



Doç. Dr. Nevin Yörük

Doç. Dr. Ünsal Ban

Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi

Doç. Dr. Nevin YÖRÜK

Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İİBF

Doç. Dr. Ünsal BAN

Gazi Üniversitesi, Tic. Tur. Fakültesi

Özet

Bu çalışmada, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne giriş ve uyum sürecinde, finansal yeniden yapılanması boyutu altında, şirket birleşmeleri incelenerek, şirket birleşme ve devralmaların gelişimi ve deneyimler araştırılmıştır.

Çalışmada şirket birleşmelerinin performans ve etkinlik üzerine etkileri, hisse senedi fiyatı boyutunda incelenmiştir. Bu amaçla İMKB’de işlem gören işletmelerin birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatları ele alınıp, şirketlerin aşırı kazançları hesaplanmış ve yatırımcı açısından getiri değişimleri saptanan farklı zaman aralıklarında, analiz edilerek değerlendirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre İ.M.K.B.’da işlem gören şirketlerin hisse senetlerine, birleşme öncesi yatırım yaparak uzun vadede normalin üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği, ancak birleşme öncesi çok kısa vadede T±5 gün, yatırım yapılarak normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceği görülmüştür.

Anahtar Sözcükler: Şirket birleşmeleri, performans, fiyat etkileri.

Abstract (Effects of Corporate Combinations on Stock Prices: Analyze of Stocks of Food Companies Trading on the Stock Exchange of IMKB)

In this study, corporate combinations are investigated in the process of Turkey's adaptation to the European Union in respect of financial restructuring and development of corporate combinations and acquisitions are studied. The effects of corporate combinations on performance and efficiency are investigated taking into considering stock price. For this purpose, before and after combinations of stock prices of the corporations, which are trading on the stock exchange of IMKB, are considered and excess profits of the corporations are calculated and then they are evaluated by analyzing in the difference time intervals at profit changes from the point of view of the investor. Analysis results show that no excessive profit can be generated over the long term by investing at corporations of IMKB before the combination process but excessive profit can be generated over the very short term of ±5 days.

Key Words: Corporate combinations, performance, price influences.

I. Giriş

1980'lerden itibaren, dünyada ve Türkiye'de meydana gelen ekonomik gelişmeler ve uygulanan istikrar programları, finans sektöründeki yeni düzenlemeler, sermaye piyasalarındaki gelişmeler ve döviz kuru riskini azaltmak amacıyla türev ürünlerin kullanılmaya başlanması, son yıllarda finans sektörünü ön plana çıkarmıştır. Teknolojik gelişmeler ve bilgi teknolojisinin yaygın olarak kullanılmaya başlanması, iş süreçlerinde değişmelere neden olmuştur. Küresel ekonomiler ve yarattığı gelişmeler ekonomik hayatta yeni tanımlamalar ortaya çıkarmış, ülkelerarası ilişkilerin gelişmesi ile sınır kavramının ortadan kalkmasına neden olmuştur.

Küreselleşme ile ABD'nin küresel pazardaki etkinliğini artırması, AB gibi yapılanmalarda sınırların önemini yitirmesi, tek para birimine geçilmesi, ABD ve AB dışındaki ülkelerdeki yerli şirketleri dış rekabete karşı küresel ortaklıklara özendirmiştir. Tüm bu faktörler, dünya üzerindeki şirketlerde yeniden yapılanmayı gündeme getirmiştir.

Yeniden yapılandırmanın hedefi, şirketin faaliyet gösterdiği değişik alanlardaki aktif kıymetlerinin düzenlenerek şirketin pazar değerinin veya ortaklarının servetinin yükseltilmesidir. Finansal yeniden yapılandırma işlemi ise özkaynak ve borçluluk yapısı ile ilgili düzenleme yapılarak şirket değerinin artırılmasını amaçlar. Temel nedeni ekonomik olan finansal yeniden yapılandırma çalışmalarında, işletmeler başarılarını kanıtlamak ve varlıklarını değişen koşullara göre daha güçlü sürdürebilmek için büyüme yolunu tercih etmektedirler.

Son yüzyılda, bir dışsal büyüme yöntemi olan ve dünya üzerinde sıkça görülmeye başlayan şirket birleşmeleri, finansal yeniden yapılanma boyutu altında, ülkemizde de, dünya ekonomisindeki gelişmeler paralelinde gündemde daha fazla yer almaya başlamıştır.

Geniş anlamıyla şirket birleşmesi, iki ya da daha fazla işletmenin, büyüme amacıyla faaliyetlerinin, ekonomik ve hukuksal

açından tek bir birlik haline getirilmesi veya işbirliğine gitmeleridir (Akay, 1997; 1).

Çalışmada, şirket birleşmeleri, finansal yeniden yapılandırma boyutu altında incelenecektir. Bu kapsamda, dünyada, Avrupa Birliği'nde ve Türkiye'deki şirket birleşme ve devralma deneyimleri ve büyüklüğü incelenecektir. Birleşmelerde başarı olanağını artıran koşul ve önlemler incelenip, şirketler arası birleşmelerde başarısızlık nedenleri araştırılmıştır.

Literatürde şirket birleşme ve devralmaları ile ilgili yapılan performans çalışmalarının 2 ana başlık altında toplandığı görülmektedir:

i) Birleşme öncesi ve sonrası birleşen tarafların karlarının ölçülmesi ile birleşme performansı çalışmaları,

ii) Hisse senedi fiyatları üzerine birleşme etkileri.

Gupta (1997), 1981-1990 dönemini kapsayan 45 birleşme örnekli çalışmasında, birleşmenin kamuya duyurulmasında sonra birleşme öncesi ve sonrasında aşırı getiriler elde edilebildiğini ve bu getiri artışının birleşme büyüklüğü ile pozitif ilişkisi olduğunu ortaya koymuştur. Gugler (2000), olay çalışması yöntemini kullandığı çalışmasından elde ettiği sonuçlarda, birleşme sonrasında şirketlerin karlarında artış, satışlarında ise azalış olduğunu raporlamaktadır.

Röller, Stennek ve Verboven (2000), şirket birleşme etkinliğini kar, ürün ve hisse senedi getirisi bazında, inceledikleri çalışmalarında, birleşmelerin maliyet tasarrufuna yol açmadığını, sadece çok büyük-mega birleşmelerde bazı kazanımlar sağlandığını ifade ederek, bunda da birleşme büyüklüğünün etken olduğunu iddia etmektedirler. Ayrıca, birleşmelerde karlarının azalmasına rağmen, hisse senedi fiyatlarında artışlar olduğunu; hedef firmanın hisse senedi karlarının %25-30, kısa vadede ise %10 olduğunu belirtmektedirler.

Bessler ve 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.

Rau and Vermaelen (1998), olay çalışması yöntemini kullandıkları çalışma sonuçlarına göre, uzun dönem hisse senedi performansının negatif ve kısa dönemli performansının da beklendiği gibi olmadığını belirtmektedir. Fridolfsson ve Stennek (1999), birleşme karlılığından daha çok diğer bilgileri içeren hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri tartışmışlar ve olay yöntemini kullanarak sonuçta, birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatlarının, diğer hisse senetleri fiyatlarını etkileyen olaylardan etkilendiklerini saptamışlardır. Kalderon vd. (2000), son yıllarda Yeşil Alan (Greenfield) yatırımların ve bu alandaki şirket birleşmelerinin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde arttığını, ancak bu gelişmenin ülkelerin büyüme oranlarına etki etmediğini de ifade etmektedirler.

Delong (2003), A.B.D.'de banka birleşmelerinin hisse senedi getirileri üzerine etkilerinin incelendiği çalışmasında, A.B.D dışındaki birleşen banka hisse senetleri üzerindeki etkisinin %1.3 pozitif etkisine karşın, A.B.D. deki banka hisse senetlerinde %2.1 oranında değer kaybı görülmüştür.

II. Şirket Birleşmelerinin Özellikleri

Türkiye de yaşanan ekonomik krizlerin finansal pazarlara ve üretim ekonomisine olan olumsuz etkileri, para döviz ve sermaye pazarlarındaki dalgalanmalarla kendini göstermektedir. Özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmeler ekonomik sistem içinde varlığını sürdürmek konusunda zorluklar içersine girmektedirler. Gerek bu finansal zorlukların atlatılması, gerekse şirketlerin ekonomik krizlere karşı mali yapılarını güçlendirmelerinin bir yolu da şirket birleşmeleri olacaktır. Birleşmelerin kaynak kullanımında verimlilik sağladığı gerçeği göz önüne alındığında, Türkiye gibi kaynağı kısıtlı ülkeler açısından birleşmelerin finansal önemi daha iyi anlaşılabilir.

Şirket birleşmeleri, uluslararası düzeyde olduğu durumlarda, ülkenin sermaye

piyasasına yabancı ortakların girmesiyle hareketlilik ve derinlik kazanacağı gerçeği gözden kaçırılmamalıdır. Ayrıca yerli şirketlerin yabancı şirketlerle birleşmeleri halinde devir kazançlarının vergi dışı kalması önemli bir avantajdır. Halen yabancı ortaklı şirketlerin borsada işlem gören hisse senetlerinde yaşanan hareketlilik yatırımcılar açısından da birleşmelerin dikkatle incelenmesine sebep olmaktadır.

Şirket birleşmelerinin Türkiye açısından diğer bir önemi ise, özellikle büyük ölçekli ve ihracat faaliyetleri ile yurtdışına çalışan şirketlerin, Avrupa Birliği sürecinde yabancı şirketlerle birleşerek teknolojiyi ve rekabetçi avantajları ülkemize getirmeleridir. Ayrıca, bu şirketlerin kendi aralarında yapacakları birleşmelerle ülkemize, gümrük duvarlarının kalkmasından sonra girecek yabancı şirketlerle rekabet edebilecek ve bu rekabetten finansal açıdan zarar görmeyecek duruma gelmeleridir.

2.1. Şirketleri Birleşmeye Yönelten Temel Nedenler

Birçok şirket birleşmesinin temelinde büyümek ve işletmenin değerini artırmak amacı vardır. İşletmelerin büyüme yöntemleri içsel büyüme ve dışsal büyüme olarak 2 başlık altında incelenebilir.

İçsel büyüme, işletmelerin mevcut kapasitelerini artırmak için, işletme içinden ve dışından sağladıkları fonlarla büyümeleleridir [Ceylan (2001), 314]. İşletmelerin bir ya da birden fazla işletmenin tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek büyümeleleri ise, dışsal büyüme olarak adlandırılır. Dışsal büyüme yöntemlerinden biri olan füzyon, birden fazla işletmenin sadece ekonomik yönden değil, aynı zamanda hukuken de tek bir işletme haline gelmesini ifade etmekte olup, devralma ve birleşme şeklinde gerçekleşir. Şirket birleşmesi (merger), bir şirketin kendi tüzel kişiliğini değiştirerek, bir başkasıyla tek bir yönetim altında birleşmesi olarak tanımlanabilir [Palombo (997), 20].

Aşağıda sayılan faktörler, işletmeleri birleşme yoluna yönelten diğer nedenlerdir.

i) Sinerji Yaratma Düşüncesi ve Ölçek Ekonomisi: Sinerji etkisi, bütünün kendisini oluşturan parçaların toplamından daha yüksek bir değere sahip olmasıdır. Şirket birleşmelerinden doğan sinerji etkisi 4 ana başlıkta oluşabilir [Eugene vd.(999), 986].

- Faaliyetsel Sinerji (Operating Synergy): İki işletmenin ölçek ekonomilerinden yararlanma amacıyla birleşerek, yönetim, dağıtım, üretim, pazarlama gibi faaliyetleri sırasında sinerji yaratması.

- Finansal Sinerji (Financial Synergy): Düşük işlem maliyetlerine karşılık hisse senetlerinin değerinin artması.

- Çeşitlendirme: (Differential Efficiency): Birleşmeden sonra yönetimi zayıf olan tarafın yönetiminin daha güçlü hale gelmesi, yönetimi güçlü olan tarafın yönetiminin ise daha verimli hale gelmesi ve yönetimi zayıf olan şirketin varlıklarının daha verimli kullanılmasıdır.

- Pazar Gücü (Market Power): Rekabetin azalması nedeniyle işletmenin pazar gücü artması.

ii) Yetenekli yönetime sahip olma düşüncesi.

iii) Dışsal büyümenin içsel büyümeye göre avantajlarının olması; dışsal büyümede maliyetler düşüktür, risk daha azdır, finansman sağlama olanağı daha kolaydır, büyüme daha hızlıdır ve büyüme de denge unsuru söz konusudur.

iv) Büyüme yoluyla değerli sınıflara daha kolay sahip olunabileceği düşüncesi,

v) Büyük işletme yaratma düşüncesi.

vi) Büyüme yoluyla rekabetin azaltılabileceği düşüncesi.

vii) Bazı psikolojik nedenler: Kişinin yönetim ve ya finans dalındaki yeteneklerini göstermek istemesi, daha büyük bir organizasyonu yönetme tutkusu, hırsı, şirketin devamını emniyet altına alma düşüncesidir [Akay (1997), 12].

2.2. Şirket Birleşmelerinde Finansal Nedenler

Finansal açıdan bakıldığında şirketlerin birleşme yöntemiyle yeniden yapılanma-

larında iki ana amaç söz konusudur. Bunlardan ilki; pay sahiplerinin elindeki pay senetlerinin pazar değerini yükseltmek, ikincisi ise mevcut yönetim kademesinin refah düzeyini yükseltmektir [Foster (1986), 461]. Finans yöneticisinin ilk amacı hisse sahiplerinin refahını (stockholder wealth maximization) ve dolayısıyla şirketin hisse senetleri fiyatlarını artırmaktır [Eugene vd. (1999),13].

Bu temel amaçlar çerçevesinde şirket birleşmelerinin finansal nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

i) Fon Sağlama Kolaylığı: Birleşme sayesinde şirketler, bazı likit finansal kaynakları kolaylıkla sağlayabilmekte ve şirketlerin borçlanma kapasiteleri artmaktadır.

ii) Maliyetlerin Düşmesi: Ölçek ekonomisinden yararlanma ve sinerji yoluyla, üretim maliyetleri ve diğer maliyetler düşer. Birleşmeler nedeniyle risk daha az olacağından kredi maliyetlerinde de düşme sağlanması olanağı vardır.

iii) Sermaye Yapısını Güçlendirme Olanağı: Birleşmeler sayesinde şirketlerin sermaye yapısını güçlendirmesi olanağı artar ve borsa olanaklarından yararlanabilmesi imkanı doğar.

iv) Etkin Fon Kullanımını Sağlama: Şirket birleşmeleri yoluyla, daha etkin fon kullanımı sağlanmaktadır. Nakit, alacaklar, tahsilat ve stoklar üzerinde merkezi denetimin sağlanabilmesi söz konusu olabilmektedir.

v) Dengeli üretimle istikrarlı kazanç sağlanabilmektedir.

vi) Birleşme yoluyla şirketin pay senetleri daha ilgi çekici hale gelmektedir.

vii) Vergi yasalarının sağladığı çıkarların birleşme üzerindeki olumlu etkisi birleşmelerin diğer finansal nedenidir.

2.3. Birleşme Yolu ile Büyümenin Yönleri

Ekonomik faaliyet alanına göre şirket birleşmeleri 4 ana grup altında incelenmektedir.

i) Dikey Birleşme (Vertical Mergers): Herhangi bir malın veya hizmetin, üretiminden satışına kadar birbirini izleyen aşamaların bir işletme bünyesinde toplanmasını sağlayan birleşme şeklidir [Foster (1986), 461]. Dikey işletme birleşmeleri, mal veya hizmetin hammadde-sinden, tüketiciye kadar uzanan zincirin içerisinde ya geriye, hammaddeye doğru bir uzantı şeklinde ya da ileriye, pazarlamaya doğru bir uzantı şeklinde ortaya çıkar. Burada amaç hammaddeyi kontrol etme veya üretilen mal/hizmetin dağıtım ya da pazarlamasını üstlenmektir [Eugene vd. (1999), 13].

ii) Yatay Birleşmeler (Horizontal Mergers): Yatay birleşme kavramı, benzer ürünleri üreten şirketlerin tek bir şirket altında birleştirilmesini ifade eder. Örneğin, iki bilgisayar şirketi, tek bir şirket altında birleştirilmişse, yatay (horizontal) birleşme söz konusu olmaktadır [Ceylan (2001), 311]. Bu tip birleşmelerde genellikle birleşen şirketler eski rakiplerdir.

iii) Dairesel Birleşmeler (Congeneric Mergers): Dairesel birleşmeler benzer iş alanında, genel üretim ya da dağıtım konusunu oluşturan mal ya da hizmet etrafında yer alabilecek, mal veya hizmetlerin üretim ve dağıtımını kontrol altına almaya giden büyümelerdir [Steiner (1975), 71].

iv) Çok Yönlü Dağılma ve Büyüme (Conglomerate Mergers): Bir işletme kendi alanları ile ilgisi olmayan mal ya da hizmet, üretim ya da dağıtımını kontrol altına alması haline, çok yönlü dağılma veya büyüme denir [Baye, Beil (1994), 258].

2.4. Birleşme Şekilleri

Birleşme, iki şirketin faaliyetlerinin birleştirilmesine verilen genel tanımlamadır. İşletmeler arası birleşmeler, genel olarak üç türde gerçekleşmektedir [Baye, Beil (1994), 258]. Bunlar;

i) Devralma (Merger): Bir işletmenin diğer bir işletmeyi tüm aktif ve pasifi ile devralması ve devralınan işletmenin tasfiye edilerek hukuki varlığını kaybetmesidir. Devralma sureti ile birleşmede, devir

alınan şirket, devralan şirketin içinde kaybolur [Foster (1989), 2].

ii) Satın Alma (Acquisition): Bir işletmenin başka bir işletme tarafından varlıklarını tamamının ve ya bir kısmının satın alınmasıdır. Satın alma işlemi varlıkların satın alınması (acquisition of asset) ve ya hisselerin satın alınması (acquisition of stock) şeklinde gerçekleşebilir. Satın alınan şirketin hukuki varlığı devam etmektedir.

iii) Konsolidasyon (Consolidation): İki ve ya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarını sona erdirerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. Böylece, işletmelerin her türlü varlıkları ve hakları yeni oluşan işletmenin olacaktır. Bu tür işletmeler T.T.K.'de tam birleşme olarak adlandırılmaktadır.

iv) Ele Geçirme (Take Over): Bir şirketin, diğer bir şirketin yönetimini ve hatta diğer şirketin bazı ortaklarının istememesine rağmen kontrol ya da sahiplik elde etmek amacıyla, hisse senetlerini satın almasıdır [Baş (1990), 121].

III. Dünya Üzerindeki Şirket Birleşmeleri

Tarihsel olarak bakıldığında, dünya üzerinde şirket birleşmeleri, dalgalar halinde gerçekleşmiş ve her dalga hisse senetleri fiyatlarının canlı olduğu döneme rastlamıştır. İlk yoğun birleşme dalgası, 20. yüz-yılın başında, ikincisi 1920'li yıllarda yaşanmıştır.

1967-1969 yılları arasında ve 1980'de yine bir yoğun birleşme dalgası yaşanmış olup, günümüze kadar da yoğun birleşmeler sürmüştür [Brealey vd. (1995), 584]. Sanayileşmiş ülkelerde 1980'li yıllardan itibaren, birleşmeleri özendirici tedbirlerin alınması, vergi kanunlarında ve sermaye piyasası kurullarında birleşmeleri özendirici değişikliklerin yapılması, şirketlerin birleşmeye yönelmelerinde etkili olmuştur [Akay (1997) 25].

1986'da yalnızca ABD'de toplam 173 milyar dolar değerinde 3.336 birleşme işlemi yapılmış, 1988'de birleşen şirket sayısı azalmasına rağmen, birleşen şirketlerin

toplam değeri 250 milyon dolar artmıştır. 1999'a gelindiğinde, dünya çapındaki şirket evliliklerinin değerinin yaklaşık 3.1 trilyon dolara ulaştığı tahmin edilmektedir. Thomson Financial Securities Data'ya göre; bu değer yüzde 47'si ABD, yüzde 38'i AB ülkelerinde gerçekleşmiştir.

Tablo: 1 Çeşitli Ülkelerde Tamamlanan Şirket Birleşmeleri

Ülkeler/Yıllar	2001 (\$ US mil.)	2002 (\$ US mil.)
Meksika	35,000	11,441
Arjantin	7,771	3,031
Brezilya	17,618	11,292
Kanada	84,184	57,282
A.B.D.	1,163,735	560,077
Afrika/Orta Doğu	26,067	7,446
Fransa	46,140	75,806
Almanya	104,722	77,958
İngiltere	189,974	140,752
Avustralya	35,317	28,426
Yeni Zelanda	8,017	3,212
Malezya	12,348	4,086
Filipinler	3,252	1,326
Çin	6,215	19,462
Hong Kong	16,736	5,388
Japonya	147,543	69,903
Tüm Ülkeler	2,185,680	1,315,595

Kaynak: Thomson Financial Corp.'dan derlenmiştir.

ABD'de başlayan şirket evlilikleri dalgası, yüzyılın sonlarına doğru Fransa, Almanya ve Japonya'da tırmanışa geçmiştir. 1990'larda AB ve NAFTA gibi bölgesel yapılanmalarda, şirketleri büyütürken küresel rekabeti geliştirmiştir. Maliyetleri düşürerek, rekabet avantajı sağlama düşüncesi, grupları kendi aralarında da şirket evlilikleri yapma yoluna götürmüştür. AB'nin tek para birimi olan Euro'ya geçmesinin de şirket evliliklerine ivme kazandırdığı söylenebilir.

3.1. Avrupa Birliği'nde Şirket Birleşmeleri

1950'li yıllara kadar, Avrupa'da birleşmelere rastlanmamaktadır. 1960'li yıllarda İngiltere'de şirket birleşmeleri popüler hale gelmiş, 1965 yılına kadar birleşmelerde artış, daha sonraları da monopolü

önleyici yasaların çıkarılması nedeniyle azalış gözlemlenmiştir. 1970'li yıllarda İngiltere de şirket birleşmeleri büyük işletmelere katılma ve yeni pazarlara girme amacıyla tekrar yaygınlaşmıştır. 1978-1979 yıllarında İngiltere'nin en büyük şirketlerinden Unilever, GEC, ICI ve büyük bankalar bu amaçla birleşmelere gitmişler, çeşitli İngiliz şirketleri yabancı şirketlerle birleşmişlerdir.

1980'li yıllarda ise sanayide uluslararası alandaki birleşmeler İngiltere ekonomisine faydalı olmuştur.

Avrupa Birliği'nde, 1998 yılı sonuna kadar 21 Eylül 1990 tarihinde yürürlüğe giren Birleşme Düzenlemeleri EEC 4064/89 sayılı Konsey Tüzüğü çerçevesinde Topluğa bildirilen birleşme sayısı 936'dır. Topluğa bildirilen birleşmeler 1993 yılından beri sürekli artmış ve 1998 yılında 235'e ulaşmıştır. Ancak toplam M&A operasyonları içinde bildirilebilir operasyonların sayısının oldukça az olduğu görülmüştür. Bunun nedeni ise "Birleşme" tüzüğü'nün dar kapsamlı olması, sadece çok büyük firmaların dahil olduğu birleşmeleri etkilemesi, ilgili firmaların her birinin cirolarının 2/3'ünü aynı üye ülkeden sağlaması halinde söz konusu birleşmenin tüzüğün dışında tutulmasıdır. Bergman vd. (2003), yaptıkları çalışmada, AB Komisyon kararlarının politik etkilerinin olmadığı gösteren çalışmalarında, tarafsız olduklarını belirtmişlerdir.

AB şirket evliliklerinde oluşturduğu kuralları 1990'dan itibaren yürürlüğe koymuştur. Kurallar genelde ABD'de ki anti-tröst yasalarına uygundur. Sonuç olarak, Avrupa'daki şirketler evrensel rekabet içinde yer alabilmek için işletme yapılarını yeniden düzenleyerek genişlemişler ve Amerikan şirketlerinde olduğu gibi birleşmelerle yeniden yapılanmışlardır.

3.2. Türkiye'de Şirket Birleşmeleri

Ülkemizde şirketlerin birleşme işlemleri daha çok bankacılık sektöründe 1950'lerden sonra yaygınlaşmıştır. Bilinen ilk büyük birleşme faaliyeti, Avusturya sermayeli Avusturya Osmanlı Bankası ile Fransız sermayeli Bank-ı Osman-ı Şahane'nin 1974

yılında gerçekleştirdikleri birleşmelerdir [Türk (1986), 96]. Ayrıca ülkemizde holdingler bünyesinde faaliyet gösteren şirketlerden herhangi birisinin zor duruma düşmesi sonucu aynı holding bünyesinde çalışan diğer bir şirketle birleşmesiyle ilgili örnekler mevcuttur (Koç, Boyner ve Sabancı Holding Grup içi şirket birleşmeleri).

Son yıllarda ülkemizde yatırım yapmak isteyen yabancı şirketlerin yerli şirketlerle eşit ya da farklı sermaye oranlarında yeni bir şirket unvanı altında veya eski şirket unvanı altında birleşerek çalıştıkları da görülmektedir.

Tablo 2: Türkiye’de Şirket Birleşme/Devralma Rakamları

Birleşme/Devralma	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOPLAM
Başvuru	8	59	80	103	82	115	113	560
Sonuçlanan	5	52	76	101	88	102	107	531

Kaynak: Rekabet Kurulu Başkanlığı .

Diğer ülkelere göre ülkemizde daha az görülen şirket birleşmeleri ve satın almalar, özellikle 1980 sonrası uygulanan ekonomik politikaların etkisi ile daha fazla gündeme gelmiş ve özel sektör sanayi şirketleri arasında da hızla yayılmıştır. 1980 sonrasında uygulamaya konulan istikrar programında dışa açılma, serbest pazar ekonomisine geçiş, liberalleşme gibi amaçların bulunması şirketleri önemli ölçüde etkilemiştir. Yüksek faiz politikası şirketleri yatırım kararlarında daha rasyonel davranmaya zorlayarak, daha etkin, daha verimli çalışma yollarını aramaya itmiştir. Dolayısıyla verimli çalışmayan şirketler ya tasfiye edilme durumu ile karşılaşmışlar ya da diğer şirketlerle birleşmenin yollarını araştırmaya başlamışlardır.

90’lı yılların başına kadar birleşme/devralmalar Türkiye ekonomisinde yaygınlık kazanamamış, hatta ekonomik şoklara karşı bir yeniden yapılanma yöntemi olarak dahi kullanılmamıştır. Bu dönemde sınırlı olarak görülen devralmalar, alacaklı bankaların iflas etmiş şirketleri devralması olarak tanımlanabilir.

90’lı yılların başından itibaren ise kurumsal birleşmeler özel sektörde iki önemli amaç için yapılmaktadır. Bunların birincisi grupların/holdinglerin grup şirketlerini birleştirmeleri olarak adlandırılabilir. Bu tarz birleşmelere en güzel belirgin Koç Grubu’nun yapmış olduğu beyaz eşya sektöründeki şirketlerini birleştirmesidir (Arçelik, Ardem ve pazarlama şirketleri).

İkinci olarak da, holdinglerin genişlemesi için yapılan birleşme/devralmalardır. Bu tarz genişlemelerde son döneme kadar iki önemli sektör göze çarpmaktadır: bankacılık ve medya. Ülkenin içinde bulunduğu durum, sosyal, ekonomik ve politik olarak incelendiğinde bu iki sektörün de hem rakiplere hem de yasama ve yürütme organlarına karşı bir güç olarak kullanıldığı görülmektedir. Ayrıca, son yapılan devralmalarda perakendecilik sektörünün öne çıktığı da görülmektedir.

Son yıllarda, Türkiye’deki önemli şirket birleşmeleri görülmektedir. 2000 yılından başlayarak devam eden önemli birleşmeler Koç grubunda şirket içi birleşmeleri ile, Arçelik, Türk Elektrik Endüstrisi, Atılım ve Gelişim Şirketleri tek bir tüzel kişilik altında toplanmasıdır. Ayrıca Boyner Holding içi birleşmeler, Gantak-Intercom, Anadolu Grubu, Turcas-Tabaş, Danone-Sabancı, Kerevitaş-Sholler birleşmeleri sayılabilir. 2002 yılında, Koç-Opet, Cadbury-Kent Gıda, Pepsi-Fruko, HSBC-Benkar, UniCredito-Koç birleşmeleri önemli büyüklüklerdedir. Türkiye’de 2003 yılında 79 adet birleşme ve satın alma işleminden değeri açıklanan 54’ünün toplam tutarının 1.4 milyar dolar olup, bunların 20 adetinin yabancı şirketlerin satın alma işlemidir.

Türkiye’de pazarın küçüklüğünden kaynaklanan sınırlar sebebi ile küresel bazda küçük kalan şirketler birleşme/devralma yöntemi ile değil rekabet yolu

ile büyüme yöntemine ağırlık vermektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde şirket birleşmeleri daha çok satın alma olarak gerçekleşmektedir. Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere, daha fazla geri dönüş elde etmek için gelmek amacıyla yapılan yatırımlar, uluslararası pazarlara girmenin kolay yolu olarak pazarda mevcut bir yeri olan şirketleri satın alarak gerçekleşmektedir.

ABD ve AB ülkelerinde rekabet gücünü artırmak amacıyla yapılan şirket evliliklerinin Türkiye'de az da olsa yapılmaya başlanması olumlu bir gelişmedir. Türkiye'de şirketin değeri kadar şirketin yönetiminin de kimde olduğu çok önemli bir konudur. Türkiye'de şirket sahiplerinin çoğu, aynı zamanda şirketin idarecisi konumunda bulunmaktadırlar. Bu nedenlerden dolayı Türkiye'de batan bir şirketin satın alınması dışında ABD ve AB'de olduğu gibi şirket evliliklerinin olamayacağı öne sürülmektedir (netbul.com; 2002).

TÜSİAD'ın "Birleşmeler ve Devralmalar" başlıklı raporuna göre; Türkiye'de birleşme ve devralmalarda, uluslararası kaynakların ülkeye çekilebilmesi için yapılması gerekenler şöyledir;

- i) Şirket yönetimlerinde ve hesaplarında şeffaflığın artırılması,
- ii) Azınlık haklarının korunmasına yönelik sağlam güvenceler verilmesi,
- iii) Yapısal güven (corporate governance) standartlarının etkin olarak uygulanması,
- iv) Şirketlerin halka açıklık oranlarının artırılması.

Şirketler arası birleşmeler üzerinde yapılan incelemeler, bu konudaki başlıca başarısızlık nedenlerini şu şekilde ortaya koymaktadır:

- Vergi yükü nedeniyle birleşmelerin gerçekleştirilememesi,
- Şirket kurucularının şirketlerine çok bağlı olmaları nedeniyle zor şartlarda bile şirket birleşmelerine yönelmemeleri,
- Türkiye'de ortak kültürün yoksunluğu nedeniyle sinerji yaratılamaması,
- Kurumsallaşma eksikliği

- Yeni ekonomi ve küreselleşme sürecinin anlaşılabilmesi,
- Halka açık şirketlerin azlığı,
- Aile şirketleri biçiminde yapılanma,
- Enflasyon muhasebesinin birçok şirkette uygulanamaması,
- Finansal tabloların yeterli ve güvenilir olmaması.

Türkiye'de birleşme / devralmaların önündeki engeller olarak, pazar büyüklüğü, ekonomik gelişmişlik düzeyi, sermaye piyasalarının sağlığı, kurumsallaşma eksikliği, yeni teknoloji veya katma değer yaratılamaması, tasfiye değeri düşüklüğü, fiyat/kazanç oranı, gelirleri ve bu şirketlerin büyüme hızlarının düşük olması olarak sayılabilir. Türk şirketlerinin hisse senetlerinin global bazdaki pazar değerlerinin düşük olması da, Türkiye kökenli şirketlerle birleşmek isteyen, büyük ve küresel bazda faaliyet gösteren şirketler için engelleyici bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

IV- Hisse Senedi Fiyatlarında Birleşme Etkisinin, İ.M.K.B.'de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Uygulanması

4.1. Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmada şirket birleşmelerinin performans ve etkinlik üzerine etkileri, hisse senedi fiyatı boyutunda ele alınarak şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi ölçülmüştür. Uygulamanın amacı, birleşme öncesi şirket hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların, birleşme tarihine göre aşırı getiri elde edip edemeyeceklerini saptamaktır.

İMKB'da Gıda sektöründe işlem gören 24 şirket bulunmaktadır. Gıda sektöründe son yıllarda şirket birleşmeleri ve devralmaları oldukça yoğundur. Bu nedenle gıda sektöründe yer alan ve 1997-2004 yılları arasında, İMKB'de hisse senetleri işlem gören 8 adet şirket birleşme ve devralması uygulamaya alınmıştır (Tablo 3). Birleşen şirketlerin günlük kapanış fiyatları ve günlük İMKB-100 İndeksi verileri İ.M.K.B.'dan sağlanmıştır. Araştırma kapsamındaki 8 adet şirket birleşme işleminin 6 ay öncesi ve 6 ay sonrasına ait günlük kapanış

fiyatları ele alınarak, tüm şirketlerin analizinde uyum olması için veriler düzenlenerek, her bir şirkete ait toplam 232 adet

günlük veri ile fiyat performansları incelenmiştir.

Tablo 3. Uygulama Kapsamındaki Şirket Birleşmeleri

Şirketler/Birleşme Tarihleri	Birleşme Tarihi
(1) Kent Gıda-İngiliz Cadbury	30.04.2002
(2) Türk Tuborg-Carsberg	13.10.2001
(3) Penguen Gıda-Alman DEG Grubu	18.01.2002
(4) Merko- Fransız (SIAS)	01.02.1999
(5) Tat Konserve- Koç Grubu (Maret,Seksüt,Pastavilla)	29.08.2002
(6) Anadolu Gıda- Ülker	23.02.2004
(7) Selçuk Gıda- Hollanda M.Aras Holding B.V.	13.06.2000
(8) Kerevitaş- Alman Shöller Hold.GmbHG.KG	19.03.1998

4.2. Çalışmanın Hipotezi

Analizin hipotezleri satın alma işlemi gerçekleşecek hisse senetlerine yatırım yapmak suretiyle aşırı getiri elde etmenin mümkün olup olmadığı üzerine kurulmuştur.

$H_0 : R_{i,t} = 0$; Gıda sektöründe faaliyet gösteren işletmeler için satın alma işlemi gerçekleşecek olan hisse senetlerine yatırım yapıldığında aşırı getiri elde etmek mümkün değildir.

$H_1 = R_{i,t} \neq 0$; Gıda sektöründe faaliyet gösteren işletmeler için satın alma işlemi gerçekleşecek olan hisse senetlerine yatırım yapıldığında aşırı getiri elde etmek mümkündür.

4.3. Çalışmanın Yöntemi

Uygulama kapsamındaki şirketler, temel değerlendirme dönemi toplam 232 günlük hisse senedi verileri ele alınarak, günlük performans analizleri yapılarak değerlendirilecektir.

Temel değerlendirme dönemi şirket birleşmesinin gerçekleştiği ve hisse senedinin İ.M.K.B. işlem gördüğü gün sıfır (0) kabul edilerek, birleşme öncesi 116 günlük ve birleşme sonrası 116 günlük fiyat performansı I.alt dönem kabul edilerek karşılaştırılacaktır. Özellikle birleşme öncesi ve sonrası çok kısa süre içerisinde getiri artışlarını incelemek için, birleşme öncesi ve sonrası 30, 20, 10 ve 5 günlük alt dönemlerde de her bir hisse senedinin getirisindeki değişimler incelenerek fiyat performansları analiz edilecektir.

Bu amaçla İMKB'de işlem gören işletmelerin günlük kapanış fiyatlarından yararlanılarak günlük verimleri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır (Denklem 1). Hesaplamalarda Chen,Firth ve Kim (2000), Koli ve Suret (2001a), Koli ve Suret (2001b), çalışmalarındaki kullanılan formüllerden yararlanılmıştır.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t+1} - P_{i,t}}{P_{i,t}} \quad (\text{Denklem 1})$$

$R_{i,t} = t$ günü (i) hisse senedinin günlük verimi,

$P_{i,t} = t$ günü, (i) hisse senedinin kapanış fiyatı

$P_{i,t+1} = t+1$ günü, (i) hisse senedinin kapanış fiyatı

Temel değerlendirme dönemi olarak birleşme öncesi ve sonrası 116 günlük dönem verimleri de aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$R_{i,t(-6A)} = \frac{P_{i,0} - P_{i,t(0-6A)}}{P_{i,t(0-6A)}} \quad (\text{Denklem 2})$$

$$R_{i,t(+6A)} = \frac{P_{i,t(0+6A)} - P_{i,0}}{P_{i,0}} \quad (\text{Denklem 3})$$

İşletmelerin birleşme öncesi ve sonrası fiyat performanslarını inceleyebilmek için, birleşme öncesi ve sonrası hisse senedi fiyatları ele alınıp, şirketin aşırı kazançları hesaplanması gerekmektedir. Yatırımcı

açısından getiri değişimi analizi yapılarak değerlendirilebilmek için pazara göre düzeltilmiş aşırı getirilerin hesaplanmasında 2 varsayım kabul edilmektedir.

i) Potansiyel yatırımcı analiz konusunu oluşturan senetlere yatırım yapacaktır. Yatırımcı, bu durumda, alternatif borsa bileşik indeksine yatırım yapmaktadır.

ii) Analiz konusunu oluşturan senetlerin riski piyasa riskine eşittir.

Hisse senedi (i)'nin İMKB-100 endekse (m) göre, (t) günündeki anormal getirisi ($ar_{i,t}$), hisse senedi getirisi ($R_{i,t}$) ile endeks getirisi ($r_{m,t}$) arasındaki farktır.

Uygulama kapsamına alınan bir hisse senedinin, endeks'e göre (t) dönemindeki ortalama anormal getirisi (abnormal return- AR_t) ise; hisse senetlerinin endekse göre (t) günündeki anormal getirilerinin ($ar_{i,t}$) eşit ağırlıklı aritmetik ortalamasıdır.

$$(AR_t) = \frac{1}{n} \left(\sum_{i=1}^n ar_{i,t} \right) \quad (\text{Denklem 4})$$

$$(CAR_t) = \left(\sum_{i=1}^n ar_{i,t} \right) \quad (\text{Denklem 5})$$

Hisse senedinin endekse göre birikimli ortalama anormal getirisi (cumulative abnormal return- $CAR_{q,s}$), hisse senedinin (1)'dan (n)'e kadar olan dönemdeki ortalama anormal getirileri (AR_t) toplamıdır.

Litter (1991), Chen, Firth, Kim (2000), Koli ve Suret (2001b) tarafından da kullanılan, birleşme sonrası performans ölçümünde kullanılan 2 alternatif yöntem bulunmaktadır:

i) Hisse Senedi Elinde Bulundurma Getirisi (Holding Period Returns: R_i); Bu ölçüt ile hisse senedini birleşme öncesi elinde bulunduran bir yatırımcının o hisse senedini elinde tuttuğu dönem içindeki getirisini göstermektedir.

$$R_i = \left(\prod_{i=1}^n (1+r_{i,t}) \right) \quad (\text{Denklem 6})$$

ii) Göreceli Refah Göstergesi (Wealth Reative:WR); Hisse senedini birleşme öncesi elinde bulunduran yatırımcının WR

ile yapılan ölçüm sonucu da, 1'den büyük çıktığında hisse senedi portföyünün endeksten fazla getiri sağladığı, 1'den küçük çıktığında ise portföy getirisinin endeks getirisinin altında kaldığı sonucuna varılmaktadır.

$$WR_{it} = \frac{1+1/n \left(\sum_{i=1}^n R_{i,t} \right)}{1+1/n \left(\sum_{i=1}^n R_{m,t} \right)} \quad (\text{Denklem 7})$$

Bu ölçüt ile hisse senedini birleşme öncesi elinde bulunduran bir yatırımcının o hisse senedini elinde tuttuğu dönem içindeki getirisini göstermektedir.

4.4. Uygulama Sonuçları

i) İMKB'de işlem gören 8 işletmeye ait temel veri dönemi ve tüm hisse senetlerinin ortalama değerlerini gösteren portföyün AR, CAR ve WR değerleri Tablo 4.'de verilmiştir. Şirket birleşme öncesi 116 gün önce hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların birleşme sonrası 116 gün sonunda AR ve CAR değerlerine göre endeksin üzerinde bir getiri elde edilebildiği, ancak bunun çok önemsiz olduğu ve İ.M.K.B.'da ucuz fiyat olgusunun geçerliliğini göstermektedir.

Yapılan testler sonucunda %95 güvenirlilik düzeyinde, H_0 hipotezinin temel veri dönemi (232 gün) açısından kabul edilmesini gerektirmektedir. Hisse senetleri bazında bakıldığında ise AR değerleri sıfır etrafında dalgalanmaktadır. Birleşen 8 şirketten dördünün endekse göre aşırı getiri (AR) elde ettikleri ve 5 şirketin WR değerleri ise çok küçük olmakla birlikte 1'in üzerinde artı değerdir.

ii) Temel veri dönemi şirket birleşme öncesi ve sonrası 116 güne ayrılarak bu dönemlerin AR, CAR ve WR değerleri karşılaştırılmıştır (Tablo 5). Yine temel veri döneminde olduğu gibi şirket birleşmesinin gerçekleştiği ilk gün ile karşılaştırıldığında AR ve CAR değerlerin artı getiri sağladığı, aksine binde oranda bile olsa eksi sonuç verdiği görülmektedir. Yine WR değerleri de aynı sonuçları işaret etmektedir.

Tablo 4: Temel Elde Tutma Dönemi (232 günlük) AR, CAR,WR Değerleri

İstatistik Sonuçları	SELÇUK	TUBORG	KENT	PENGUEN	TAT	ÜLKER	KERVT	MERKO	PORTFÖY
AR	-0,0016	0,0018*	0,0024*	-0,0028	-0,0001	0,0006*	0,0021*	-0,0017	0,0007*
CAR	-0,3765	0,4150*	0,5524	-0,6457	-0,0254	0,1471*	0,4903*	-0,3845	0,0001*
WR	0,9984*	1,0024*	0,9999	1,0021*	1,0568*	1,0033*	1,0032*	0,9983	1,0080*
Stan.Sap	0,0515	0,0613	0,0556	0,0601	0,0290	0,0402	0,0646	0,0699	0,0020
Güv.Dz.%95	0,0067	0,0079	0,0072	0,0078	0,0038	0,0052	0,0084	0,0090	0,0016

Tablo 5: T-116 , T+116 Elde Tutma Dönemi (116 günlük) AR, CAR,WR Değerleri

İstatistik Sonuçları	T-116 DÖNEMİ					T+116 DÖNEMİ				
	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv.Dz (%95)	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv. Düz. (%95)
SELÇUK	-0,0034	-0,3935	0,9983	0,0614	0,0113	0,0001*	0,0170*	1,0053*	-0,0026	0,0395
TUBORG	-0,0017	-0,1935	0,9977	0,0719	0,0132	0,0052*	0,6085*	0,9967	0,0016	0,0486
KENT	0,0059*	0,6815*	1,0083*	0,0659	0,0121	-0,0011	-0,1291	0,9931	-0,0086	0,0429
PENGUEN	-0,0023	-0,2670	0,9915	0,0692	0,0127	-0,0033	-0,3787	1,0052*	-0,0005	0,0497
TAT	-0,0047	-0,5452	0,9676	0,0211	0,0039	0,0045*	0,5198*	0,9284	-0,0020	0,0347
ÜLKER	0,0082*	0,9539*	0,9916	0,0379	0,0070	-0,0070	-0,8068	0,9988	-0,0028	0,0412
KERVT	0,0033*	0,3784*	0,9917	0,0894	0,0165	0,0010*	0,1119*	1,0071*	0,0003	0,0193
MERKO	-0,0085	-0,9905	1,0024*	0,0916	0,0169	0,0052*	0,6060*	0,9947	0,0058	0,0362
PORTFÖY	-0,0004	-0,0032	0,9936	0,0057	0,0048	0,0006*	0,0047*	0,9912	0,0044	0,0036

Birleşen 8 şirketten sadece üçünün endekse göre aşırı getiri birleşme öncesi T-116 dönemde +(AR) elde etmelerine karşın, birleşme sonrası T+116 dönemde 5 şirketin +(AR) elde ettikleri görülmektedir. WR değerleri 1'in üzerindeki şirket sayısı, birleşme öncesinde 2 iken, birleşme sonrasında 3 şirketin WR değerleri ise çok küçük olmakla birlikte 1'in üzerinde bir artı değer çıkmıştır.

iii) Şirket birleşmelerinin endekse göre aşırı getirilerinin incelenen t+232 ve t+116 iki ayırmda endeks getirisi üzerinde bir getiri elde edemedikleri görüldüğünden daha kısa vadede, birleşme öncesi 30 gün ve birleşme sonrası 30 günlük dönemler olarak incelenmiştir. Hisse senetlerinin AR ve CAR değerlerinin endekse göre aşırı getiri elde edemediği, ancak birleşme sonrası t+30 döneminde Göreceli Refah Seviyesi Göstergesinin (WR) ise az da olsa arttığı görülmektedir (Tablo 6).

Tablo 6: T-30 , T+30 Elde Tutma Dönemi (30 günlük) AR, CAR,WR Değerleri

İstatistik Sonuçları	T-30 DÖNEMİ					T+30 DÖNEMİ				
	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv.Dz (%95)	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv. Düz. (%95)
SELÇUK	-0,0124	-0,3733	0,9875	0,0780	0,0291	0,0077*	0,2314*	1,0077*	0,0306	0,0114
TUBORG	0,0146*	0,4370*	1,0011*	0,0818	0,0306	0,0068*	0,2041*	0,9858	0,0539	0,0201
KENT	0,0011*	0,0330*	0,9973	0,0648	0,0242	-0,0143	-0,4301	1,0122*	0,0303	0,0113
PENGUEN	0,0059*	0,1778*	0,9926	0,0636	0,0238	-0,0018	-0,0541	1,0031*	0,0367	0,0137
TAT	-0,0027	-0,0817	1,0575*	0,0201	0,0075	0,0122*	0,3650*	1,1043*	0,0337	0,0126
ÜLKER	0,0080*	0,2396*	1,0038*	0,0331	0,0124	-0,0151	-0,4539	1,0090*	0,0406	0,0152
KERVT	-0,0074	-0,2229	1,0043*	0,0311	0,0116	0,0031*	0,0933*	0,9905	0,0191	0,0071
MERKO	-0,0038	-0,1135	0,9985	0,0340	0,0127	0,0044*	0,1311*	1,0037*	0,0301	0,0113
PORTFÖY	0,0004*	0,0032*	1,0053*	0,0088	0,0074	0,0004*	0,0029*	1,0146*	0,0101	0,0085

Birleşen 8 şirketten sadece 4'ünün endekse göre aşırı getiri sağladığı birleşme

öncesi T-30 dönemde +(AR) elde etmelerine karşın, birleşme sonrası T+30

dönemde 5 şirketin +(AR) elde ettikleri görülmektedir. Portföy bazında birleşme öncesi ve sonrasında çok küçük olsa da +AR değeri oluşmuştur. Birleşme öncesinde 4 iken, sonrasında 6 şirketin WR değerleri ise çok küçük olmakla birlikte 1'in üzerinde bir artı değer çıkmıştır.

iv) Birleşme öncesi ve birleşme sonrası 20 günlük dönemler karşılaştırıldığında; Birleşme öncesi t-20 dönemde, hisse senetlerinin AR ve CAR değerlerinin endekse göre aşırı getiri elde edemediği, ancak birleşme sonrası t+20 döneminde çok küçük olmakla birlikte, +AR değer elde ettikleri görülmektedir (Tablo 7).

Tablo 7: T-20 , T+20 Elde Tutma Dönemi (20 günlük) AR, CAR,WR Değerleri

İstatistik Sonuçları	T-20 DÖNEMİ					T+20 DÖNEMİ				
	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv.Dz (%95)	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv. D. %95
SELÇUK	-0,0251	-0,5017	0,9748	0,0925	0,0433	-0,0014	0,2282	1,0115	0,0280	0,0131
TUBORG	0,0345	0,6890	0,9947	0,0888	0,0416	0,0022	0,0488	0,9869	0,0430	0,0201
KENT	-0,0053	-0,1064	1,0006	0,0712	0,0333	-0,0007	-0,2647	1,0071	0,0274	0,0128
PENGUEN	-0,0005	-0,0108	0,9906	0,0726	0,0340	0,0007	0,0462	1,0067	0,0280	0,0131
TAT	0,0006	0,0126	1,1165	0,0194	0,0091	-0,0007	0,1417	1,0761	0,0359	0,0168
ÜLKER	0,0139	0,2776	1,0073	0,0288	0,0135	-0,0007	-0,2667	1,0013	0,0446	0,0209
KERVİT	-0,0096	-0,1911	1,0038	0,0281	0,0132	-0,0015	0,1330	0,9860	0,0209	0,0098
MERKO	-0,0107	-0,2147	0,9959	0,0243	0,0114	0,0038	-0,0369	0,9939	0,0266	0,0125
PORTFÖY	-0,0003	-0,0020	1,0105	0,0179	0,0150	0,0002	0,0015	1,0087	0,0092	0,0077

Tablo 8: T-10 , T+10 Elde Tutma Dönemi (10 günlük) AR, CAR,WR Değerleri

İstatistik Sonuçları	T-10 DÖNEMİ					T+10 DÖNEMİ				
	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv.D. (%95)	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv. Dz. (%95)
SELÇUK	-0,0478	-0,4783	0,9521	0,1269	0,0908	0,0063	0,0632	1,0064	0,0265	0,0190
TUBORG	0,0595	0,5948	1,0087	0,1149	0,0822	0,0148	0,1484	0,9788	0,0436	0,0312
KENT	0,0088	0,0879	1,0098	0,0652	0,0467	-0,0215	-0,2153	1,0103	0,0265	0,0190
PENGUEN	-0,0293	-0,2925	0,9914	0,0676	0,0484	0,0081	0,0811	1,0115	0,0282	0,0202
TAT	0,0097	0,0971	0,9945	0,0139	0,0100	0,0104	0,1036	1,1510	0,0312	0,0223
ÜLKER	0,0161	0,1608	1,0213	0,0242	0,0173	-0,0280	-0,2796	1,0035	0,0493	0,0353
KERVİT	-0,0088	-0,0878	1,0155	0,0223	0,0160	0,0113	0,1128	0,9901	0,0226	0,0162
MERKO	-0,0087	-0,0872	0,9877	0,0275	0,0197	0,0017	0,0173	0,9934	0,0250	0,0179
PORTFÖY	-0,0001	-0,0005	0,9976	0,0322	0,0269	0,0004	0,0032	1,0181	0,0161	0,0134

v) Birleşme öncesi ve birleşme sonrası 10 günlük dönemler karşılaştırıldığında; Birleşme öncesi t-10 dönemde, hisse senetlerinden oluşan portföyün AR ve CAR değerlerinin endekse göre aşırı getiri elde edemediğini, ancak birleşme sonrası t+10 döneminde çok küçük olmakla birlikte, +AR değer elde ettikleri görülmektedir. Birleşme öncesi t-10 dönemde portföy bazında eksi WR değerleri görülmekte iken, birleşme sonrasında t+10 döneminde pozitif değere ulaşmıştır (Tablo 8).

vi) Birleşme öncesi ve birleşme sonrası 5 günlük dönemler karşılaştırıldığında; Birleşme öncesi t-5 dönemde, birleşen 8 şirketten sadece 4'ünün endekse göre aşırı getiri elde ettiği birleşme öncesi t-5

dönemde +AR, +CAR elde etmelerine karşın, birleşme sonrası t+5 dönemde 6 şirketin +AR elde ettikleri görülmektedir. Birleşme öncesi t-5 dönemde portföy bazında birin altında WR değerleri görülmekte iken, birleşme sonrasında t+5 döneminde birin (1) üzerinde değere ulaşmıştır (Tablo 9).

vii) Uygulama kapsamındaki şirketlerin birleşme öncesi ve sonrası dönemler portföy bazında karşılaştırıldığında; birleşme sonrası dönemlerde çok küçük de olsa +AR değerleri elde edildiği görülmektedir. WR değerleri de 1'in üzerindedir. AR ve CAR değerleri çok küçük olsa da t-5 ve t+5 dönemlerinde en büyük değerlere ulaşmıştır (Tablo 10).

Tablo 9: T-5 , T+5 Elde Tutma Dönemi (5 günlük) AR, CAR,WR Değerleri

İstatistik Sonuçları	T-5 DÖNEMİ					T+5 DÖNEMİ				
	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv.D (%95)	AR	CAR	WR	St. Sap.	Güv.Dz. (%95)
SELÇUK	0,0012*	0,0058*	1,0012*	0,0332	0,0412	0,0014*	0,0071*	1,0014*	0,0291	0,0362
TUBORG	0,0399*	0,1996*	0,9868	0,0477	0,0593	0,0264*	0,1322*	0,9882	0,0289	0,0358
KENT	-0,0136	-0,0679	1,0085	0,0468	0,0581	-0,0120	-0,0600	1,0154*	0,0340	0,0422
PENGUEN	-0,0195	-0,0974	0,9924	0,0283	0,0351	-0,0010	-0,0049	1,0135*	0,0307	0,0381
TAT	0,0085*	0,0424*	0,9843	0,0176	0,0219	0,0155*	0,0775*	1,2975*	0,0331	0,0411
ÜLKER	0,0150*	0,0750*	1,0098	0,0275	0,0341	-0,0406	-0,2029	0,9927	0,0563	0,0699
KERVT	-0,0077	-0,0386	1,0357	0,0204	0,0253	0,0132*	0,0662*	0,9689	0,0127	0,0157
MERKO	-0,0086*	-0,0432	0,9780	0,0152	0,0189	0,0104*	0,0520*	0,9886	0,0128	0,0159
PORTFÖY	0,0019*	0,0152*	0,9996	0,0191	0,0160	0,0017*	0,0135*	1,0333*	0,0207	0,0173

Tablo 10: T- , T+ Elde Tutma Dönemi (116 günlük) AR, CAR,WR Değerleri

Dönemler	T Öncesi					T Sonrası				
	AR	CAR	WR	St.Sap.	Güv.Dz.	AR	CAR	WR	St.Sap.	Güv.Dz.
T,116	-0,0004	-0,0032	0,9936	0,0057	0,0048	0,0006*	0,0047*	0,9912	0,0044	0,0036
T, 30	0,0004*	0,0032*	1,0053*	0,0088	0,0074	0,0004*	0,0029*	1,0146*	0,0101	0,0085
T, 20	-0,0003	-0,002	1,0105*	0,0179	0,0015	0,0002*	0,0015*	1,0087*	0,0092	0,0077
T, 10	-0,0001	-0,0005	0,9976	0,0322	0,0269	0,0004*	0,0032*	1,0181*	0,0161	0,0134
T, 5	0,0019*	0,0152*	0,9996	0,0191	0,0160	0,0017*	0,0135*	1,0333*	0,0207	0,0173

Analiz sonuçlarına göre; birleşen şirketlerin hisse senetlerinin endeksin üzerinde aşırı getiri elde edebileceği t-5 ve t+10 dönemlerinde yatırım yapılabileceği söylenebilir.

Tablo 11: Birleşen Şirketlerin hisse Senetlerine Yatırım zamanlaması

Birleşen Şirketler	AL	SAT
SELÇUK	t-0	t+30
TUBORG	t-30	t+5
KENT	t-10	t-0
PENGUEN	t-30	t+10
TAT	t-10	t+5
ÜLKER	t-10	t+10
KERVT	t-116	t+10
MERKO	t-0	t+10

viii) Hisse bazında incelenecek olursa, şirket birleşme gününden önce hisse senedine yatırım stratejileri geliştirme açısından yatırım al-sat zamanı olarak şu sonuçlar ortaya çıkmıştır (Tablo 11);

Sonuç

Çalışmada, gıda sektöründe 1997-2004 yılları arasında birleşme ve satın alma

işlemi gerçekleşen 8 şirketin hisse senedi kapanış fiyatları ve endeks kapanış fiyatları yardımı ile endekse göre aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği ölçülmüştür.

Verilerin istatistiksel olarak anlamlılıkları araştırılarak, belirlenen dönemler içersindeki aşırı getirileri tespit edilmeye çalışılmıştır. İncelenen temel veri dönemi t-116/t+116 dönemi analiz sonuçlarına göre, birleşme öncesinde birleşecek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılarak aşırı getiri elde edilmesi mümkün değildir. Ancak daha kısa vadeler açısından bakıldığında birleşme öncesi t-5/t+5 döneminde çok küçük tutarlarda olsa da, birleşecek şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılabileceği görülmektedir. Birleşen şirketlerin verileri, farklı önemlerin ekonomik koşullarını yansıtmakta olup, bu dönemlerin makroekonomik koşulları ve göstergeleri de aşırı getiriyi etkileyen önemli unsurlardır.

İşletme birleşme ve devralmalarının temel amacı, işletmenin piyasa değerinin artırılması olmasına rağmen, elde edilen sonuçlara göre; kısa dönemde anlamlı bir artışın olmadığı görülmektedir. Çalışmada kullanılan olay yönteminde incelenen şirket sayısının miktarı ve yapılan analizdeki dönemlerin büyüklüğü de analiz

sonuçlarını etkileyen unsurlar olarak sayılabilir.

Türkiye’de şirket birleşmelerinin azlığı olay yönteminin kullanılacağı çalışmalar açısından önemlidir. Daha uzun vade ve alt dönemler ile birlikte daha fazla şirketin analiz edilmesi ile ulaşılabilecek sonuçlar, portföy yönetim stratejilerinin geliştirilmesine yardımcı olacaktır.

Kaynakça

Akay, Hüseyin; **İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**, İstanbul, Yayın Matbaası.,1997

Akgüç, Öztin; **Finansal Yönetim**, İstanbul, Avcıol Basım, Yayın. No.17, Mart 1998

- Baş, İ. Melih; “Şirketlerde Bir Dış Büyüme Biçimi: Takeover”, **Verimlilik Dergisi**, sayı 1990/2

Baye, Michael R., Beil Richard O.; **Managerial Economics and Business Strategy**, Richard D. Irwin, Inc., The Research Institute of Industrial Economics, 1994

Bergman, M. A., M. Jakobsson, C.Razo., **“An Econometric Analysis of the European Commission’s Decision’s”**, February 2003

Besler, W., Murtagh, J.B., “The Stock Market Reaction to Cross-border Acquisition of Financial Services Firms: An Analysis of Canadian Banks”, **Journal of Financial Markets Institutions & Money**, 12, ss. 419-440, 2002

Brigham, Eugene F., Louis C. Gapenski, Michael C. Ehrhardt; **Financial Management: Theory and Practice**, The Dryden Press, Forth Worth 1999

Chen,Gongmen; Firth, Michael; Kim Jeong-Bon; “The Post-Issue Market Performance of Initial Public Offerings in China’s New Stock Markets”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 14 (2000), ss. 319-339

Delong, G.L., “The Announcement Effects of US versus Non-US Bank Mergers: Do They Differ?”, **The Journal of Financial Research**, vol 26, No 4, s. 487-500, 2003

Fridolfsson, Sven-Olof, Stennek, Johan, Why Mergers Redyuce Profits and Rise Share Prices- A Theory of Preemptive Mergers, **The**

Research Institute of Industrial Economics, 1999.

Foster, George; **Financial Statement Analysis**, New Jersey, Prentice Hall Inc.,1986

Gugler, K., D. C. Mueller, B. B. Yurtoğlu, C.Zulehner. “The Effects of Mergers: An International Comparison”, **Corporate Governance Conference**, DIW, Berlin November 2000

Gupta, A., R. L. B. Lecompte, L. Mısra, “An Examination of Gains to Acquirers of Mutual Thrifts in Merger Conversions”, **Journal of Financial Services Research** 11:3 295-318 (1997)

Kalderon, C., N. Loayza, L. Serven., “Greenfield Foreign Direct Investment” **Word Bank Policy Research Working Paper** 3192, January 2004

Koli, Maher; Suret, Jean-Marc Suret; The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence, **Cirona Scientific Series**, No:50, (2001a),

Koli, Maher; Suret, Jean-Marc Suret; The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada, **Cirona Scientific Series**, No: 52, (2001b),

Palombo, Luizet; **Banka Birleşmeleri ve Satın almaları**, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi, Mart 1997, Sayı.20

Rau, P. Raghavendra; Vermaelen, Theo; Glamour, Value and Post Acquisition Performance of Acquiring Firms, **Journal of Financial Economics** 49, 1998, s.223-53

Reed, Stanley Foster,**The Art of Merger and Acquisition Buyout Guide**, Illinois, 1989

Röller, L-H., Stennek, J., Verboven F.; Efficiency from Mergers, **The Research Institute of Industrial Economics**, Working Paper No: 543, 2000.

Steiner, P.O.,**Mergers, Motives, Effects, Policies**, University of Michigan Press, 1975

Türk, Hikmet Sami; **Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuk Araştırma Enstitüsü, Yayın no:185, 1986

Waldman, Don E., Jensen Elizabeth J.; **Industrial Organization: Theory & Practice**, Addison Wesley Longman inc. 2001

www.netbul.com “Şirket Evlilikleri” 22 Ağustos 2002

İ.M.K.B Eğitim ve Yayın Müdürlüğü