

**Birleşme ve Satın Alma Duyurularında Anormal Getiri:
Satın Alan Şirket ve Hedef Şirket Açısından Bir İnceleme (*)**

Ayşe GENÇ (**)

Ender COŞKUN (***)

Öz: Şirketler özellikle son yıllarda birleşme ve satın alma yoluyla büyüme yönelmektedirler. Bu şekilde büyüme stratejisi uygulayan şirketler, ölçek ekonomisi etkisi, sinerji etkisi gibi faktörler aracılığı ile ilave değer yaratabilmektedir. Bu çalışmada Borsa İstanbul (BIST)'da işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin, şirketlerin piyasa değerine etkisi "olay çalışması" yöntemi kullanılarak incelenmektedir. Bu amaçla, değerlendirilmeye alınan şirketlerin birleşme ve satın alma duyuruları sırasında hisse senedi fiyatlarındaki anormal getiriler ölçülmektedir. Araştırmada, birleşme ve satın alma için görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hisse senetlerinde her iki tarih açısından anormal getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmektedir. Araştırmanın sonucunda birleşme işlemin kamuoyuna duyurulmasından önce, hedef şirket hissedarlarının, pozitif anormal getiri sağladığı, satın alan şirket hissedarlarının ise hedef şirket hissedarlarına oranla daha az getiri sağladıkları görülmektedir.

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

**Abnormal Returns in Mergers and Acquisition Announcements:
An Examination in Related to Acquiring Firms and Target Firms**

Abstract: Companies steer for to grow through mergers and acquisitions, especially in recent years. By this method of growth strategy firms produce additional values with the help of some factors as economies of scale and synergy. In this study we examine the effects of mergers and acquisitions over stock prices of related firms in BIST (Istanbul Stock Exchange) through event studies. To this aim, we measure abnormal returns in stock prices during the announcements related to mergers and acquisitions. In the study we test the presence of abnormal returns of acquirer and target company's stocks in the meantime of announcements related to both beginning and end of the negotiations. As a result of the research before the public announcement of the merger transaction shareholders of the target company, provided positive abnormal return. Furthermore we find that shareholders of target company gain more profits than shareholders of acquirer company.

Keywords: Mergers, Acquisitions, BIST, Abnormal Return, Acquirer Company, Target Company

*) Bu çalışma Ayşe Genç'in "Birleşme Ve Satın Alma Duyurularının Şirketlerin Piyasa Değerine Kısa Dönem Etkisi" İsimli Yüksek Lisans Tezinden Türetilmiştir.

**) Öğretim Görevlisi., Pamukkale Üniversitesi, Acıpayam Meslek Yüksek Okulu
(e-posta: agenc@pau.edu.tr)

***) Yrd. Doç.Dr., Pamukkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.
(e-posta: enderc@pau.edu.tr)

Giriş

Küreselleşme ile birlikte artan rekabet ortamında işletmeler bir yandan faaliyetlerini sürdürmeye çalışırken, diğer yandan da büyümeye çalışmaktadırlar. 20. yüzyılın başlarından itibaren, ekonomik sistemin gelişmesi, pazarların büyümesi, üretim teknolojisinin değişmesi, yeni üretim ve pazarlama yöntemlerinin uygulamaya konulması ile birlikte büyümenin önemi artmaya başlamıştır (Akgüç, 1998: 891). Pazarın genişlemesi ve artan talep karşısında, piyasa değerini maksimize etmek isteyen işletmeler için büyüme kaçınılmaz olmuştur (Berk, 2003: 445). Bu çerçevede birleşme ve satın alma yoluyla büyüme şirketlerin sıklıkla başvurdukları yöntemlerdir. Şirket birleşmelerinin tarihsel süreci incelendiğinde, birleşme ve satın alma faaliyetlerinin 1800'ü yıllardan itibaren başladığı ve ilk önemli birleşme dalgasının XIX yy. sonlarında yaşandığı görülmektedir (Gaughan, 2002: 24). Birleşme ve satın alma faaliyetleri, özellikle 1980'lerde hem işlem adedi, hem de değer olarak çok yüksek seviyelere ulaşmıştır. Günümüzde bu sayı binlerle ifade edilmektedir. Bu gelişmeye paralel olarak ülkemizde de birleşme ve satın alma faaliyetlerinde son yıllarda büyük artış yaşanmaktadır. Örneğin 2006 yılında toplam değeri 18,3 milyar \$'ı bulan 154 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşirken, 2012 yılında yaşanan birleşme ve satın alma işlemlerinin toplam değeri 23,2 milyar \$ olmuş ve 300'den fazla birleşme ve satın alma işlemi açıklanmıştır. (Ernst&Young, 2012: 6).

Birleşme ve satın alma işlemlerindeki bu büyük artış, birleşme ve satın alma nedenlerinin anlaşılmasını zorunlu hale getirmektedir. İşletmeleri birleşme ve satın almaya yönlendiren temel nedenler arasında etkinliklerini artırma ve ölçek ekonomisi etkisinden yararlanma aracılığıyla sinerji elde etme, pazar payını artırma ve rekabet gücü kazanma gibi faktörler sayılabilir (Sharma ve Thistle, 1996: 45). Ayrıca, vergi avantajlarından yararlanma, nakit akımlarını artırma, hisse senedinin piyasa değerini yükseltme, çeşitlendirme yoluyla risk dağıtma, ürün programını geliştirme ve genişletme, teknik bilgi ve uzmanlığın satın alınması, işletmenin güç ve prestijini artırma, yetenekli ve uzman yöneticilere sahip olma gibi birleşme ve satın alma faaliyetinin sağlayacağı faydalardan yararlanabilme gibi nedenler de işletmeleri birleşme ve satın alma faaliyetlerine itmektedir (Balaban ve Okutan, 2009: 303).

Büyüme amacıyla birleşme ve satın alma faaliyeti gerçekleştiren şirketler, farklı parçalarının bir araya gelmesiyle ortaya çıkacak sinerjiden faydalanabilmek isterler (Akgüç, 1998: 892). Bunun doğal sonucu olarak; bu şirketlerin hisse senetlerine sahip olan hissedarlar ise birleşme ve satın alma faaliyeti ile birlikte kazanç elde etme beklentisi içerisinde olduklarıdır.

Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin rekabet üstünlüğü sağlama, pazar payını artırma, ölçek ekonomisi, sinerji oluşturma gibi olası beklenen faydaların, hisse senedi fiyat performansına nasıl yansıdığı birçok çalışmada incelenmiştir. Çalışmaların bir bölümünde birleşme ve satın alma duyurularının önemli anormal getiri ortaya çıkardığı ifade edilirken, bazı araştırmalarda hedef şirketlerin bazılarında ise satın alan şirketlerin hisse senedi

fiyatlarında anormal getiri sağladığı belirlenmiştir. Bazı çalışmalarda ise duyuru öncesini kapsayan dönem için anormal fiyat hareketlerinin tespit edildiği belirtilerek içeriden öğrenenlerin ticaretine vurgu yapılmıştır.

Bu çalışmada da birleşme ve satınalma duyurularının nasıl algılandığı ve kısa dönemde anormal getirinin ortaya çıkıp çıkmadığı araştırılmaktadır. Bu amaçla izleyen bölümde ilgili literatür özetlenmiş, daha sonra görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hissedarları açısından her iki tarih etrafında anormal getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmiştir.

I. Literatür Özeti

Birleşme ve satın alma faaliyetleri ile ilgili yapılan çalışmalar, genellikle birleşme ve satın alma faaliyetinin öncesi ve sonrasında şirketlerin hisse senedi değerlerinin artıp artmadığı ve buna bağlı olarak hissedarların kazanç elde edip etmediklerini araştırmaya yöneliktir. Bu çalışmalarda birleşme ve satın alma ile birlikte anormal getiri elde edilip edilmediği test edilmektedir. Bu çerçevedeki çalışmaların bir kısmında birleşme ve satın alma duyurusunun hemen öncesi ve sonrasını kapsayan kısa dönemde hisse senedi fiyatları üzerindeki etki araştırılırken, bazı çalışmalarda şirketlerin uzun dönem performansının araştırıldığı görülmektedir (Yılğör, 2004: 406).

Birleşme kararı, hem satın alan şirketin hem de hedef şirketin piyasa değerleri üzerinde, piyasanın birleşme ve satın almaya verdiği tepkiye bağlı olarak pozitif ya da negatif yönde bir etkiye neden olmaktadır. Örneğin Sapienza (2002), Devos vd. (2009) tarafından yapılan çalışmalarda birleşmenin şirketlerin piyasa değerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Birleşme ve satın alma işlemini kısa dönem açısından inceleyen çalışmaların büyük kısmında, hedef şirket hissedarlarının pozitif anormal getiriler elde ettikleri tespit edilirken, satın alan şirket hissedarları için bu durumun söz konusu olmadığı ve hatta zaman zaman negatif anormal getiri ile karşılaşıldığı sonucuna ulaşılmıştır (Bouwman vd., 2003: 9). Örneğin satın alan şirket ve hedef şirket açısından ayrı ayrı birleşme ve satın alma duyurularını inceleyen Campa ve Hernando (2006) ve Devos (2009) tarafından yapılan çalışmada hedef şirketlerin, satın alan şirketlere oranla daha yüksek getiriler elde ettiği, birleşme ve satın almaların, hedef şirket hissedarları açısından pozitif yönlü bir getiri sağladığı, satın alan şirket hissedarları açısından ise sifıra yakın hatta negatif yönlü getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Travlos (1987), Andrade vd. (2001) tarafından yapılan çalışmalarda da hedef şirketlerin satın alan şirketlere göre daha fazla anormal getiri elde ettikleri tespit edilmiştir.

Türkiye’de yapılan çalışmaların bir kısmında da bu araştırmalarla uyumlu sonuçlar elde edilmiştir. İçke (2007) ve Öztunalı (2008) tarafından yapılan çalışmalarda birleşmelerin, hedef şirketler için anormal getiri sağladığı, satın alan şirket açısından ise anormal getiri ortaya çıkmadığı tespit edilmiştir. İçke (2007) tarafından yapılan çalışmada ayrıca duyurunun hemen ardından hedef hisselerinin fiyatlarında önemli artışlar tespit edilmiş

ve bu durum, satın alan şirketlerin hedef şirketlere ödedikleri yüksek primlere bağlanmıştır.

Gülmez (2006) tarafından yapılan çalışmada, yukarıda adı geçen çalışmaların aksine hedef şirketin değil, satın alan şirketin daha yüksek oranda anormal getiri elde ettiği tespit edilmiştir. Bu durum büyük ölçüde yatırımcı beklentisi ile açıklanmıştır. Buna göre hedef şirketin satın alınma nedenini finansal veya yönetsel sıkıntıya düşmesi olarak algılayan yatırımcı, hedef şirkete yatırım yapmaktan uzak durmaktadır. Ünlü (2007) tarafından 1998-2006 dönemini kapsayan örneklem üzerinde yapılan çalışmada da satın alan şirketlerin kısa vadede anormal getiri elde ettikleri belirtilmiştir. Çalışmada, sektörler bazında yapılan analiz sonuçlarında ise satın alan şirket hissedarlarının elde ettiği getirinin farklılık gösterdiği gözlenmektedir.

Birleşme ve satın alma işlemlerinde uzun dönem hisse senedi fiyat performansı da birçok çalışmada inceleme konusu yapılmıştır. Healy vd. (1990), Barber ve Lyon (1997), Moeller vd. (2005), Yörük ve Ban (2006), Uludağ ve Gülbudak (2011) tarafından yapılan çalışmalar bu kapsamda yapılan çalışmalar arasında sayılabilir. Örneğin Yörük ve Ban (2006) tarafından gıda sektöründe gerçekleştirilen sekiz adet birleşme ve satın alma işlemini incelemişlerdir. Birleşme öncesi, şirket hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların, ± 6 aylık uzun vadede aşırı getiri elde etmesinin mümkün olmadığı, ± 5 günlük kısa dönemde ise çok küçük tutarlarda olsa da, birleşecek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmanın getiri sağlayacağı sonucuna ulaşılmıştır. Yıldız (2006) tarafından yapılan ve 40 adet şirketin satın alma sonrası anormal getirilerinin incelendiği çalışmada da, birleşmelerin satın alan şirket açısından uzun dönemde anormal getiri sağlamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Satın alma sonrası 3 aylık, 6 aylık, 1 yıllık ve 2 yıllık getiri oranı ortalamalarının istatistiksel olarak anlamlı olmadığı belirlenmiş, 1 aylık getiri oranı ortalamalarının ise istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür.

Yapılan çalışmaların bir kısmında ise piyasa etkinliğini test etmek amacı ile birleşme ve satın alma duyurularında anormal getirinin ortaya çıkıp çıkmadığı araştırılmakta ve piyasanın yarı-güçlü formda etkinliği test edilmektedir.

Piyasanın yarı güçlü formda etkinliğinin test edilmesi, genellikle mevcut fiyatların kamuya açık, ulaşılabilir olan tüm bilgileri tam olarak yansıtıp yansıtmadığının araştırılması yoluyla yapılmaktadır. Eğer piyasa yarı güçlü etkin yapıda ise, kamuya yapılan her türlü duyuru, hisse senedi fiyatlarına tamamen yansır ve böylece yatırımcı normalin üzerinde bir kazanç elde edemez (Mandacı, 2004: 120). Ancak sermaye piyasalarında bilginin her zaman herkese eşit şekilde ulaşmaması, diğer bir deyişle asimetric bilginin varlığı, piyasaların işleyişinin aksamasına neden olmaktadır. Asimetric bilgi piyasanın etkin olmadığını göstermekte, manipülasyon ve içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) gibi durumların ortaya çıkmasına neden olabilmektedir (Aras, 2004: 82). Örneğin Keown ve Pinkerton (1981) birleşme duyurularında kazançlı çıkan taraf olan hedef şirket hissedarlarının elde ettikleri pozitif anormal getirilerin nedenini araştırmıştır. Çalışmada, birleşme duyurularının duyuru günü öncesi 12 günlük periyotta anormal getiriye neden

olduğu bulgusuna ulaşılmış ve bu durum, birleşmeden önce içeriden öğrenenlerin ticaretiyle açıklanmıştır. Meulbroek(1992) de hedef şirket hissedarlarının elde ettikleri pozitif anormal getirileri içeriden öğrenenlerin ticaretiyle açıklamıştır. Birleşme ve satınalma duyuruları ile ilgili benzer çalışmalar Gersdorff ve Bacon (2008) ve Simoes vd. (2012) tarafından da yapılarak yarı güçlü piyasa formu test edilmiştir.

Bunun yanında Türkiye’de Mandacı (2004) tarafından yapılan ve birleşme duyurularının fiyatlara yansıyor yansımadağı, dolayısıyla piyasanın yarı güçlü formda etkin olup olmadığının test edildiği çalışmada, özellikle birleşmeden önceki iki gün ve birleşmeden sonraki ilk gün istatistiksel olarak anlamlı anormal getirinin oluştuğu ve BIST’un yarı-güçlü etkin bir piyasa olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada duyuru olmadan önceki iki gün anormal getiri elde edilmesi, piyasada içeriden öğrenenlerin olduğuna ve bunların elde ettikleri bilgiyi kullanarak anormal getiri elde ettikleri sonucuna ulaşılmıştır. Benzer sonuçlar Uludağ ve Gülbudak (2011) tarafından yapılan çalışmada da raporlanmıştır. 1997-2006 yılları arasında borsada işlem gören finansal olmayan şirketlerin incelendiği çalışmada, birleşen şirketlerin birleşme öncesinde yüksek hisse senedi getirilerine sahip olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ancak, bu olumlu etki birleşme haberlerini takip eden süreçte ortadan kaybolmakta ve hisse senedi getirileri uzun dönemde düşük performans göstermektedir. Çalışmada bu bulguların, içeriden bilgi alan kişilerin ve yatırımcıların varlığını destekleyici nitelikte olduğu vurgulanmaktadır. Uzun (2010) tarafından yapılan çalışmada da, sadece duyuru tarihinden önceki gün ve sonraki ilk iki gün ile duyuru tarihi günü pozitif bir aşırı getiri gözlenmiştir. Çalışmada bu durumun yarı etkin piyasalar hipoteziyle çeliştiği vurgulanmaktadır.

Bu çalışmada konuyla ilgili mevcut literatür dikkate alınarak birleşme ve satın alma duyurularının piyasada nasıl algılandığı, kısa dönemde anormal getirinin ortaya çıkıp çıkmadığı araştırılmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında, araştırmanın kapsamı ve yöntemine ilişkin açıklamalara yer verilmesinin ardından araştırma bulguları tartışılmaktadır.

II. Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi

Araştırmanın amacı, değerlendirmeye alınan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının, birleşme ve satın almalara karşı verdikleri tepkinin ortaya konmasıdır. Bu amaçla, görüşmelere başlandığının ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket hissedarları açısından her iki tarih etrafında anormal getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmektedir.

Araştırma, 2001 – 2011 döneminde birleşme ve satın alma işlemine taraf olmuş ve aynı zamanda BIST’da işlem gören finans sektörü dışındaki 138 satın alan ve 76 hedef şirket olmak üzere toplam 214 adet birleşme ve satın alma işlemi kapsamaktadır. Bu işlemlerden 17 tanesinde birleşen tarafların her ikisi de BIST’da işlem gören şirketlerdir. Bu işlemler, Kamuoyu Aydınlatma Platformu ve BIST resmi internet sitesinin Şirket Haberleri sayfasından derlenmiştir. Belirlenen olay penceresi içerisinde verilerine ulaşı-

lamayan 5 satın alan ve 13 hedef şirket değerlendirmeye alınmamıştır. Buna ek olarak, çalışmanın ikinci kısmı olan işlemlerin tamamlanma tarihleri itibariyle yapılan incelemede, değerlendirmeye alınan işlemlerin bir kısmının tamamlanma tarihi duyurulmamış ve diğer bir kısmı tamamlanmadan sona erdirilmiş olmasından dolayı 13 satın alan 17 hedef şirket tamamlanma tarihi itibariyle yapılan değerlendirmeye alınmamıştır.

BIST’da işlem gören şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemlerinin şirketlerin hisse senedi fiyat performansı üzerine etkisi “olay çalışması” yönteminden yararlanılarak analiz edilmiştir. Olay çalışması yöntemi, firmaya özgü kar duyurusu, hisse senedi bölünmesi, birleşme, borçlanma v.b. gibi bir olayın, hisse senedi fiyatı üzerine etkisini analiz etmek amacı ile kullanılmakta ve incelenen olaydan belli bir süre öncesi ve sonrasında kapsayan bir olay penceresi belirlenerek incelenen olayın anormal fiyat hareketi ortaya çıkarıp çıkarmadığı araştırılmaktadır (Brown ve Warner, 1980; Barber ve Lyon, 1996; Mackinlay, 1997; Campa ve Hernando, 2006).

Anormal getiri hesaplamasında; belli bir olay penceresinde hisse senedi getirisinin, aynı dönemde seçilen bir endeksin getirisi ile karşılaştırılması, ölçek ve sektör gibi kriterler de dikkate alınarak oluşturulan bir portföyün getirisi ile karşılaştırılması, piyasa modeline göre tahmin edilen getiri ile karşılaştırması gibi yöntemler kullanılabilir (Barber ve Lyon, 1996: 352). Fiili hisse senedi getirisi ile karşılaştırılan getiri beklenen getiri olarak kabul edilmekte ve aradaki fark anormal getiriyi oluşturmaktadır. Çalışmada olay penceresi için anormal getiri hesaplamasında daha önceki birçok çalışmada kullanılan (örneğin Moeller vd. 2005; DeLong, 2001) piyasa modeli kullanılmıştır. Buna göre duyuru gününden önceki ve sonraki 40 günlük dönem ($t \pm 40$) olay penceresi olarak ele alınmıştır. Beklenen getirinin tahmininde kullanılan tahmin penceresi ise olay penceresi başlangıcından (t_{-40}) önceki 200 işlem gününü kapsamaktadır

Örnekleme alınan hisse senetlerinin ve pazarın günlük getirileri şu şekilde hesaplanmıştır:

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

$R_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki getirisi

$P_{i,t}$: i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatı

$P_{i,t-1}$: i hisse senedinin $t - 1$ günündeki kapanış fiyatı

Çalışmada pazar getirisinin hesaplanmasında BIST 100 endeksi kapanış değerleri alınmıştır. Her bir şirketin t dönemindeki beklenen getirisini tespit etmek amacı ile aşağıda açıklanan piyasa modeli kullanılmıştır (Weston ve Weaver, 2001: 94-95):

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

$R_{j,t}$: j hisse senedinin t günündeki getirisi

$R_{m,t}$: Pazar endeksinin t günündeki getirisi (BIST 100)

$\varepsilon_{j,t}$: hata terimi;

α_j sabit terim ve β_j : j hisse senedinin pazardaki değişime duyarlılığının ölçüsü

Regresyon sonucunda elde edilen alfa ve beta katsayıları kullanılarak olay penceresi içerisindeki t günü için j hisse senedinin beklenen getirileri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$\hat{R}_{j,t} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \times R_{m,t} \quad (3)$$

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

$\hat{\alpha}_j$ ve $\hat{\beta}_j$: EKK tahmincisi kullanılarak tespit edilen piyasa modeli parametreleri

$R_{m,t}$: Pazar endeksinin t günündeki getirisi

Son olarak her bir hisse senedinin incelenen olay penceresi içerisindeki her bir gün için gerçekleşen ve beklenen getiriler arasındaki fark hesaplanarak anormal getiri ve bu getirilerin toplamı alınarak kümülatif anormal getiri elde edilmiştir.

Anormal Getiri (Abnormal Return-AR):

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - \hat{R}_{j,t} \quad (4)$$

$$CAR_t = \sum_{t=-40}^{40} AR_t \quad (5)$$

Son olarak anormal getirilerin ve kümülatif anormal getirilerin olay penceresi süresince sıfırdan anlamlı derecede farklı olup tek örneklem t testi yardımı ile test edilmiştir.

III. Araştırma Bulguları

Çalışmada 214 adet birleşme ve satın alma işleminin, satın alan ve hedef şirket açısından ayrı ayrı hem konu ile ilgili piyasaya yapılan ilk duyuru tarihleri hem de birleşme veya satın alma işleminin tamamlandığı ile ilgili duyuru tarihleri (gerçekleşme tarihleri) etrafındaki fiyat performansları incelenmiştir. Örnekte 138 satın alan ve 76 hedef şirket olmakla birlikte, bazı şirketlerin verilerine ulaşılamamasından dolayı ilk duyuru tarihinde 133 satın alan şirket, 63 hedef şirket üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. Tamamlanma tarihlerinde ise 120 satın alan şirket, 46 hedef şirket üzerinde hesaplama işlemleri gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede satın alan şirket için duyuru, satın alan şirket için tamamlanma, hedef şirket için duyuru ve hedef şirket için tamamlanma tarihleri için ayrı ayrı 81 günlük (-40, +40) olay penceresinde ve daha kısa sürelerde kümülatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Kümülatif getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı tek örneklem t testi ile test edilmiş ve ortalama olarak sıfırdan farklı bir getirin varlığına dair ifade ile anormal getirin var olup olmadığı araştırılmıştır.

Tablo 1' de satın alan ve hedef şirketlerin birleşme için görüşmelere başlama ve birleşme işlemlerini tamamlama tarihlerinde yapılan duyurular etrafında ortalama kümülatif anormal getirileri ve bununla ilgili t istatistikleri gösterilmektedir.

Tablo 1: Satın Alan ve Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri ve Tamamlanma Tarihleri İçin Farklı Olay Pencerelerinde Elde Edilen Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler

	Satın Alan Şirketler				Hedef Şirketler			
	İlk Duyuru		Tamamlanma duyurusu		İlk Duyuru		Tamamlanma duyurusu	
	Kümülatif Anormal Getiri	t-istatistiği	Kümülatif Anormal Getiri	t-istatistiği	Kümülatif Anormal Getiri	t-istatistiği	Kümülatif Anormal Getiri	t-istatistiği
(-40,+40)	0,0537	2,01**	0,0349	1,21	0,0563	0,92	0,1133	1,51
(-10,+10)	0,0245	1,98**	0,0083	0,70	0,0746	2,19**	0,0867	2,01**
(-5,+5)	0,0165	1,79*	0,0069	0,86	0,0442	2,16**	0,0479	1,85*
(-3,+3)	0,0133	1,68*	-0,0013	-0,19	0,0372	2,41**	0,0381	2,16**
(-2,+2)	0,0163	2,16**	0,0026	0,41	0,0387	2,65***	0,0268	1,79*
(-1,+1)	0,0154	2,40**	0,0045	1,04	0,0312	2,83***	0,0174	1,26
(-10,-2)	0,0088	1,10	0,0019	0,29	0,0457	2,42**	0,0590	2,40**
(-10,-1)	0,0137	1,52	0,0036	0,44	0,0504	2,38**	0,0628	2,39**
(-10,+1)	0,0242	2,13**	0,0064	0,72	0,0769	3,36***	0,0764	2,45**
(-3,-1)	0,0100	2,11**	0,0024	0,43	0,0084	0,81	0,0157	1,65
(-3,0)	0,0166	2,67***	0,0043	0,71	0,0244	2,25**	0,0202	1,57
(-3,+1)	0,0206	2,66***	0,0052	0,80	0,0349	2,84***	0,0293	1,91*
(-2,-1)	0,0098	2,29**	0,0037	0,77	0,0087	1,02	0,0061	0,95
(-2,0)	0,0164	2,82***	0,0056	1,09	0,0247	2,52**	0,0105	1,02
(-2,+1)	0,0204	2,73***	0,0065	1,11	0,0352	2,94***	0,0196	1,44
(-2,+10)	0,0207	2,04**	0,0084	0,91	0,0329	1,55	0,0299	1,26
(-1,0)	0,0114	2,74***	0,0035	1,10	0,0208	2,75***	0,0083	0,80
(-1,+10)	0,0157	1,62	0,0063	0,74	0,0290	1,45	0,0277	1,25
(0,+1)	0,0106	1,72*	0,0029	0,77	0,0265	2,36**	0,0135	1,28
(+2,+3)	-0,0073	-1,76*	-0,0065	-1,97*	0,0023	0,34	0,0086	1,01
(+2,+10)	0,0003	0,04	0,0019	0,23	-0,0023	-0,15	0,0103	0,57
(+2,+20)	-0,0010	-0,10	0,0023	0,20	0,0034	0,16	0,0296	1,10
(+3,+5)	-0,0013	-0,33	0,0088	1,68*	-0,0098	-1,28	-0,0054	-0,60

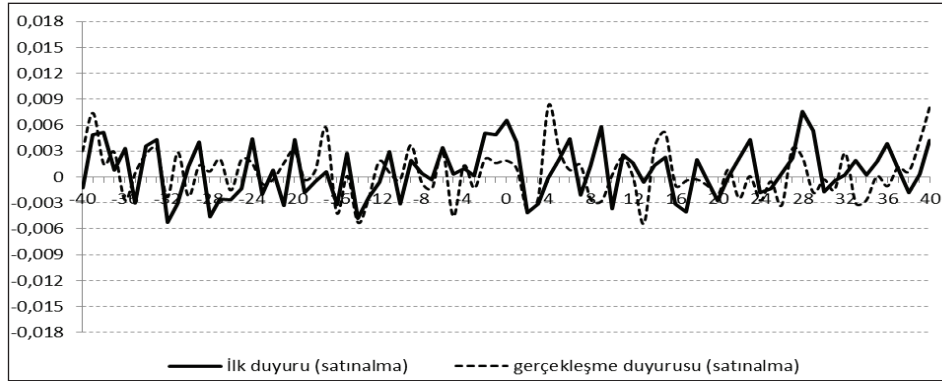
*** ; 0,01 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

** ; 0,05 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

* 0,10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı

Satın alan şirketlerin bu görüşmelerle ilgili ilk kez açıklama yaptıkları tarih olan ilk duyuru günü esas alındığında, birleşme duyurusunun yapıldığı günün öncesi ve sonrasında 40 günlük dönemde (-40,+40) anlamlı bir pozitif anormal getiri elde ettikleri görülmektedir. Bu durum (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2), (-1,+1) pencerelerinde de tespit edilmiştir. Örneğin (-10,-2) ve (-10,-1) aralıklarında anormal getiri elde edilememiş olması, benzer şekilde (+2,+10), (+2,+20) aralıklarında da anormal getiri ortaya çıkmaması, (-40,+40), (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2), (-1,+1) aralıklarında ortaya çıkan pozitif anormal getirinin olay etrafındaki çok kısa dönemden kaynaklandığını ve duyurudan sonra etkinin devam etmediğini göstermektedir. Diğer bir ifade ile (-40,+40) döneminde tespit edilen kümülatif anormal getirinin asıl kaynağı (-2, +2) döneminde ortaya çıkan kümülatif anormal getirdir. Nitekim duyuru tarihine yaklaştıkça (-3,0), (-3,+1), (-2,0), (-2,+1) ve (-1,0) aralıklarında %1 anlamlılık düzeyinde güçlü bir istatistiksel anlamlılığa sahip pozitif anormal getiri sağlanması bu görüşü desteklemektedir.

Bu durumun tam olarak belirlenebilmesi için duyuru öncesi ve sonrası 40 günlük dönem için günlük ortalama anormal getiriler Grafik 1’de verilmiştir.



Grafik 1: Satın Alan Şirketlerin Görüşmelerle İlgili İlk Duyuru Tarihleri ve Tamamlanma Tarihlerine Göre 40 Günlük Ortalama Anormal Getirileri

Grafik 1 incelendiğinde de getirilerin satın alma görüşmelerinden kamu oyunun ilk kez haberdar olduğu ilk duyuru tarihi etrafındaki 40 günlük dönem boyunca beklenenden çok farklı olmadığı (sıfıra çok yakın bir şekilde dalgalandığı) ancak duyurudan önceki 2 gün boyunca anormal getirinin arttığı görülmektedir. Günlük anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığı diğer bir ifade ile beklenen ile gerçekleşen arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı test edilerek sonuçlar Tablo 2’de topluca sunulmuştur.

Tablo 2 incelendiğinde, satın alan şirketlerin ilk duyuru tarihlerinden önceki 2 gün boyunca ve duyuru tarihinde elde ettikleri getirilerin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olduğu diğer bir ifade ile anormal getiri elde ettikleri görülmektedir.

Tablo 2: Satın Alan ve Hedef Şirketlerin Duyuru Tarihleri ve Tamamlanma Tarihleri İçin Ortalama Anormal Getiriler

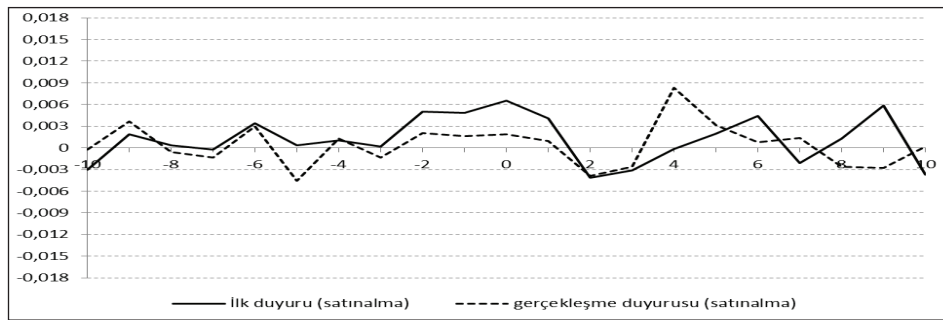
Gün	Satın Alan Şirketler				Hedef Şirketler			
	İlk Duyuru		Tamamlanma duyurusu		İlk Duyuru		Tamamlanma duyurusu	
	Günlük Anormal Getiri	t-istatistiği	Günlük Anormal Getiri	t-istatistiği	Günlük Anormal Getiri	t-istatistiği	Günlük Anormal Getiri	t-istatistiği
-10	-0,0031	-1,39	-0,0003	-0,11	0,0020	0,40	0,0033	0,70
-9	0,0019	0,86	0,0037	1,24	0,0102	2,38**	0,0088	1,76*
-8	0,0004	0,15	-0,0006	-0,27	0,0000	0,00	0,0092	1,71*
-7	-0,0003	-0,11	-0,0013	-0,55	0,0064	1,36	0,0021	0,39
-6	0,0034	1,28	0,0030	1,26	0,0087	1,53	0,0077	1,18
-5	0,0004	0,17	-0,0046	-1,50	0,0066	1,41	0,0140	1,98*
-4	0,0010	0,47	0,0013	0,52	0,0094	1,75*	0,0028	0,54
-3	0,0002	0,09	-0,0013	-0,52	-0,0003	-0,08	0,0097	1,89*
-2	0,0050	1,86*	0,0021	0,67	0,0041	0,78	0,0022	0,46
-1	0,0049	2,01**	0,0016	0,60	0,0047	0,99	0,0038	0,74
0	0,0065	1,86*	0,0019	0,83	0,0161	2,27**	0,0044	0,65
1	0,0040	0,99	0,0010	0,33	0,0105	1,78*	0,0091	1,23
2	-0,0041	-1,58	-0,0039	-1,66*	0,0036	0,64	0,0074	1,09
3	-0,0031	-1,35	-0,0026	-1,17	-0,0012	-0,27	0,0015	0,28
4	-0,0002	-0,09	0,0083	2,69***	-0,0085	-2,25**	-0,0052	-0,81
5	0,0020	0,87	0,0031	1,24	-0,0002	-0,05	-0,0018	-0,30
6	0,0044	1,59	0,0008	0,28	0,0051	1,06	0,0030	0,62
7	-0,0021	-0,89	0,0014	0,62	-0,0039	-1,20	-0,0061	-1,55
8	0,0012	0,48	-0,0026	-1,02	-0,0009	-0,24	0,0106	2,28**
9	0,0058	1,95*	-0,0028	-1,39	0,0038	1,01	0,0004	0,10
10	-0,0037	-1,40	0,0002	0,08	-0,0001	-0,03	0,0007	0,17

Ortalama günlük anormal getirilerin (-40,+40) aralığındaki dağılımını gösteren Grafik 1 ve (-10,+10) gün aralığındaki dağılımını gösteren Grafik 2 birlikte değerlendirildiğinde duyurudan önceki 10 günlük sürede ortaya çıkan getirilerin pozitif olduğu sonucu elde edilmektedir. Ancak, 10 günlük ortalama anormal getirileri ve bunların istatistik değerlerini gösteren Tablo 2 incelendiğinde -2., -1. ve 0. günlerde elde edilen ortalama anormal getirilerin anlamlı olduğu görülmektedir. Satın alan şirketlerin birleşme görüşmeleri ile ilgili ilk duyuru öncesindeki iki gün boyunca ortaya çıkan anormal getiri Mandacı (2004) ve Uludağ ve Gülbudak (2011) tarafından elde edilen sonuçlarla uyumludur ve bu durum içeriden öğrenenlerin ticareti ile açıklanabilir.

Çalışmada ayrıca satın alan şirketlerin birleşme görüşmelerinin başarılı bir şekilde tamamlandığını duyurduğu tarih etrafında anormal getirinin elde edilip edilmediği de incelenmiş ve bununla ilgili sonuçlar Tablo 1’de verilmiştir. Tablo 1’ incelendiğinde, satın alan şirketlerin birleşme işlemlerini tamamladıkları tarihler etrafında anormal getiri elde edemedikleri görülmektedir.

Tamamlanma duyurusu günü temel alındığında satın alan şirketlerin, hem birleşme duyurusunun yapıldığı günün öncesi ve sonrasındaki 40 günlük dönemde (-40,+40) hem de örneğin (-10,+10), (-2,+2), (-1,+1) gibi dönemlerde anlamlı bir pozitif anormal getiri elde edemedikleri tespit edilmiştir. Nitekim Grafik 1 incelendiğinde ilk duyuru günü öncesi ve duyuru günü yaşanan kısa süreli dalgalanmanın, tamamlanma duyurusu sırasında yaşanmadığı görülmektedir. 10 gün penceresinde günlük anormal getirileri ve bunların istatistiki olarak anlamlılığını gösteren değerlerini gösteren Tablo 2 incelendiğinde ise tamamlanma tarihinden sonraki 2. günde elde edilen negatif anormal getiri ve 4. günde elde edilen pozitif anormal getiri dışında anormal getiri saptanamamıştır. Tamamlanma günü olan 0. günde ve tamamlama öncesi 1. ve 2. günler ile tamamlanma sonrası 1. Günlerde tespit edilen pozitif yönlü getiriler istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir diğer bir ifade ile anormal getiri elde edilmemiştir. Bu günlerde (-2,+1) kümülatif bir anormal getiri sağlanıp sağlanamadığı incelendiğinde de bu dönemde ortalama %2’lik bir getiri elde edildiği ancak bu getirinin de istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı Tablo 1’de görülmektedir.

Birleşme ile ilgili görüşmelerin kamuya açıklanması ile ilgili ilk duyuru tarihini kapsayan (-2,+2) dönemi ve bunu içeren diğer kısa dönemlerde %1 anlamlılık düzeyinde pozitif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Birleşme ile ilgili görüşmelerin olumlu olarak tamamlandığı şeklindeki son duyuruyu içine alan kısa dönemli pencerelerde ise anormal getiri tespit edilememiştir. Her iki duyuru için (-10, +10) penceresindeki günlük ortalama getiri grafikleri karşılaştırma kolaylığı sağlayacak şekilde aşağıdaki Grafik 2’de gösterilmiştir.



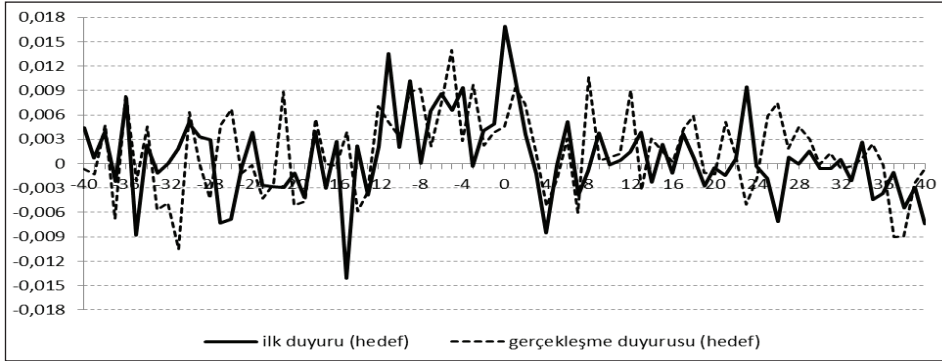
Grafik 2: Satın Alan Şirketlerin Duyuru ve Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Grafik 2'den de görüleceği gibi, piyasada (-2,+2) döneminde satın alma ile ilgili ilk duyuruya gerçekleşme duyurusundan daha fazla tepki verilmiş ve daha yüksek anormal getiri ortaya çıkmıştır. Nitekim Tablo 1'de ilk duyuru sırasında ortaya çıkan kümülatif anormal getirinin %1,6 olduğu, gerçekleşme duyurusu sırasında ortaya çıkan anormal getiri ise % 0,26 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, yatırımcılar açısından birleşme görüşmelerine başlama duyurusunun, tamamlanma duyurusuna göre daha fazla haber değeri taşıdığı şeklinde yorumlanabilir.

Bu çalışmada birleşme ve satın alma duyurularının anormal getiri ortaya çıkartıp çıkartmadığı hedef şirketleri açısından da analiz edilmiştir. Hem ilk duyuru hem de tamamlanma tarihleri itibariyle incelenen hedef şirketlerin, satın alan şirketlere göre daha yüksek pozitif anormal getiri elde ettikleri tespit edilmiştir.

Birleşme ve satın alma görüşmeleri ile ilgili ilk kez açıklamanın yapıldığı ilk duyuru günü temel alındığında hedef şirketlerin, duyuru öncesi ve sonrasındaki 40 günlük dönemde (-40,+40) anlamlı bir pozitif anormal getiri sağlamadıkları görülmektedir. Ancak Tablo 1'de de raporlandığı gibi (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2), (-1,+1) penceresinde oldukça yüksek anormal getiri tespit edilmiştir. Bu anormal getiri, satın alma örneklemindeki gibi sadece duyurunun hemen öncesi ve sonrasındaki (-2,+2) penceresinde ortaya çıkan getiriden kaynaklanmamaktadır. Satın alma örnekleminde farklı olarak (-10,-2) ve (-10,-1) aralıklarında %5 anlamlılık düzeyinde kümülatif anormal getirilerin elde edilmiş olması hedef şirketler için ilk duyuru tarihinden yaklaşık 10 gün öncesinden başlayarak fiyat hareketlerinin ortaya çıktığını göstermektedir. Tablo 2'deki günlük anormal getiriler incelendiğinde, sadece iki gün için anlamlı anormal getiri tespit edilmiştir. Bu durum, bu dönemdeki kümülatif bazda tespit edilen anormal getirinin ani günlük fiyat hareketlerinden kaynaklanmadığına, 10 günlük süreye yayılan tek başına istatistiksel açıdan anlamlı olmayan küçük pozitif getirilerin sonucunda ortaya çıktığına işaret etmektedir. Nitekim Grafik 3'te de bu durum net olarak gözlemlenebilmektedir. Günlük ortalama getiriler incelendiğinde birleşme ve satın alma görüşmelerinden kamuoyunun ilk kez haberdar olduğu ilk duyuru tarihinden önceki 10 gün ve duyuru günü günlük getirinin diğer günlere göre farklılaştığı görülmektedir. Çalışmada ayrıca satın alan şirketlerde olduğu gibi hedef şirketlerde de duyuru tarihine yaklaştıkça anormal getirilerin daha belirgin bir şekilde ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Örneğin duyurudan bir gün öncesini ve sonrasını kapsayan 3 günlük zaman aralığında hedef şirket hisseleri %3,1 anormal getiri sağlamıştır. Tablo 2 incelendiğinde özellikle duyuru gününde ve duyurudan bir sonraki günde önemli bir anormal getiri gerçekleştiği görülmektedir. Tablo 2'ye göre duyuru gününde % 1,6 değerinde anlamlı bir anormal getiri söz konusudur. Duyuru gününde elde edilen getiri, satın alan şirketler için tespit edilen getiriye göre (%0,6) daha yüksektir. (+2,+10), (+2,+20) aralıklarında anlamlı getirilerin elde edilememiş olması, duyurunun etkisini devam ettirmediğini göstermektedir. (-10,+1) döneminde hedef şirketlerin sağladığı anormal getirinin %7,6 olması ve istatistiksel olarak anlamlı olmasına karşılık, (-1,+10) döneminde ortaya çıkan kümülatif getirinin %2 olarak gerçekleşmesi,

ancak istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmaması içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili ipucu vermesi açısından oldukça önemlidir.

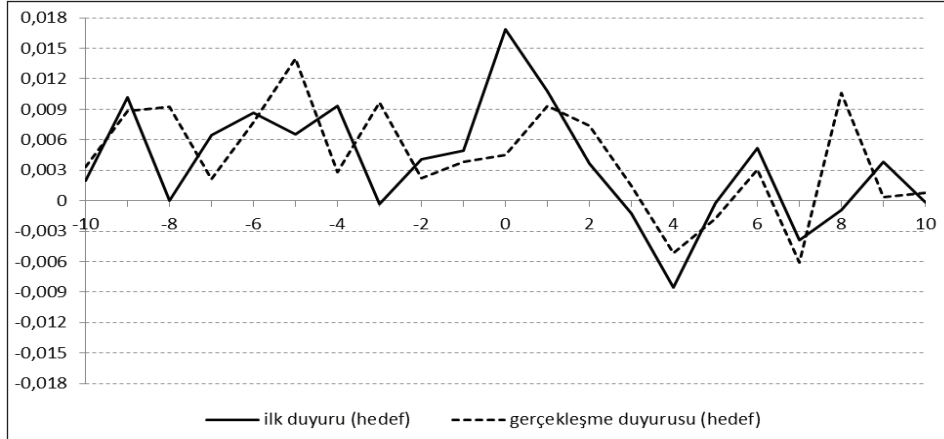


Grafik 3: Hedef Şirketlerin Duyuru ve Tamamlanma Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 40 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

Birleşme duyurusunun hedef şirketlere pozitif etkisi duyurudan sonraki günlerde giderek azalmaktadır.

Hedef şirketlerle ilgili elde edilen bu sonuçlar, hem içerden öğrenenlerin ticareti ile hem de hedef şirketlerde satın alan şirketlere göre daha yüksek anormal getiri ortaya çıktığı yönündeki literatür bulguları ile uyumludur (Campa ve Hernando,2006; Devos,2009; Mandacı, 2004; Uludağ ve Gülbudak, 2011)

Hedef şirketler tamamlanma tarihleri açısından değerlendirildiğinde ise bu şirketlerde de (-40,+40) aralığında anlamlı bir şekilde kümülatif anormal getiri söz konusu değilken, (-10,+10), (-5,+5), (-3,+3), (-2,+2) aralıklarında anlamlı ortalama anormal getirilerin ortaya çıktığı görülmektedir. Duyuru öncesi ve sonrasındaki birer gün dahil olmak üzere üç günlük pozitif anormal getirinin ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. . Tablo 1’de hedef şirketlerin birleşme işlemi tamamladığı günden önceki ve sonraki 10 günü kapsayan dönemde (-10,+10), önemli düzeylerde pozitif anormal getiri elde edildiği görülmektedir. Bu durumu önemli ölçüde tamamlanma duyurusundan önceki 9., 8., 5. ve 3. günlerden kaynaklandığı Tablo 2’de görülmektedir. İlk duyuru ve tamamlanma duyurusu kapsamında günlük anormal getirilerin anormal getirilerin dağılımını Grafik 4’te verilmiştir.



Grafik 4: Hedef Şirketlerin Duyuru ve gerçekleşme Tarihlerinden Önceki ve Sonraki 10 Gün Aralığında Ortalama Anormal Getirilerin Dağılımı

İlk duyuruda gözlenen durumun tersine, burada duyuru tarihine yaklaştıkça anormal getirinin anlamlılığını yitirdiği, duyuru gününde de anormal getirinin ortaya çıkmadığı gözlenmektedir. Tamamlanma tarihinin etrafındaki ilk günlerde sağlanan getirilerin anlamlı olmaması, önceki dönemde görüşmelerin başladığı (ilk duyuru) ile ilgili bilgi sahibi olan piyasa katılımcılarının bunu değere daha önceden yansıtmasından kaynaklandığı şeklinde yorumlanabilir. Nitekim Tablo 1 incelendiğinde (-20,-2), (-20,-1) aralıklarında sağlanan pozitif anormal getirilerin, satın alan şirket-duyuru tarihi, satın alan şirket-tamamlanma tarihi ve hedef şirket-duyuru tarihi için anlamlı değilken, hedef şirketlerin tamamlanma tarihleri için zayıf derecede anlamlı olması bu görüşü desteklemektedir.

Sonuç

Son yıllarda hem sayı hem de değer olarak şirket birleşme ve devralma faaliyetlerinin giderek arttığı gözlemlenmektedir. İşletmeleri birleşme ve satın almalara yönelten birçok neden bulunmaktadır. İşletmeler, bu faaliyetleri sonucunda etkinliklerinin artacağı, rekabet üstünlüğü sağlayacakları, bir sinerji elde edecekleri ve bu durumun değerlerini arttıracığı beklentisi içindedirler.

Çalışmada, BIST'a kote olan şirketlerin gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma işlemleri ile ilgili duyurularda, anormal getiri elde edilip edilmediği diğer bir ifade ile bu duyuruların işletme değeri üzerine kısa dönemdeki etkisi incelenmiştir. Bu çerçevede piyasa modeli kullanılarak hesaplanan anormal getirilerin anlamlılığı görüşmelere başlandığının duyurulması ve tamamlandığının duyurulması olmak üzere, satın alan şirket ve hedef şirket açısından test edilmiştir. Buna göre “satın alan şirket duyuru” ve “satın alan

şirket tamamlanma”, “hedef şirket duyuru” ve “hedef şirket tamamlanma” tarihleri için 4 ayrı veri setinde 81 gün (-40,+40) ve daha kısa olay pencerelerinde anormal getiriler hesaplanmıştır. Bu çalışma, birleşme ve satın almaların hem ilk duyuru hem de tamamlanma tarihleri etrafında; satın alan ve hedef şirketlerin piyasa değerine etkisini inceleyen bir araştırmadır. Bu yönü ile diğer çalışmalardan ayrılmaktadır.

Çalışmada, birleşme ve satın alma işleminde yapılan duyurulara piyasanın farklı tepkiler verdiği ve en yüksek anormal getirinin hedef şirket hisse senetlerinde konu ile ilgili ilk duyurunun yapıldığı dönemde ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Hedef şirketler birleşme ve satın alma duyurusu öncesinde piyasaya göre önemli ekstra getiriler sağlamaktadır. Çalışmada hedef şirketlerin birleşme duyurusundan 10 gün önce anormal getiri elde etmeye başladıkları bulgusuna ulaşılmıştır. Duyurudan önce anormal getiri elde edilmeye başlanması Keown ve Pinkerton (1981) Campa ve Hernando (2006), Devos (2009) Mandacı (2004), Uludağ ve Gülbudak (2011) tarafından yapılan çalışmada elde edilen bulgularla uyumludur ve içeriden öğrenenlerin ticareti ile açıklanabilir. Hedef şirket hissedarlarının hem duyuru tarihi hem de tamamlanma tarihi öncesinde 12 günde günlük bazda pozitif anormal getiriler elde etmeye başladığı tespit edilmiştir. Duyuru ve tamamlanma tarihleri incelendiğinde ise, görüşmelere başlandığının duyurulduğu tarihte ve bir gün sonrasında ortaya çıkan anormal getirinin, işlemin tamamlandığının duyurulduğu tarihte gerçekleşmediği görülmektedir. Bu durum satın alınan şirketlerin ilk duyuru ve gerçekleştirme duyurusu açısından değerlendirildiğinde de benzer sonuçlarla karşılaşılmaktadır. Elde edilen bu sonuçlar yatırımcıların beklemedikleri bir bilgiye ulaştıklarında daha sert tepki verdikleri şeklinde yorumlanabilir.

Satın alınan şirketler ile ilgili elde edilen sonuçlar ise bu şirketlerde ortaya çıkan anormal getirinin hedef şirketlerdeki kadar yüksek olmadığını göstermektedir. Satın alan şirket hissedarlarının, özellikle görüşmelere başlama duyurusunun hemen öncesinde anormal getiri sağladığı tespit edilmiştir. Satın alan şirketlerin tamamlanma tarihi için yapılan analiz sonuçlarında ise elde edilen pozitif anormal getirilerin genel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Birleşme işlemleri, işlemin kamuoyuna duyurulmasından önceki günlerden başlayarak pozitif anormal getiriye yol açmaktadır. Ancak bu anormal getiri hedef şirket hissedarları açısından daha fazladır.

Kaynakça

- Akgüç, Ö. (1998). Finansal Yönetim. 7. Baskı, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Andrade, G., Mitchell, M. ve Stafford, E. (2001). “New Evidence and Perspectives on Mergers” [Elektronik Sürüm]. Journal of Economic Perspectives, 15(2), 103–120.
- Aras, G. (Aralık 2004). Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü. İktisat İşletme ve Finans, 225, 81-94.

- Balaban, Ö. ve Okutan, E. (2009). “Ekonomik Krizlerin Bir Sonucu Olarak Stratejik İşbirlikleri ve Şirket Birleşmelerinde Yönetmel Uyumun Değerlendirilmesine Yönelik Bir Araştırma” [Elektronik Sürüm]. *Journal of Azerbaijani Studies*, 12(1-2), 299-310.
- Barber, B. M. ve Lyon, J. D. (1997). “Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics” [Elektronik Sürüm]. *Journal of Financial Economics*, 43, 341-372.
- Berk, N. (2003). *Finansal Yönetim*. 7. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Bouwman, H. S. C., Fuller, K. ve Nain, S. A. (2003). “Stock Market Valuation and Mergers”. *MIT Sloan Management Review*, Fall 2003, 9-11.
- Brown S. J. ve Warner J. B., (1980). *Measuring Security Price Performance*, *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Campa, J. M. ve Hernando, I. (2006). “M&As performance in European Financial Industry” [Elektronik Sürüm]. *Journal of Banking & Finance*, 30, 3367-3392.
- Delong, G. L. (2001). *Stockholder Gains from Focusing Versus Diversifying Bank Mergers* [Elektronik Sürüm]. *Journal of Financial Economics*, 59, 221-252.
- Devos, E., Kadapakkam, P. ve Krishnamurthy, S. (2009). “How do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies” [Elektronik Sürüm]. *Review of Financial Studies*, 22, 1179-1211.
- Ernst&Young. (2013). “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2012 Raporu” Erişim tarihi: 12 Aralık 2013 [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Birlesme_ve_Satin_Alma_islemleri_Raporu_2012/\\$FILE/Birlesme%20ve%20Satin%20Alma%20islemleri%202012%20Raporu.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Birlesme_ve_Satin_Alma_islemleri_Raporu_2012/$FILE/Birlesme%20ve%20Satin%20Alma%20islemleri%202012%20Raporu.pdf)
- Gaughan, P.A. (2002). *Mergers, Acquisition, and Corporate Restructurings*, 3rd Edition Newyork: John Wiley & Sons, Inc.
- Gersdorff, N. ve Bacon, F. (2008). “U.S. Mergers and Acquisitions: A Test of Market Efficiency”. *Journal of Finance and Accountancy*. Erişim tarihi: 20 Kasım 2013, <http://www.aabri.com/manuscripts/09142.pdf>
- Gülmez, H. (2006). *Şirket Birleşme ve Satın Almalarında Normal Üstü Getiri ve Bir Türkiye Uygulaması*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. ve Ruback, R. S. (1990). *Does Corporate Performance Improve After Mergers?*, Working Paper, Alfred P. Sloan School of Management, No: 3149-90.

- İçke, B. T. (2006). Firma Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Değeri Açısından Analizi ve İMKB' de Bir Uygulama. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Keown, A. J. ve Pinkerton, J. M. (1981). "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation" [Elektronik Sürüm]. *Journal of Finance*, 36, 855-869.
- Mackinlay, A. C. (1997). "Event Studies in Economics and Finance" [Elektronik Sürüm]. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Mandacı, P. E. (Aralık 2004). Şirketlerin Birleşme ve Satın Alma Duyurularının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 225, 118-124.
- Meulbroek, L. K. (1992). "An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading" [Elektronik Sürüm]. *The Journal of Finance*, 47(5), 1661-1699.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. ve Stulz, R. M. (2005). "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave" [Elektronik Sürüm]. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Öztunalı, A. (2008). Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sapienza, P. (2002). "The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts" [Elektronik Sürüm]. *The Journal of Finance*, 57(1), 329-367.
- Sharma, M. ve Thistle P. D. (1996). "Is Acquisition of Market Power A Determinant of Horizontal Mergers?" *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9(1), 45-55.
- Simoës, M. D., Macedo-Soares, D. T., Klotzle, M. C. ve Pinto, A.C. (2012). "Assessment of Market Efficiency in Argentina, Brazil and Chile: An Event Study of Mergers and Acquisitions", [Elektronik Sürüm]. *Brazilian Administration Review*, 9(2), 229-245.
- Travlos, N. G. (1987). "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns" [Elektronik Sürüm]. *The Journal of Finance*, 42(4), 943-963.
- Uludağ, B. K. ve Gülbudak, Ö. D. (Mart 2011). Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama, *İMKB Dergisi*, 12(47), 19-46.
- Uzun O., (2010). Başarılı Şirket Birleşmelerinin Performanslarının Ölçümü. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi SBE.
- Ünlü, I. (2007). Satınalma ve Birleşme Stratejilerinin Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.

- Weston J. F. ve Weaver S. C., (2001). *Mergers and Acquisitions*, McGraw Hill Executive MBA Series, McGraw – Hill Inc.
- Yıldız, F. (2006). *Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Kayseri: Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yılğör, A. G. (2004). “Şirket Birleşme, Ele Geçirme ve Satın Alma İşlemlerinin Finansal Çerçevesi”. Sümer, H. ve Pernsteiner, H. (Ed.). *Şirket Birleşmeleri* (ss. 381-408). İstanbul: Alfa Yayınları.
- Yörük, N. ve Ban, Ü. (Nisan 2006). “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi” [Elektronik Sürüm]. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 88-101.