmak, sinerji yaratabilecek bölümleri şirkette bırakmak diğer bölümlerini satarak kazanç sağlamaktır. Her iki durumda da yüksek kârlar beklenmekle birlikte temel risk yüksek borçlanmanın yarattığı finansal risk olmaktadır Fridson, (1991), Allen, (1996).

Çalışmada Borsa İstanbul piyasalarında gerçekleşen birleşme ve satın almaların alıcı şirket üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu etkinin varlığı alıcı şirketin hisse senedi fiyatında yaşanması olası normalüstü getirinin varlığı şeklinde açıklanmıştır.

## LİTERATÜR

Çalışmanın literatür bölümünde birleşme ve satın almalar ile ilgili öncü çalışmalara yer verilmiştir. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar şu şekilde özetlenmiştir:

Halpern, (1983) çalışmasında şirket satın almalarını incelemiştir. Yazara göre birleşme ve satın alma teklifi veren şirketlerin bu davranışları piyasa değeri maksimizasyonu açısından tutarlıdır. Buna

göre satın alma için fiyat teklifi veren şirketler bu olaydan pozitif normalüstü getiri elde etmişlerdir. Bu teklif birleşme ynndeyselre sonuçlar karmadır. Yazara göre çok sayıda değer maksimizasyonuna ilişkin teori olmasına rağmen bu teoremler birleşme ve satın almalarda hangisinin kullanılması gerektiğine ilişkin bir bilgi vermemektedir. Buna karşın, sinerji ve monopol g oluşturma satın almaların temel argümanı olarak kabul görmektedir.

Dickerson, vd.,(1997) alışmalarında şirket satın alma ile krlilik arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar, satın almanın şirket krını olumlu etkilemediği tersine şirketin krlılığı üzerine olumsuz bir etki yarattığını iddia etmişlerdir. Sadece bu değil, şirketin büyümesine de küçük bir katkı verdiğini ileri sürmektedirler. Yazarlar bu durumu kendi endstrinden satın alma veya ilişkili bir endüstriden satın alma veya farklı bir endüstriden satın alma şeklinde her satın almanın kendi doğasında barındırdığı risk özellikleriyle açıklamaktadırlar.

Loughran & Vijn (1997) alışmalarında hissedarların şirket birleşmeleri karşısındaki durumlarını incelemişlerdir. Satın almaya ilişkin teklif verildiğinde hisse başına kazanç diğer günlerin kazançlarıyla karşılaştırıldığında daha yüksek olabilmektedir. Satın alma sonrası refah kazançları satın alma sürecinde satın alınan şirketin yöneticileri tarafından teklif edilen kazancın üzerindedir. Satın alan şirket yöneticileri şirketin hisse senedi ařırđ değerlendiğin de satın almanın ödemesini hisse senedi ile yaparken düşük değerlenmiş bir hisse senedi fiyatında ise ödemeyi nakit olarak gerçekleştirecektir. Yazarlara göre, piyasa için bu ödeme şekli fiyatlanan bir seçenek değildir.

Singh & Zollo (1998) alışmalarında yatay birleşme ve piyasa paylarını arttırma amaçlı satın almaları şirketin performansı açısından incelenmiştir. Yazarlar satın almanın derecesine göre ve satın almanın düzeyi (oranđ) artttıka bunun şirketin performansı üzerinde olumlu etkilediği yönünde bir sonuca ulaşmışlardır. Ancak bu sonuç st düzey yönetimin ne kadar değiştirileceği ile ilişkilidir. Eğer hedefteki şirketin st yönetimde yer değiştirme sınırlđ olursa bunun şirketin performansı üzerinde daha bir olumlu etkisi olacaktır.

Singh & Zollo (1999) alışmalarında satın alan şirket açısından hem birleşmenin ne kadarının gerçekleştiği yani birleşmenin düzeyi konusunda hem de birleşme sonrası oluşturulacak st yönetimde ne kadar satın alınan şirketten temsilci bulundurulacağını incelemişlerdir. Bu ilişkiyi şirketin geçmiş ve bugünkü bilgi birikimi ve satın alma ve birleşme deneyimleriyle açıklamaktadırlar. şirketin sahip olduğu bilgi birikiminin satın alma ve birleşmede önemli bir rolünün olduğunu ileri sürmüşlerdir. Dahası, birleşme derecesi artttıka birleşmelerden elde edilen çıktıların da olumlu etkilendiğini tespit etmişlerdir. Buna karşın st yönetimin oluşturulma seeneğindeyse şirketin performansı olumsuz etkilenmektedir.

Capron, (1999) alışmasında satın alma sonrasında şirketin bazı varlıklarını azaltma ve yeniden satın alma yöntemiyle ne kadar maliyet tasarrufu yaptığı ve şirkete sağladığı kazançlar konusunda bir çalışma yapmıştır. Yazara göre birleşme ve satın almalarda maliyet konusunda etkinliği sağlamak ve kaynak daęıtımđ yeniden yapmak şirketin performansını olumlu etkilemektedir. Ancak hedef değerlere ulaşıldığında elden çıkarılmış varlıklar ve kaynakların yeniden daęıtımđ satın almanın bir risk unsuru olarak düşünülmesi gerekmektedir.

Ghosh, (2001) çalışmasında satın almanın ardından şirketin performansını incelemiştir. Yazara göre birleşme şirketin performansını olumlu yönde etkilemektedir. Bu etki sektör ortalamasının üzerindedir. Bu karşın performansın sektör ortalamasının altında kaldığı birleşmeler de yaşanmaktadır. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi her şirketin sistematik olmayan risk faktörü farklıdır. İkincisi ise şirketlerden genellikle alıcı olanın birleşmeden önce gösterdiği üstün performanstır.

Ahuja & Katila (2001) satın almalar da alıcı şirketin üzerindeki yenilikçilik etkisini incelemiştir. Yazarlara göre, teknoloji temelli birleşmelerin olmadığı durumlarda şirket performansında önemli bir değişiklik olmamaktadır. Buna karşın teknoloji temelli satın almalar da ise şirketin performansı olumlu yönde etkilenmektedir. Çalışmalarında kullanılan ölçüt alıcı şirketin sahip olduğu bilgi düzeyi büyüklüğü ile elde edilen bilgi tabanının büyüklüğünün olası etkisi olmaktadır. Edinilen bilgi ve bilgi tabanının büyüklüğü şirketler üzerinde doğrusal olmayan bir etkiye sahiptir. Yazarlara göre, teknoloji temelli olmayan birleşmelerin şirketin yenilikçilik düzeyine önemli bir katkısı olmayacaktır.

Hagedoorn & Duysters (2002) çalışmasına göre satın alma ve birleşme aynı endüstride gerçekleşiyorsa, bu durum farklı endüstrilerdeki satın alma birleşmelere karşı daha iyi performans sonuçları göstermektedir. Bu iddialarını yaptıkları çalışmada ileri teknoloji temelli sektör için kanıtlamışlardır. Yazarlar şirketlerin kârlılığının arttığını tespit etmişlerdir. Bu hem satın alan için şirket hem de hedefteki şirket için geçerlidir. Diğer yandan yazarlara göre, satın almanın faydası kısa vadede performansı olumlu etkilenmesi tartışmalı bir konu olmakla birlikte uzun vadede stratejik satın almanın ve birleşmelerin faydası görüleceğini iddia etmektedirler.

Shleifer & Vishny (2003) çalışmalarında hisse senedi piyasalarına ilişkin bir satın alma modeli sunmuşlardır. Yazarlar satın alma ile ilgili bulgularını davranışsal finans ile ilişkilendirmişlerdir. Yazarlara göre, şirket hisse senedinin piyasada yüksek fiyatlanmış olması satın almanın bir unsurudur. Buna göre piyasa değeri yükselmiş şirketler satın alma, büyüme ve hayatını devam ettirebilecekken piyasa değeri düşük şirketi hedef şirket haline gelecektir.

Andre, vd., (2004) satın alma ve birleşmelerin uzun dönem ilişkisini normalüstü getiri ve birleşme ve satın alma sonrası şirket performansları şeklinde incelemiştir. Yazarlar, satın alma ve birleşme sonrası alıcı şirketlerin üç yıl boyunca düşük performans gösterdiğini tespit etmişlerdir. Ayrıca, sınır ötesi birleşme sonuçlarının da genellikle düşük performans olduğunu bulmuşlardır.

Cartwright & Schoenberg (2006) yaptıkları çalışma ile satın alma ve birleşme konusunda son gelişmeler ve fırsatlar üzerinde bir inceleme yapmışlardır. Yazarlara göre, yöneticiler değer yaratmayan daha çok kendi güdüleriyle hareket ettikleri satın alma peşindedirler. Ayrıca, akademik çalışmaların çözüm önerilerinin pratik hayata uygulanması konusunda kısıtları olduğundan söz etmektedirler. Bir başka konu ise satın alma konularına ilişkin yapılmış akademik çalışmaların söyledikleri hakkında satın almayı gerçekleştiren yöneticilerin bilgili olmadığıdır. Satın alma ve birleşme konusunda yapılan çalışmaların bir şekilde eksik kaldığını iddia etmektedirler. Yazarlara göre, bu eksiklik finansal ve yönetsel strateji literatürü ile davranışsal literatür arasında bağ kurularak giderilecektir.

Schoenberg (2006) çalışmasında satın almanın etkilerini ölçmeye yaradığını düşündüğü farklı ölçme ve değerlendirme yöntemlerinden bahsetmektedir. Yazara göre, satın alma ve birleşmeler

konusu tarafları çeşitli Őekillerde etkileyebilmektedir. Satın almaya ilişkin bir duyuru tarafların refah düzeyinde değişiklik yaratabilmektedir. Satın almanın etkisi alıcı firmaya uzun vadede grlmektedir. Bu etki beklenen iş kayıpları ve çalışanların örgüt kültürü ile alakalıdır. Yazara göre satın alma ile ilgili daha fazla lt belirlenmesi satın alma konusunun başarısı hakkında daha çok bilgi verecektir. Bu iddia mevcut performans ltlerinin tutarlılık konusundaki zayıflığı ile ilgilidir. Dolayısıyla, satın alma ile ilgili karşılaştırıla bilinir ltlerin varlığı satın alma ve birleşmelerin performansı hakkında daha çok Őey söyleyecektir.

Yrk & Ban (2006) alışmasında Şirket birleşmelerini hisse senedi fiyatı çerçevesinde incelemişlerdir. Yazarlara göre birleşme öncesinde kısa vadede eksi artı beş günlük bir sürede normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceğini uzun vadede ise normalüstü getirisinin söz konusu olmadığını iddia etmişlerdir.

Tuch & O’Sullivan N (2007) alışmalarında satın almaların Şirket zerine etkileri üzerine bir araştırma yapmışlardır. Buna göre kısa vadede hissedarların refahı üzerinde ciddi bir artış söz konusu iken uzun dönemde performans lt büyük oranda negatif getiri olarak gerçekleşmiştir. Mali oran analizi ltlerine ilişkin sonuçlar ise karma görünmektedir. Yazarlar aynı zamanda satın alma ve birleşmelerin karakteristik özelliklerini de incelemişlerdir. Düşmanca satın alma veya birleşmede veya nakit ödeme söz konusu olduğunda performans çok üstün seviyeye ulaşmaktadır. Buna karşın diğer birleşme türlerinde ise performans sonuçları karma çıkmaktadır. Araştırma sonuçları başlangıçta yüksek teklifin alıcı Şirketin performansını artırdığı sonrasında ise performansın düştüğü yönündedir.

Titiz, vd., (2007) alışmalarında birleşmelerin Şirketlerin etkinlik düzeylerine olan etkisi Şeklinde inlemişlerdir. Buna göre birleşme öncesinde Şirketlerin etkinlik düzeylerinde bir artış yaşanmaktadır. Ancak, birleşme sonrasında etkinlik düzeylerinde bir dş yaşanmaktadır. Şirketler birleşme sonrası etkinlik düzeylerini birleşme öncesinde olduğu gibi koruyamamaktadırlar.

McDonald, vd., (2008) alışmalarında yöneticilerin geçmişte satın alma kararları vermiş olmaları ve geçmiş deneyimleri yeni satın almalarda alıcı Şirketin performansı üzerinde olumlu bir etki yaptığını iddia etmişlerdir. Yazarlar bu iddialarını hedefteki Şirketin yönetim kurulundan bağımsız bir yöneticinin bu satın alma komisyonuna atanması ile açıklamaktadırlar. Yazarlar bu iddialarını test etmişlerdir. Buna göre yöneticilerin tecrübesi ve uzmanlığı satın alma kararlarının hem bugün hem de gelecek için alıcı Şirketin performansını olumlu etkileyen bir faktör olmaktadır.

Wan & Yiu (2009) alışmalarında satın almayı gerçekleştiği çevresel (coğrafi) alan üzerinden incelemişlerdir. Yazarlar Aysa kıtasındaki satın almaların Amerika ve Batılı lkeler ile karşılaştırıldığında daha az gerçekleştiğini tespit etmişlerdir. Geçmiş alışmalar satın alan Şirketin kendi karakteristik özelliklerinden ve çevresel özellikleri konularında yeterli ilgiyi göstermemişlerdir. Oysaki Şirketin karakteristik özellikleri ve faaliyetini sürdürdüğü veyahut sürdüreceği yeni evre son derece önemlidir. Sonuç olarak satın alma alıcı Şirket tarafından uygulanan bir stratejidir. Başarılı bir satın almanın n koşulu kurumsal ahenktir.

Hekimoğlu & Tanyeri (2011) alışmasında halka duyurulan birleşmelerin ve kısmı satışların hisse senedi fiyatlarına olan etkisini incelemişlerdir. Yazarlar  günlük bir sürede birleşme ve kısmı

satışlarda normalüstü getiri varlığını tespit etmişlerdir. Elde ettikleri bu normalüstü getiri düzeyi ile Amerika ve Avrupa Kitasıyla karşılaştırdıklarında Türkiye Piyasalarının daha düşük normalüstü getiri sağladığını tespit etmişlerdir.

Coşkun & Karğın (2016) çalışmalarında bankacılık sektöründe yaşanan üç satın alma durumunu incelemiştir. Yazarlara göre satın alma öncesinde incelemeye konu olan bankaların performansları sektör ortalamasının üzerinde iken satın alma sonrası performanslarında düşüş yaşandığını tespit etmişlerdir. Yazarlar bu durumu 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik kriz ile açıklamışlardır.

## ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI

Çalışmanın amacı Türkiye piyasasında 2017 yılında gerçekleşen satın alma ve birleşmelerin halka açık alıcı şirket üzerindeki etkilerinin belirlenmesidir. Bu amaçla uygun veri setine ulaşılabilen 10 halka açık incelenmiştir. İnceleme dönemi, birleşme ve satın alma açıklanma tarihinin gerçekleştiği ay ortanca olarak kabul edilerek 60 gün öncesi ve 60 gün sonrası olmak üzere toplam 150 gün olarak belirlenmiştir.

## ÇALIŞMADA KULLANILAN MODEL

İlk aşamada, BIST100 piyasa endeksi ve birleşme ve satın almalara konu olan pay senetlerinin getiri değerleri hesaplanmıştır. Daha sonra, her bir pay senedi getiri değerlerinden BIST100 piyasa endeksi getiri değerinin farkı alınarak düzeltilmiş getiriler (Adjusted Returns – AR) hesaplanmıştır.

Eğer, pay senedi getirisi BIST100 endeksi getirisinin üzerinde ise normalüstü getiri sağlamıştır şeklinde yorumlanmıştır. Pay senetlerinin getiri değerlerinin hesaplanmasında Lin ve Hsu, (2008), Shi vd., (2008) ve Ritter, (1991) çalışmalarından yararlanılmıştır:

Pay senedinin (i) nin (t) günündeki getirisi ( $R_{i,t}$ ), (t) dönemi ile bir önceki dönemin (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{i,t-1}$  ve  $P_{i,t}$ ) arasındaki oransal değişimdir.

$$(R_{i,t}) = P_{i,t} / P_{i,t-1} - 1 \quad (1)$$

Piyasa Endeksinin (t) günündeki getirisi ( $R_{m,t}$ ) ise, (t) dönemi ile bir önceki dönemin (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{m(t-1)}$  ve  $P_{m,t}$ ) arasındaki oransal değişimdir.

$$(R_{m,t}) = P_{m,t} / P_{m(t-1)} - 1 \quad (2)$$

Endeks (i) nin piyasa endeksi (m) göre (t) günündeki düzeltilmiş getirisi ( $AR_{i,t}$ ), pay senedinin getirisi ( $R_{i,t}$ ) ile piyasa getirisi ( $R_{m,t}$ ) arasındaki farktır:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (3)$$

İkinci aşamada sonuçların istatistiksel olarak anlamlılığının tespiti için Wald – Wolfowitz Test ve Levene Testleri uygulanmıştır. Hipotezlerin istatistiksel gösterimleri şu şekildedir:

**W-W Test:**

$H_0$ : İki örneklem aynı dağılıma sahip evrenlerden alınmıştır.

$H_1$ : İki Örneklem farklı dağılıma sahip evrenlerden alınmıştır.

**İstatistiksel Gösterim**

$H_0$ :  $D = 0$ ,

$H_1$ :  $D \neq 0$ .

**Levene Test:**

$H_0$ : Evren varyansları eşittir.

$H_1$ : Evren varyansları eşit değildir.

**İstatistiksel Gösterim**

$H_0$ :  $\sigma^2 = 0$

$H_1$ :  $\sigma^2 \neq 0$ .

**MODELİN ÇÖZÜMÜ**

Tablo 1 Borsa İstanbul piyasalarında 2017 yılı itibarıyla gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerini göstermektedir. Tablo 1 yedi bileşenden oluşmaktadır. Bunlar hedef şirket, sektör, satın alan şirket, hisse oranı, açıklanma tarihi, işlem değeri ve işlem yapısı bileşenleridir.

**Tablo 1.** Borsa İstanbul Birleşme ve Satın Alma Raporu

Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Hisse Oranı	Açıklanma Tarihi	İşlem Değeri (Milyon ABD\$)	İşlem Yapısı
BTA	Yiyecek ve İçecek	TAV Havalimanları Holding (TAV)	%33,33	Ekim 17	11,2	Satın Alma
CarrefourSA (11 mağaza)	Perakende	Migros (MGROS)	%100,00	Aralık 17	1,7	Satın Alma
Çözüm Endüstriyel Atık	Hizmetler	Baştaş Başkent Çimento (BASCM)	%49,00	Mart 17	3,7	Satın Alma
DD Finansman	Finansal Hizmetler	Doğan Holding (DOHOL)	%49,00	Haziran 17	-	Satın Alma



Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı	Finansal Hizmetler	Metro Yatırım Menkul Değerler (METRO)	%32,60	Aralık 17	5,4	Satın Alma
Eczacıbaşı - Monrol Nükleer Ürünler	Sağlık	Eczacıbaşı Grubu (ECZYT)	%34,00	Ekim 17	26,4	Satın Alma
Gündem Otel	Turizm	Deniz GYO (DZGYO)	%100,00	Kasım 17	7,6	Satın Alma
Icons & Styles	Turizm	Doğuş Holding	%55,00	Temmuz 17	-	Satın Alma
İzAir	Ulaştırma	Pegasus (PGSUS)	%29,51	Mart 17	1,3	Satın Alma
Osmangazi Dağıtım	Elektrik Enerji	Zorlu Enerji (ZOREN)	%100,00	Şubat 17	360,0	Satın Alma
Seyitler Kimya	Kimya	Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı (HDFGS)	57,28	Aralık 17	3,8	Satın Alma

**Kaynak:** E&Y 2017 Birleşme ve Satın Alma Raporu.

Tablo 1'e göre 2017 yılı itibarıyla on satın alma işlemi gerçekleşmiştir. On satın alma işleminden işlemlerinin yoğunlaştığı bir sektör tespit edilememiştir. Satın alma işlemi dokuz farklı sektörde gerçekleşmiştir. Satın almaya söz konusu olan hisse payı yüzde genellikle 30'un üzerindedir. Satın almaların açıklandığı tarih itibarıyla da yoğunlaştığı bir dönem yoktur. Toplam satın alma tutarı 421,3 milyon dolardır. İki şirket ise satın alma tutarlarını açıklamamıştır.

Tablo 2 sonuçları ise normalüstü getiri sonuçlarını göstermektedir. Tablo 2 sekiz bileşenden oluşmaktadır. Bunlar şirket sayısı, şirket kodu, standart sapma, minimum değer, maksimum değer, getiri farkları, normalüstü getiri ve istatistiksel anlamlılık bileşenleridir.

**Tablo 2.** Normal Üstü Getiri Sonuçları

Şirket Sayısı	Şirket Kodu	Standart Sapma	Minimum Değer	Maksimum Değer	Getiri Farkları	Normal Üstü Getiri?	İstatistiksel Olarak?
1	BASCM	0,0236	-0,0635	0,0780	-0,0001	Yok	Anlamlı
2	DOHOL	0,0232	-0,0630	0,1183	0,0006	Var	Anlamlı
3	DZGYO	0,0409	-0,0789	0,2104	0,0032	Var	Anlamlı
4	ECZYT	0,0113	-0,0273	0,0262	0,0009	Var	Anlamlı
5	HDFGS	0,0119	-0,0273	0,0262	0,0013	Var	Anlamlı
6	METRO	0,0273	-0,0915	0,1883	-0,0008	Yok	Anlamlı
7	MGROS	0,0192	-0,0919	0,0878	-0,0019	Yok	Anlamlı
8	PGSUS	0,0093	-0,0153	0,0415	0,0022	Var	Anlamlı
9	TAV	0,0169	-0,0622	0,0346	0,0001	Var	Anlamlı
10	ZOREN	0,0104	-0,0217	0,0254	0,0013	Var	Anlamlı

**Kaynak:** Yazarın Kendi Hesaplamalarıdır.

Tablo 2 sonucuna göre pay senetlerindeki getiri değişkenliği birbirine yakın olmakla birlikte en yüksek getiri değişkenliği % 4,09 ile Deniz GYO'da (DZGYO) gerçekleşmiştir. İncelenen dönem boyunca en yüksek kayıp ve kazançlar Metro Yatırım Menkul Değerler (METRO) ve Migros'da

(MGROS) gerçekleşmiştir. Getiri farklarına baktığımızda ise 7 şirketin normalüstü getiri sağladığı 3 şirketin ise getirisinin piyasa getirisinin altında kaldığı tespit edilmiştir. Ayrıca, sonuçların istatistiksel olarak da anlamlı olduğu görölmektedir.

## SONUÇ

Bir şirketin temel amacı ortakların refahını (servetini) maksimize etmek başka bir ifadeyle şirketin piyasa değerini maksimum yapmaktır. Her şirket yönetimi bu amaca yönelik çeşitli kararlar almaktadır. Bu kararlardan biride şirketin büyümesi kararıdır. Her büyüme kararı aynı zamanda uygun finansman kaynağını bulma anlamına gelmektedir. şirketler finansman kaynağı kullanmamada iki temel finansal kaynak kullanabilirler. Bunlar borçlanma ve özsermaye kaynaklarıdır. Bazen de şirketler büyümeyi satın alma veya birleşme şeklinde de gerçekleştirebilmektedir.

Borsa İstanbul piyasaları incelendiğinde 2017 yılı itibarıyla 10 halka açık şirketin satın alma işlemi gerçekleştiği görölmektedir. İnceleme sonucunda 10 satın alma işleminin 7'sinde normalüstü getiri tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle pay senetlerinin getirileri piyasa getirisinin üzerinde kazançlar sağlamıştır. Geriye kalan 3 pay senedindeyse normalüstü getiriye rastlanılmamıştır. Sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır.

Diğer yandan, pay senetlerinin getirileri piyasa getirisine çok yakın gerçekleştiği görölmektedir. Bu durum ise iki şekilde yorumlanabilir. Birincisi, Borsa İstanbul'da satın alma işlemleri yatırımcılara normalüstü getiri vaat etmektedir. Bu sonuç etkin piyasa hipotezinin karşısında yer alan bir sonuçtur. Etkin Piyasa Hipotezine (EPH) göre yatırımcılar normalüstü getiri elde edemezler. EPH göre finansal piyasalar etkin bir şekilde çalışmaktadır. Bu yüzden kazançlar piyasa getirisi kadar olacaktır. İkincisi ise bu sonucun tam tersidir. Çünkü pay senetlerinin getiri kazanç veya kayıpları piyasa getirisin çok yakında gerçekleşmektedir. Yatırımcılar piyasa getiri kadar bir kazanç elde etmektedirler. Dolayısıyla, etkin piyasa hipotezini destekler bir durumdan söz edilebiliriz.

Ernst & Young (EY) Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu'ndan elde ettiğimiz sonuçlar ise şu şekildedir. Türkiye'de açıklanan tüm birleşme ve satın alma sayısı işlem sayısı bu yıl için 251 olarak gerçekleşmiştir. İşlem hacmi açısından değerlendirildiğinde işlem hacmi yaklaşık 10 milyar Amerikan Dolarıdır. İşlem adedinde Türk Yatırımcılar 173 adet işlem gerçekleştirirken geriye kalan 78 işlemi yabancılar gerçekleştirmiştir. İşlem hacmi bazında enerji sektörü işlem bazında ise bilişim sektörü daha önde yer almaktadır.

Aynı rapora göre, Türkiye'de birleşme ve satın alma işlemlerini en çok etkileyen faktörlerin %29 ile siyasi istikrar, %22 ile yurt içi ekonomik konjonktür, %19 ile bölgesel siyasi gelişmeler, %12 ile faiz oranları ve kurlardaki gelişmeler, %8 ile uluslararası piyasalardaki gelişmeler ve %6 ile büyüme beklentileri olduğu görölmektedir. Enflasyonun ise bu işlemlere olan etkisinin daha düşük olduğu tespit edilmiştir.

## KAYNAKÇA

Ahuja, G., & Katila, R. (2001). "Technological Acquisitions and the Innovation Performance of Acquiring Firms: A Longitudinal Study". *Strategic Management Journal*, 22(3), 197-220.

- Allen, J. R. (1996). "LBOs-The Evolution of Financial Structures And Strategies". *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(4), 18-29.
- Andre, P., Kooli, M., & L'her, J. F. (2004). "The Long-run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market". *Financial Management*, 27-43.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). "Diversification's Effect on Firm Value". *Journal of financial Economics*, 37(1), 39-65.
- Capron, L. (1999). "The Long-term Performance of Horizontal Acquisitions". *Strategic Management Journal*, 987-1018.
- Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). "Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities". *British Journal of Management*, 17(S1).
- Coşkun, S. A., & Karğın, S. (2016). "Sınır Ötesi Birleşme ve Satın Almaların Bankaların Finansal Performansına Etkileri: Üç Banka Üzerinde CAMELS Analizi". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (69), 41-60.
- Dickerson, A. P., Gibson, H. D., & Tsakalotos, E. (1997). "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms". *Oxford Economic Papers*, 49(3), 344-361.
- Ehrhardt, C. M., & Brigham, F. E. (2009). *Financial Management: Theory and Practics*. Thirteenth Edition. South-Western Cengage Learning.
- Ernst & Young *Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporu*, (2017).
- Fridson, M. S. (1991). "What Went Wrong with the Highly Leveraged Deals?". *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(3), 57-67.
- Ghosh, A. (2001). "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?". *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151-178.
- Hagedoorn, J., & Duysters, G. (2002). "The Effect of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in a High-Tech Environment". *Technology Analysis & Strategic Management*, 14(1), 67-85.
- Halpern, P. (1983). "Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions". *The Journal of Finance*, 38(2), 297-317.
- Hekimoğlu, M. H., & Tanyeri, B. (2011). "Türk Şirket Birleşmelerinin Satın Alınan Şirketlerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkileri". *İktisat İşletme ve Finans*, 26(308), 53-70.
- Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1994). "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance". *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-1280.
- Lin, C. T., & Hsu, S. M. (2008). "Determinants of the Initial IPO Performance: Evidence from Hong Kong and Taiwan". *Applied Financial Economics*, 18(12), 955-963.
- Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). "Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?". *The Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790.
- McDonald, M. L., Westphal, J. D., & Graebner, M. E. (2008). "What Do They Know? The Effects of Outside Director Acquisition Experience on Firm Acquisition Performance". *Strategic Management Journal*, 29(11), 1155-1177.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?". *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.
- Ritter, J. R. (1991). "The long-run performance of Initial Public Offerings". *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27.
- Schoenberg, R. (2006). "Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics". *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.
- Shi, J., Bilson, C. M., & Powell, J. G. (2008). "Valuation Uncertainty Risk Compensation and IPO Prospectus Earnings Forecasts". *Applied Economics Letters*, 15(5), 331-335.

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). "Stock Market Driven Acquisitions". *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Singh, H., & Zollo, M. (1998). "The Impact of Knowledge Codification, Experience Trajectories and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions".
- Singh, H., & Zollo, M. (1999). "Post-Acquisition Strategies, Integration Capability, and the Economic Performance of Corporate Acquisitions". *INSEAD*.
- Titiz, İ., Demir, Y., & Onat, K. (2007). "Türkiyede Şirket Birleşmelerinde Birleşme Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yoluyla Belirlenmesi". *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(1), 117-139.
- Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). "The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence". *International Journal of Management Reviews*, 9(2), 141-170.
- Wan, W. P., & Yiu, D. W. (2009). "From Crisis to Opportunity: Environmental Jolt, Corporate Acquisitions, and Firm Performance". *Strategic Management Journal*, 30(7), 791-801.
- Yörük, N., & Ban, Ü. (2006). "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Gıda Sektörü Őirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (30), 88-101.

### Ek 1 – Test sonuçları

**Tablo 1.** Wald – Wolfowitz Test

Frekanslar		
	grup12	N
BIST100	1	105
	2	105
	Toplam	210

Test İstatistikleri <sup>a,b</sup>				
		Tekrar Sayısı	Z	Anlamlılık Düzeyi (Tek Kuyruklu)
BIST100	Olası Minimum	73 <sup>c</sup>	-4,565	,000
	Olası Maksimum	93 <sup>c</sup>	-1,798	,036
a. Wald-Wolfowitz Test				
b. Gruplandırılmış Değişken: grup12				
c. Grup arası bağ vardır.				

**Tablo 2.** Levene Test

Grup İstatistikler					
	Grup12	N	Ortalama	Standart Sapma	Standart Hata Ortalaması
BIST100	1	105	,000853	,0113424	,0011069
	2	105	,000967	,0199031	,0019423
				<b>Varyansların Eşitliği İçin Levene Testi</b>	
				<b>F</b>	<b>P</b>
BIST100	Varyanslar eşit kabul edildiğinde			23,435	,000
	Varyanslar eşit kabul edilmediğinde				