

Article Type / Makale Türü
Araştırma Makalesi -
Research Article

Application Date / Başvuru Tarihi
04.27.2022 / 27.04.2022

Admission Date / Yayına Kabul Tarihi
06.24.2022 / 24.06.2022



SATIN ALMA VE BİRLEŞMELERDE KULLANILAN YÖNTEMLERİN ŞİRKET GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ *

THE EFFECT OF METHODS IN ACQUISITIONS AND MERGERS ON COMPANY RETURNS: BORSA ISTANBUL EXAMPLE

Fadime TOLU¹, Özkan HAYKIR², Emin Hüseyin ÇETENAK³

ÖZ: İşletmeler ortaya çıkan güçlü rekabet koşullarından kendilerini korumak ve varlığını sürdürebilmek için çeşitli yollar seçebilmektedirler. Bazı durumlarda varlığını devam ettirmek için büyüme yoluna gitmek durumunda kalan işletmelerin daha az maliyetli ve zaman odaklı büyüme alternatiflerini tercih etmesi önemli avantajlar sağlamaktadır. Dış büyümenin en kapsamlı yöntemi ise birleşme ve satın alma yöntemleridir. Çalışmanın amacı satın alma ve birleşmelerde kullanılan yöntemlerin şirket getirilerine etkisi olarak belirlenmiştir. Çalışma kapsamında Borsa İstanbul'da 2019-2021 döneminde gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemleri çoğunluk hisse, azınlık hisse ve azınlık hisse artışı olmak üzere 3 grupta ele alınmıştır. Analiz sonucunda çoğunluk hisse için getirilerde anlamlı bir fark bulunamamış diğer taraftan azınlık hisse için pozitif ve anlamlı, azınlık hisse artışı için ise negatif ve anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler : *Satın Alma ve Birleşme, Çoğunluk Hisse, Azınlık Hisse.*

ABSTRACT: Businesses choose various ways to protect themselves from competition and continue their operation. In rapidly changing business conditions, businesses have to go on the path of growth in order to continue their existence. Time-oriented external growth method has an advantage since it is less costly compared to other growth methods for businesses. The most comprehensive method of external growth is merger and acquisition methods. The aim of the study is to investigate the effect of the methods used in acquisitions and mergers on stock returns. The period of 2019-2021 was examined in 3 groups majority share, minority share, and minority share increase, which are the purchase rates in mergers and acquisitions made by companies from different sectors in Borsa Istanbul. As a result of the analysis, it has been determined that there is no significance on the returns of the companies for the majority share as a result of the merger and acquisition, a positive significance only for the minority shares, and a negative significance for the minority share increase.

Keywords: *Acquisition and Merger, Acquisition, Minority stake.*

* Bu çalışma Dr. Öğr. Üyesi Özkan Haykır danışmanlığında Fadime Tolu tarafından hazırlanan "Satın Alma ve Birleşmelerde Kullanılan Yöntemlerin Şirket Getirilerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği" başlıklı yüksek lisans tezinin geliştirilmiş halidir.

1. YL Mezun, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı, fadime-277@outlook.com, <https://orcid.org/0000-0002-5403-26442>

2. Dr. Öğr. Üyesi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, ohaykirk@ohu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0003-2800-8699>

3. Doç. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, cetenak@ohu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0003-2900-4948>

EXTENDED SUMMARY

Research Problem

The aim of the study is to examine the effect of acquisitions on the stock returns by adopting the event study method by grouping the acquisitions as majority shares and minority shares (minority share and minority share increase) according to the purchase rates in the acquisition and merger transactions. A majority share is defined as buying more than 50% of a company while buying less than 50% of a company is defined as a minority share. In addition, the minority shares are examined in two groups, it is a minority share to buy from a company for the first time, while the other is to increase the shares in the company where minority shares were previously held, it was defined as a minority share increase and it was tried to explain the stock returns of these three types of purchases.

Research Questions

The study focuses on two main questions:

- How the merger and acquisition affect the stock returns before and after the transaction by examining 3 groups, which are Acquisition, Minority stake, and Minority stake increase.
- Determining the method of success and failure of the company after the merger and acquisition process.

Literature Review

There is a large literature examining the effects on the performance of firms in M&A transactions. To examine the effect on these performances of the companies, one of the common topics discussed in the short and long-term changes in the stock returns of the acquired companies, before and after the merger. It has been seen that the analysis of the change in stock prices before and after the aforementioned event, that is, before and after the merger, has been analyzed by the event study method. Rau and Vermaelen (1998) stated that the positive performance of the stock returns of the companies was not as expected in the long and short term and that they encountered a negative result in the long term. Fridolfsson (1999) reported that the change in stock returns also occurred before and after the merger. Gugler (2000), on the other hand, stated that according to the findings obtained as a result of the analysis, a positive increase occurred after the merger of the companies. Shaheen (2006), who examined the effects of 40 mergers and acquisitions in the USA between 1997 and 2006, on the stock price, obtained negative abnormal returns as a result of the study. In studies conducted in Turkey, Yörük, and Ban (2006), examining the food industry, among the authors who obtained the same results by differentiating the period, country and variables examined, reported the change in stock returns as a result of 40 acquisition and merger activities among the companies traded in the BIST 1997. According to the results of their analysis, Çıtak and Yıldız (2007), who examined the change of companies traded in the BIST between 2008 and 2009, and Evceyurt and Serçemeli (2013), who examined the changes between the years 2008 and 2005, it is not possible to obtain an above-normal return in the long-term, but in the short-term. They have concluded that a return on income can be obtained. In a different view, Hekimoğlu and Tanyeri (2011) found an abnormal return on stock prices before and after the merger in merger and acquisition activities in their study. In addition, when the results of the study were compared with the USA and European countries, it was determined that low returns were obtained compared to these two countries, and they stated that there could be many reasons for this. Analyzing the short-term effects of mergers and acquisitions on stock prices separately, Karcıoğlu et al. (2018) analyzed the return changes between 2013 and 2016 in the top 4 sectors, which are the most active and traded on the BIST. As a result, it has been concluded that mergers and acquisitions do not affect returns. In the literature, the change in financial ratios has been examined to see the effect on company performance in merger and acquisition activities. The results obtained in the studies examined differ according to the time, country and variables used. Therefore, it will be possible to classify these studies in the examined literature into three groups. These are the studies that find the change in the financial ratios of the mergers and acquisitions of the companies as positive, the studies that have no effect and find a negative change. Mandacı (2005), one of the studies conducted in Turkey to determine the change in the firm's performance on the financial ratios, with his study on companies in the manufacturing sector between 1998 and 2000, and researchers Akben and Yılmaz (2011) stated that a negative change occurred in the financial ratios after the merger and acquisition transactions. İlkarslan and Aşıkoğlu (2012) emphasized that there was an increase in financial ratios for 17 companies traded on the stock exchange between 2004 and 2005 in their study, which they analyzed with panel analysis. Researchers Catikkaş and Çalış (2013), who found a decrease in profitability ratios, and Eyüpoğlu and Sevim (2017), who found that there was an increase in the equity ratio, completed their studies on companies traded in BIST100. On the other hand, different results have been revealed in the studies on bank mergers in the literature. Amihud et al. (2002) analyzed 214 cross-border bank mergers and acquisitions using the regression analysis method.

As a result of the analysis, a negative result was obtained in stock returns before and after the merger. Amihud et al. (2002) found a positive effect, unlike his study, Choi et al. (2010) analyzed the profit distribution change in 890 cross-border bank mergers between 1995-2002 using the regression

Methodology

In this study, mergers and acquisitions of companies from different sectors were examined in 3 groups, namely Majority share, Minority share, and Minority share increase, depending on their acquisition rates. For this purpose, 21 companies operating in different sectors in BIST100 were selected and used for analysis. The data of the companies between the dates 2019-2021 were obtained from the website www.investing.com and the information about the acquisition and merger methods and dates were obtained from the Zephyr website in the Bureau Van Dijk database.

The Event Analysis method and the Paired Samples t-Test method were used for the research to determine how the market or economy reacted to this event and what it changed by considering the date of a certain event. There are two windows in the event analysis. These; The day of the event, that is, the event window with the closest dates of the event is the forecast window, which is the window covering before the event. How long these windows will be and what dates they will be in are determined by the researcher. In the analysis results, Abnormal Returns (AR), Cumulative Abnormal Returns (CAR), Average Abnormal Returns (AAR), and Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR) will be generated.

There are two event windows to be used in the study. In the first event window, it will be determined as '-2, +2', which is before and after the event, and '-3, +3', which is before and after the event, in the second event window. In the forecast window, two forecast windows will be created as '-3,-120' and '-4,-120'. In the analysis, Abnormal Returns (AR), Cumulative Abnormal Returns (CAR), Average Abnormal Returns (AAR), and Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR) values will be calculated. Finally, before and after the event, Cumulative Abnormal Returns (CAR) were calculated and whether their averages, differences, and p-values were statistically significant or not, using the Paired Samples T-Test in 3 groups of majority share, minority share, and minority share increase. will be tested.

Results and Conclusions

The current study investigates the impact of acquisitions on stock return using 21 companies between 2019-2021 on Borsa Istanbul. We adapt the event study methodology by examining the significance levels of Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR) of 21 companies. The event periods were examined in (+2,-2) and (+3,-3) and different results were obtained.

The results of the study show that three different groups, namely majority share, minority share, and minority share increase are affected differently by acquisitions by examining the significance level of CAAR values. The findings indicate that there is a negative impact of acquisitions on the minority share increase method whereas the impact is positive and statistically significant if the method is chosen as buying minority shares for the first time. Moreover, there is no statistically significant impact if the acquisitions occur as a majority shares.

The results obtained support each other with the result of the Dependent Sample test for minority share and minority share increase. While the returns of the companies that make the acquisition and merger for the first time give positive results, this result is only negative for a company that wants to increase the shares in the company that previously had minority shares.

1. GİRİŞ

Satın alma (Acquisition) bir işletmenin başka bir işletmeye ait varlık ve kaynakların bir kısmını ya da tamamını alarak büyümesi olarak tanımlanmaktadır. Şirketler bazen mevcut pazarda kendi gereksinimlerini karşılamayacak duruma gelen firmaları da satın alarak kendi bünyesine dahil eder ve böylelikle büyüme yoluna gitmiş olur. Temel olarak büyümek için yapılan birleşme ve satın alma işlemleri büyümenin yanında, ürün ve hizmetleri dengelemek, satın alınan şirketin varlıklarından yararlanarak piyasa değerini yükseltmek, pazar hakimiyetini artırmak, çeşitli stratejik kaynakları temin etmek veya ele geçirmek gibi nedenlerle gerçekleştirilebilir. Ancak birleşme ve satın almanın her zaman olumlu sonuçları olmayabilir.

Satın alma ve birleşmelerde amaç olay gerçekleştikten sonra ortaya çıkan yeni girişimin piyasa değerinin artmasıdır. Şayet A firmasının B firmasını satın alması sonucunda ortaya çıkan yeni durumun hem A hem de B firmasının değerinin üzerinde gerçekleşmesi durumunda bu satın almanın sinerji yarattığı söylenebilir. İyi yönetim, daha düşük işlem maliyetleri, çeşitli vergi avantajları, verimlilik artışı ve azalan rekabet (Ehrhard ve Brigham, 2009) nedeniyle mümkün olan sinerji yaratma hali tüm birleşme ve satın almalarda mümkün olmayabilir. Çünkü tüm birleşme ve satın alma işlemleri rasyonel nedenlerle yapılmaz ve beraberinde ciddi vekalet problemlerine neden olabilir.

Yine bazı durumlarda birleşme ve satın almalar dostça olmayan şekilde (hostile) yapılan ele geçirmedir. Dostça yapılan birleşme ve satın almalarda alıcı şirket ve hedef şirket yöneticileri bir araya gelerek hisse senedi fiyatı konusunda anlaşır ve satın alma işlemini sonlandırırlar. Dostça olmayan ele geçirmelerde ise hedef şirketin yönetimi birleşme veya satın almaya çeşitli nedenlerle karşı çıkarlar. Böyle bir durumda alıcı şirket hedef şirket yönetimini atlayarak hisse senedi fiyat teklifini direk ortaklara götürür. Fiyata bağlı olarak ortaklar yüksek sermaye kazanımı tercih edecek olursa birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiş olur.

Pazar payını artırma, rekabet üstünlüğü sağlama, ölçek ekonomisi, sinerji oluşturma gibi olası beklenen faydaları yanında kurum içi çeşitli çatışmalar, beklenen finansal başarının elde edilememesi, hukuki sorunlar, yönetim başarısızlıkları gibi çeşitli olumsuz sonuçlar da doğurabilen birleşme satın alma davranışlarına yatırımcıların tepkisi de farklılık göstermektedir. Satın alma ve birleşme işlemlerinin firmanın hisse getirisini nasıl etkilediği birçok çalışmada incelenmiştir. Bazı çalışmalarda birleşme ve satın alma duyurularının önemli anormal getiriye neden olduğu ifade edilirken, bazı çalışmalarda ise bu tür bir ilişki saptanamamıştır. Yine bazı çalışmalarda ise duyuru öncesini kapsayan dönem için anormal fiyat hareketlerinin tespit edildiği belirtilerek içeriden öğrenenlerin ticaretine vurgu yapılmıştır (Genç ve Coşkun, 2013:359).

Bu çalışmanın amacı, satın alma ve birleşme işlemlerindeki satın alma oranlarına göre satın almaları çoğunluk hisse ve azınlık hisse (azınlık hisse ve azınlık hisse artışı) şeklinde gruplandırarak şirket getirisi üzerine etkisini olay analizi yöntemi ile incelemektir. Çoğunluk hisse bir şirketin

%50'sinden fazlasını satın alma olarak tanımlanırken, bir şirketin %50 'sinden azını satın alma ise azınlık hisse olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca iki grupta incelenen azınlık hisse ise, ilk defa bir şirketten satın alma azınlık hisse iken, diğeri ise daha önce azınlık hisselerin olduğu firma da hisseleri arttırmak ise azınlık hisse artışı olarak tanımlanmış ve bu üç tür satın alma şeklinin hisse getirisi üzerindeki açıklanmaya çalışılmıştır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde giriş, onu takip eden bölümde çalışmaya yönelik literatür çalışması yer almaktadır. Üçüncü bölümde ise veri ve yöntemlerden bahsedilmiş, sonraki bölümde analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Çalışmanın son aşamasında ise sonuç kısmıyla çalışma tamamlanmıştır.

2. LİTERATÜR

Birleşme ve satın alma işlemlerinde firmaların performansları üzerindeki etkileri inceleyen geniş bir literatür vardır. Firmaların bu performansları üzerindeki etkiyi incelemek için ele alınan yaygın konulardan biri birleşmeden önce ve sonraki satın alan ile satın alınan firmaların, hisse senetleri getirilerinin kısa ve uzun dönemlerde meydana gelen değişimler incelenmiştir. Hisse senedi fiyatlarında bahsi geçen olaydan yani birleşme öncesi ve sonrasındaki meydana gelen değişimin incelenmesi olay çalışması yöntemi ile analiz edildiği görülmüştür.

Yapılan bu incelemelerde literatürdeki çalışmalardan olay çalışması yöntemini kullanan yazarlardan Rau ve Vermaelen (1998) firmaların hisse senedi getirileri performanslarını uzun ve kısa dönemde beklendiği gibi olmadığını, uzun dönemde negatif bir sonuçla karşılaştığını belirtmiştir. Fridolfsson (1999) hisse senedi getirilerindeki meydana gelen değişimin firmanın birleşme öncesi ve sonrasında da aynı değişimlerin meydana geldiğini raporlamıştır. Gugler (2000) ise analiz sonucunda elde ettiği bulgulara göre firmaların birleşmeden sonra pozitif bir artışın meydana geldiğini ifade etmiştir. 1997 ile 2006 yılları arasında ABD'deki 40 birleşme ve satın alma işleminin hisse senedi fiyatına etkisini inceleyen Shaheen (2006) çalışma sonucunda olumsuz anormal getiriler elde etmiştir.

Türkiye'de yapılan çalışmalarda ise incelenen dönem, ülke ve değişkenler olarak farklılık gösterip aynı sonuçları elde eden yazarlardan gıda sektörünü inceleyen Yörük ve Ban (2006), BİST 'de işlem gören şirketler arasından 40 satın alma ve birleşme faaliyetleri sonucu hisse senedi getirisi üzerindeki değişimini 1997 ile 2005 yılları arasında inceleyen Çıtak ve Yıldız (2007), BİST 'de işlem gören şirketlerin bu değişimini 2008 ile 2009 dönemi arasında inceleyen Evceyurt ve Serçemeli (2013) yapmış oldukları analiz sonuçlarına göre uzun vade de normalin üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği ancak kısa dönemde normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceği sonuçlarına ulaşmışlardır. Farklı bir görüş olarak Hekimoğlu ve Tanyeri (2011) yapmış oldukları çalışmalarında birleşme ve satın alma faaliyetlerinde birleşme öncesi ve sonrasında hisse senetleri fiyatları üzerinde anormal bir getiri saptanmıştır. Ayrıca çalışmada bulunan sonuçları ABD ve Avrupa ülkeleri ile karşılaştırdığında bu iki ülkeye göre düşük getiri elde edildiği tespit edilmiş ve bunun birçok nedeninin olabileceğini

belirtmişlerdir. Birleşme ve satın alma işlemlerinin hisse senedi fiyatlarına kısa dönemli etkisini sektörel olarak ayrı ayrı inceleyen Karcıoğlu vd. (2018) bu doğrultuda en fazla etkin olan ve BİST 'de işlem gören ilk 4 sektörün 2013 ile 2016 yılları arasındaki getiri değişimlerini incelemiştir. Sonuç olarak birleşme ve satın alma işlemlerinin getiri üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Literatürde birleşme ve satın alma faaliyetlerinde şirket performansı üzerindeki etkiyi görebilmek için finansal oranlardaki değişim incelenmiştir. İncelenen çalışmalarda elde edilen sonuçlar araştırılan zaman, ülke ve kullanılan değişkenlere göre farklılık göstermektedir. Dolayısıyla incelenmiş olan literatürdeki bu çalışmaları üç grupta sınıflandırmak mümkün olacaktır. Bunlar birleşme ve satın alma işlemlerinin firmaların finansal oranlar üzerindeki değişimi olumlu olarak bulanlar, herhangi bir etki bulunmayan ve olumsuz değişim bulan çalışmalar olarak yer almaktadır.

Literatürde yapılan çalışmalardan satın alma ve birleşme işlemlerinde firmaların finansal oranları üzerindeki değişimin olumsuz olduğunu bulan yazarlardan Malhotra ve Zhu (2006) ile Reddy ve Mantravadi (2008) farklı dönemlerde Hindistan için net kar marjı, hisse başına kar ve öz sermaye karlılığı oranlarının satın alma sonrasında azaldığını tespit etmişlerdir. Pazarskis vd (2006) Atina Borsasında işlem gören şirketlerin birleşme sonrasında karlılık rasyolarının azaldığı sonuçlarına ulaşmışlardır.

Birleşme öncesine göre herhangi bir değişimin olmadığını bulan çalışmalardan Hindistan için Kumar (2009) ile Pakistan için Abbas vd. (2014) yapmış oldukları çalışmalarında farklı dönemler için aynı sonuçlar elde etmişlerdir.

Satın alma ve birleşme sonrasında firmaların finansal oranlar üzerindeki etkisinin anlamlı olduğu çalışmalardan Nijerya 'da bulunan belli sektörler ele alınmıştır. Bunlardan gıda ve içecek sektörü için Oloyede ve Sulaima (2012), petrol ve gaz sektörü için Sulaiman (2012) yapmış oldukları çalışmalarda karlılık, likidite ve finansal yapı oranlarında birleşme öncesine göre anlamlı değişim olduğu tespit edilmiştir.

Firmanın performansında finansal oranlar üzerindeki değişimin tespiti için Türkiye 'de yapılan araştırmalardan Mandacı (2005) 1998-2000 yılları arasında imalat sektöründeki şirketler üzerindeki çalışması ile araştırmacı Akben ve Yılmaz (2011) birleşme ve satın alma işlemlerinden sonra finansal oranlarda olumsuz bir değişimin meydana geldiğini belirtmişlerdir. Panel analizi ile incelediği çalışmasında İlkarslan ve Aşıkoglu (2012) borsada işlem gören 17 şirket için 2004-2005 dönemleri arasında finansal oranlar üzerinde bir artışın var olduğunu vurgulamışlardır. Karlılık oranlarında azalış bulan araştırmacı Çatıkkaş ve Çalış (2013) ile öz kaynak oranında bir artışın meydana geldiği sonucunu bulan Eyüpoğlu ve Sevim (2017) yapılan çalışmalarda BİST100 'de işlem gören şirketler üzerinde çalışmalarını tamamlamışlardır.

Diğer taraftan literatürde banka birleşmeleri ile ilgili yapılan çalışmalarda da farklı sonuçlar ortaya konulmuştur. Amihud vd. (2002) 214 sınır ötesi banka birleşme ve satın alma işlemlerinde

regresyon analizi yöntemini kullanarak incelemiştir. Analiz sonucu birleşme öncesi ve sonrasında hisse senedi getirilerinde negatif bir sonuç elde edilmiştir. Amihud vd. (2002) yapmış olduğu çalışmasından farklı olarak pozitif etki bulan araştırmacı Choi vd. (2010) 1995-2002 yılları arasında 890 sınır ötesi banka birleşmelerindeki kar dağılım değişimini regresyon yöntemi ile analiz etmiştir.

Türkiye 'de yapılmış olan sınır ötesi birleşme ve satın almalarının bankaların finansal performansı üzerindeki etkisini inceleyen Coşkun ve Karğın (2016) çalışmasında Denizbank, Finansbank ve ING Bank olmak üzere 3 sınır ötesi banka satın alınmasındaki değişim için CAMELS analizi yöntemini kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre satın alma sonrasında bankaların performanslarında bir azalma olduğu sonuçlarına ulaşmışlardır. Ayrıca yapılan araştırmaya ek olarak sonuçların bu şekilde azalış şeklinde olmasındaki sebebi olarak 2008 krizi sonrasında rastlamasından dolayı analiz sonuçlarına etki edebileceğini çalışmalarına eklemişlerdir.

3. YÖNTEM VE VERİ SETİ

Çalışma kapsamında farklı sektörlerden oluşan şirketlerin yapmış oldukları birleşme ve satın alma işlemleri, satın alma oranlarına bağlı olarak Çoğunluk hisse ve Azınlık hisse ve Azınlık hisse artışı olmak üzere 3 grupta incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda BİST100'de bulunan farklı sektörlerde faaliyet gösteren 21 şirket seçilmiş ve analiz için kullanılmıştır. Veriler 2019-2021 tarihleri arasındaki şirketlere ait veriler www.investing.com internet sitesinden ve satın alma ve birleşme yöntemleri ile tarihleri hakkındaki bilgiler ise Bureau Van Dijk veri tabanında yer alan Zephyr sitesinden elde edilmiştir.

Araştırma kapsamına şirketlerin farklı ölçeklerde yapmış oldukları satın alma ve birleşmeler Olay Analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. Analize dahil edilen 21 şirketin, 2 tanesi satın alma yöntemi, 5 tanesi azınlık payının arttırılması, 14 tanesi ise ilk defa azınlık payı alınması şeklinde gerçekleşmiştir. Analize konu olan bu şirketlerin satın alma ve birleşmelerin şirketlerin borsa getirileri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Çalışmada 2019-2021 yılları arasındaki şirketlerin satın alma ve birleşme haberlerinin getirileri üzerindeki etkilerinin araştırılması iki aşamada incelenmiştir. İlk olarak analizde yer alan şirketlerin kümülatif anormal getirilerinin kendi olay tarihlerine verdikleri tepkiler Olay Analizi yöntemi ile analiz edilmiştir. İkinci aşama olarak ise, her şirketin söz konusu olay tarihlerinden önce ve sonra bulunan kümülatif anormal getirilerin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) ile analiz edilmiştir. Olay analizi sırasında önce her şirket için ayrı analiz sonuçları alınmış ve sonrasında satın alma yöntemi, azınlık payının arttırılması ve ilk defa azınlık payının alınması açısından şirketlerin toplu analiz sonuçları incelenmiştir. Birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştiren 21 şirketin olay günü tarihleri, hangi gruptan oldukları (Çoğunluk hisse, Azınlık hisse ve Azınlık hisse artışı) ve şirket kodları Ek-1'de yer almaktadır.

Araştırma için kullanılan Olay Analizi yöntemi ve Bağımlı Örneklem t-Testi (Paired Samples t-Test) yöntemi geniş bir anlama sahip olup belirli bir olayın olduğu tarih ele alınarak piyasanın veya ekonominin bu olay karşısında nasıl tepki verdiği, neleri değiştirdiğini tespiti için kullanılmıştır. Olay analizinde iki pencere bulunmaktadır. Bunlar; olayın olduğu gün yani olayın en yakın tarihlerin olduğu olay penceresi, olaydan öncesini kapsayan pencere olan tahmin penceresidir. Bu pencerelerin ne kadar olacağı ve hangi tarihler aralığında olacağı araştırmacı tarafından belirlenmektedir. Analiz sonuçlarında Anormal Getiriler (AR), Kümülatif Anormal Getiriler (CAR), Ortalama Anormal Getiriler (AAR) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR) oluşturulacaktır.

Çalışmada kullanılacak iki adet olay penceresi vardır. Birinci olay penceresinde olay öncesi ve sonrasını olan '-2, +2' ikinci olay penceresinde ise olay öncesi ve sonrasını olan '-3,+3' olarak belirlenecektir. Tahmin penceresi de '-3,-120' ve '-4,-120' olarak iki tahmin penceresi oluşturulacaktır. Analizde Anormal Getiriler (AR), Kümülatif Anormal Getiriler (CAR), Ortalama Anormal Getiriler (AAR) ve Kümülatif Ortalama Anormal Getiriler (CAAR) değerleri hesaplanacaktır. Son olarak da olay öncesi ve sonrası Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) hesaplanıp ortalamaları, farkları ve p değerlerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadıklarını Bağımlı Örneklem T-Testi (Paired Samples T-Testi) ile 3 grup halinde çoğunluk hisse, azınlık hisse ve azınlık hisse artışı şeklinde test edilecektir.

Olay analizi yöntemi genel olarak 6 adımdan oluşmaktadır. Bu adımlar aşağıdaki gibidir.

1.Adım:

Çalışmada kullanılan değişkenler aşağıdaki gibidir. Bu değişkenler kullanılarak ilk olarak fiili getiri hesaplanır.

i = Çalışma içerisinde yer alan, faaliyet gösteren şirketler

t = Olay penceresi içerisindeki günü ifade etmektedir.

Fiili getiri hesaplaması aşağıdaki gibi gösterilebilir.

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

R_{it} = Hisse senedinin t günündeki fiili getirisi

P_{it} = Hisse senedinin t günündeki fiyatı

P_{it-1} = Hisse senedinin $t-1$ günündeki fiyatını ifade etmektedir.

2.Adım:

Anormal Getirinin (AR) hesaplanabilmesi için gerekli olan değişkende pazar getirisidir. Pazar getirisinin hesaplanması aşağıdaki gibi gösterilmiştir.

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

$R_{mt} = t$ gündeki fiili getirisi

$P_{mt} = t$ gündeki fiyatı

$P_{mt-1} = t-1$ gündeki fiyatını ifade etmektedir.

3.Adım:

Çalışma içerisinde faaliyet gösteren şirketlerin olay penceresinde yer alan her gün için Anormal Getiri (AR) hesaplanır. Anormal Getiri hesaplaması gerçek getirilerden tahmin edilmiş getiriler (beklenen getiriler) çıkartılarak bulunur. Öncesinde anormal getiriye ulaşabilmek amacıyla tahmin edilmiş getiriyi (\widehat{R}_{it}) hesaplamak gerekir. \widehat{R}_{it} hesaplamak için çalışmada Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli yani CAPM Modeli kullanılmıştır. Modelde;

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

\widehat{R}_{it} = Hisse senedinin t gündeki tahmin edilmiş getiri

α = Alfa katsayısı

R_{mt} = t gündeki fiili getirisi (Pazar getirisi)

β = Beta katsayısı

4.Adım:

Anormal Getiri hesaplaması gerçek getirilerden tahmin edilmiş getiriler (beklenen getiriler) çıkartılarak bulunur.

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

AR_{it} = Hisse senedinin t gündeki anormal getirisi

R_{it} = Hisse senedinin t gündeki fiili getirisi

\widehat{R}_{it} = Hisse senedinin t gündeki tahmin edilmiş getiriyi ifade etmektedir.

5.Adım:

Anormal Getiri hesaplandıktan sonra, olay penceresinde yer alan her gün için Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır. AAR formülü aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N (1/N) AR_{it} \quad (5)$$

AAR_t = t gündeki ortalama anormal getiri

AR_{it} = Hisse senedinin t gündeki anormal getiriyi ifade etmektedir.

6.Adım:

AAR hesaplandıktan sonrada, olay penceresi içerisinde yer alan her gün için Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (CAAR) hesaplanır. CAAR formülü aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$CAAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_t \quad (6)$$

$CAAR_t$ = t gündeki kümülatif ortalama anormal getiri

AAR_t = t gündeki ortalama anormal getiriyi ifade etmektedir.

4. ANALİZ SONUÇLARI

Çalışmada yer alan şirketlerin 2019-2021 tarihleri aralığındaki yapmış oldukları satın alma ve birleşme öncesi ve sonrasındaki değişiminin tespiti için 21 şirketin getiri değişimleri olay olarak seçilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarında 21 şirketin satın alma ve birleşme önce ve sonrasında getirilerindeki değişimlerin nasıl olduğu, yatırımcıların nasıl tepki verdikleri incelenmiştir. Satın alma ve birleşme sonucu olayın tespiti için ele alınan bu 21 şirketin olayın önceki ve sonraki getirileri arasındaki farkın tespitinin Olay Çalışmasıyla analizde öne sürülen sıfır hipotezi ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur).

H_1 : Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır).

Çalışmada ilk olarak şirket birleşme ve satın alma sonrasında 21 şirketin getirileri arasındaki farkın tespiti için olay çalışması yönteminde AR, CAR, AAR ve CAAR değerleri hesaplanıp istatistiksel olarak anlamlılıkları incelenmiştir. Çalışmada sonrasında ise 3 grup halinde (Çoğunluk Hisse, Azınlık Hisse ve Azınlık Hisse Artışı) Bağımlı Örneklem T-Testi yapılmıştır.

Analizde olay penceresi '-2, +2' ile tahmin penceresi '-3,-120' olarak belirlenip CAR değerleri ile t istatistik değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlılıkları incelenmiştir. Aşağıda Tablo 1'de CAR değerleri ile t istatistik değerleri verilmiş olup anlamlılık düzeylerine göre incelenmiştir.

Tablo 1: Şirketlerin Kümülatif Anormal Getirileri (-2, +2)

	AKBNK	AVGY	AVPTRL	AVOD	ATLS	AKM	BRLK	DAGI	FNET	GLBL	HUB	İHLS	KRSTL	MRTI	MRK	MPT	METRO	PERA	TŞŞ	THY	VAKIF	PANEL
-2	0.035 (1.328)	-0.017 (-0.247)	-0.033 (-0.543)	0.320 (0.384)	-0.044 (-0.684)	-0.006 (-0.208)	0.053 (0.750)	0.003 (0.076)	-0.028 (-0.434)	0.006 (0.118)	-0.032 (-0.420)	0.006 (0.091)	-0.005 (-0.082)	0.006 (0.081)	-0.019 (-0.209)	-0.026 (-0.333)	0.038 (0.302)	-0.042 (-0.611)	0.014 (0.539)	-0.013 (-0.352)	0.033 (1.071)	0.171 (1.279)
-1	0.078*** (2.935)	-0.045 (-0.644)	-0.044 (-0.716)	0.118 (1.415)	-0.049 (-0.765)	-0.009 (-0.315)	0.081 (1.133)	-0.021 (-0.422)	-0.040 (-0.621)	0.019*** (3.334)	-0.053 (-0.685)	0.025 (0.371)	-0.006 (-0.086)	0.045 (0.579)	-0.012 (-0.134)	0.059 (0.753)	0.228* (1.808)	-0.030 (-0.443)	0.013 (0.483)	-0.031 (-0.824)	0.019 (0.631)	0.197 (1.306)
0	0.146*** (5.493)	-0.104 (-1.486)	0.143** (2.308)	0.182** (2.185)	0.070 (1.079)	-0.178 (-0.580)	0.127* (1.773)	-0.050 (-0.973)	-0.058 (-0.889)	0.016 (0.290)	-0.071 (-0.914)	0.044 (0.651)	0.032 (0.468)	0.069 (0.893)	0.035 (0.377)	0.106 (1.345)	0.021 (0.170)	-0.032 (-0.475)	0.049* (1.799)	-0.029 (-0.761)	0.041 (1.348)	0.217 (1.450)
1	0.159*** (5.951)	-0.095 (-1.363)	2.203*** (3.268)	0.073 (0.878)	0.035 (0.542)	-0.142 (-0.464)	0.163** (2.282)	-0.087* (-1.696)	-0.064 (-0.994)	0.008 (0.142)	-0.081 (-1.045)	0.089 (1.305)	0.011 (0.160)	0.091 (1.176)	0.040 (0.427)	0.081 (1.028)	-0.187 (-1.486)	-0.062 (-0.911)	0.051* (1.853)	-0.002 (-0.060)	0.051* (1.678)	0.202 (1.527)
2	0.153*** (5.743)	-0.109 (-1.557)	0.281*** (4.515)	0.101 (1.213)	0.005 (0.086)	0.076** (2.491)	0.161** (2.249)	-0.114** (-2.233)	-0.057 (-0.888)	0.000 (0.000)	-0.088 (-1.129)	0.072 (1.069)	0.023 (0.343)	0.129* (1.670)	0.043 (0.461)	0.068 (0.866)	-0.370*** (-2.934)	-0.069 (-1.001)	0.070** (2.536)	0.001 (0.051)	0.076** (2.473)	0.331** (2.024)

Not: *** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Parantez içindeki değerler T-istatistiği değerlerini gösterirken, üzerindeki değerler CAR değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 1’de yer alan şirketlere ait Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) olay gününün 2 gün öncesi ve 2 gün sonrasındaki zaman dilimleri içerisindeki değişimler verilmiştir.

Tablo 1’de Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) (-2,+2) zaman dilimi içerisinde istatistiksel olarak anlamlı olan şirketler; Akbank T.A.Ş. (AKBNK), Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırım A.Ş. (AVPTRL), Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. (AVOD), Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (AKM), Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmesi A.Ş. (BRLK), Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (DAGI), Global Yatırım Holding A.Ş. (GLBL), Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MRTI), Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. (METRO), Türkiye Şişe Cam ve Fabrikaları A.Ş. (TŞŞ), Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. (VAKIF) işletmeleri için hesaplanmış olan Kümülatif Ortalama Anormal Getiri (CAAR) değerleri belirli zaman dilimleri içerisinde istatistiksel olarak farklı anlam düzeylerinde anlamlılık göstermiştir. Bu anlamlılık düzeyi Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (DAGI) ve Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. (METRO) işletmeleri için negatif iken, diğer işletmeler için pozitif bir anlamlılık söz konusudur.

Dolayısıyla 11 şirkete yönelik H_0 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi kabul edilmiş olur.

Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (AVGY), Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ATLS), Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş. (FNET), Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HUB), İhlas Holding A.Ş. (IHLS), Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş. (KRSTL), Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (MRK), Mepet Metro Petrol Ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş. (MPT), Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (PERA), Türk Hava Yolları AO(THY) olan 10 şirketin ise olay günü öncesi ve sonrasında herhangi bir anlamlılık görülmemiştir.

Herhangi bir anlamlılık görülmeyen bu 10 şirkete yönelik, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi reddedilerek, H_0 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, sıfırdır (fark yoktur)” hipotezi kabul edilmiş olur.

Sonuç olarak 21 şirket arasından 11 şirketin birleşme ve satın alma sonucunda (-2,+2) farklı zaman dilimleri içerisinde şirket getirileri üzerinde anlamlı bir farkın olduğu görülürken, 10 şirketin ise anlamlı bir farkın olmadığı tespit edilmiştir. Bu anlamlılık seviyeleri %1, %5 ve %10 olarak farklılık göstermiştir.

Tablo 2: Şirketlerin Kümülatif Anormal Getirileri (-3, +3)

	AKB	AVGY	AVPR	AVOD	ATLS	AKM	BRLK	DAGI	FNET	GLBL	HUB	İHLS	KRSL	MRTI	MRK	MPT	MTR	PERA	TŞŞ	THY	VAKF	PANEL
-3	-0.007 (-0.234)	0.112 (1.460)	0.031 (0.432)	0.090 (0.940)	0.100 (1.394)	-0.010 (-0.286)	0.012 (0.143)	0.005 (0.087)	0.071 (0.960)	0.010 (0.157)	0.019 (0.205)	0.007 (0.090)	0.012 (0.154)	-0.010 (-0.108)	0.021 (0.188)	0.012 (0.129)	0.008 (0.056)	0.014 (0.177)	0.010 (0.319)	-0.028 (-0.632)	0.000 (0.003)	0.167 (1.181)
-2	0.027 (0.877)	0.009 (1.247)	-0.001 (-0.023)	0.123 (0.128)	0.056 (0.791)	-0.016 (-0.465)	0.066 (0.776)	0.009 (0.152)	0.044 (0.595)	0.017 (0.258)	-0.013 (-0.146)	0.013 (0.168)	0.007 (0.087)	-0.003 (-0.041)	0.001 (0.014)	-0.014 (-0.149)	0.046 (0.311)	-0.027 (-0.334)	0.025 (0.777)	-0.041 (-0.928)	0.033 (0.903)	0.175 (1.288)
-1	0.070** (2.227)	0.069 (0.900)	-0.011 (-0.162)	0.210** (2.193)	0.052 (0.734)	-0.020 (-0.558)	0.093 (1.099)	-0.016 (-0.267)	0.033 (0.449)	0.029 (0.441)	-0.034 (-0.367)	0.032 (0.405)	0.007 (0.085)	0.034 (0.376)	0.008 (0.080)	0.072 (0.765)	0.237 (1.577)	-0.015 (-0.191)	0.024 (0.746)	-0.059 (-1.333)	0.019 (0.534)	0.201 (1.314)
0	0.138*** (4.375)	0.010 (0.139)	0.176** (2.402)	0.275*** (2.876)	0.174** (2.419)	-0.028 (-0.785)	0.139* (1.640)	-0.044 (-0.729)	0.017 (0.228)	0.027 (0.406)	-1.051 (-0.557)	0.052 (0.641)	0.045 (0.553)	0.059 (0.638)	0.057 (0.512)	0.119 (1.265)	0.030 (0.201)	-0.017 (-0.216)	0.060* (1.857)	-0.058 (-1.299)	0.041 (1.136)	0.221 (1.457)
1	0.151*** (4.758)	0.020 (0.271)	0.237*** (3.221)	0.167* (1.750)	0.140* (1.949)	-0.025 (-0.691)	0.176** (2.069)	-0.081 (-1.339)	0.010 (0.146)	0.019 (0.283)	-0.061 (-0.666)	0.096 (1.192)	0.024 (0.296)	0.080 (0.875)	0.062 (0.556)	0.094 (1.000)	-0.178 (-1.190)	-0.047 (-0.580)	0.062* (1.909)	-0.031 (-0.703)	0.052 (1.414)	0.205 (1.537)
2	0.145*** (4.579)	0.007 (0.103)	0.315*** (4.280)	0.196** (2.052)	0.111 (1.552)	0.065* (1.797)	0.174** (2.043)	-0.109* (-1.790)	0.018 (0.249)	0.011* (1.165)	-0.068 (-0.735)	0.080 (0.994)	0.037 (0.452)	0.119 (1.289)	0.065 (0.588)	0.081 (0.865)	-0.361** (-2.407)	-0.053 (-0.654)	0.081** (2.487)	-0.027 (-0.602)	0.076** (2.081)	0.334** (2.024)
3	0.146*** (4.599)	0.062 (0.810)	0.190*** (2.589)	0.265*** (2.764)	0.103 (1.431)	0.026 (0.734)	0.138* (1.624)	-0.093 (-1.530)	-0.004 (-0.056)	0.002 (0.035)	-0.073 (-0.790)	0.070 (0.866)	0.052 (0.639)	0.135 (1.466)	0.145 (1.300)	0.098 (1.041)	-0.417*** (-2.775)	-0.052 (-0.640)	0.090*** (2.757)	-0.025 (-0.556)	0.081** (2.222)	0.328** (2.190)

Not: *** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Parantez içindeki değerler T-istatistiği değerlerini gösterirken, üzerindeki değerler CAR değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 2’de yer alan şirketlere ait Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) olay gününün 3 gün öncesi ve 3 gün sonrasındaki zaman dilimleri içerisindeki değişimler verilmiştir.

Tablo incelendiğinde Kümülatif Anormal Getirileri (CAR) (-3,+3) zaman dilimi içerisinde istatistiksel olarak anlamlı olan şirketler; Akbank T.A.Ş. (AKBNK), Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırım A.Ş. (AVPTRL), Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. (AVOD), Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ATLS), Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (AKM), Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmesi A.Ş. (BRLK), Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (DAGI), Global Yatırım Holding A.Ş. (GLBL), Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. (METRO), Türkiye Şişe Cam ve Fabrikaları A.Ş. (TŞŞ), Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. (VAKIF) işletmeleri için hesaplanmış olan Kümülatif Anormal Getiri (CAR) değerleri belirli zaman dilimleri içerisinde istatistiksel olarak farklı anlam düzeylerinde anlamlılık göstermiştir. Bu anlamlılık düzeyi Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (DAGI) ve Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. (METRO) işletmeleri için negatif iken, diğer işletmeler için pozitif bir anlamlılık söz konusudur.

Dolayısıyla bu şirketlerin anlamlılıklarına göre H_0 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi kabul edilmiş olur.

Bunlara ek olarak; Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (AVGY), Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş. (FNET), Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HUB), İhlas Holding A.Ş. (IHLS), Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş. (KRSTL), Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MRTI), Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (MRK), Mepet Metro Petrol Ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş. (MPT), Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (PERA), Türk Hava Yolları AO(THY) olan 10 şirketin ise olay günü öncesi ve sonrasında herhangi bir anlamlılık görülmemiştir.

Bu 10 şirkete yönelik, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi reddedilerek, H_0 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, sıfırdır (fark yoktur)” hipotezi kabul edilmiş olur.

Tablo 1 ve Tablo 2 beraber değerlendirildiğinde ise farklılıkların olduğu görülmüştür. İki olay penceresindeki Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ATLS) için (+2,-2) zaman diliminde istatistiksel olarak anlamsız iken, (+3,-3) zaman diliminde pozitif bir anlamlılık göstermiştir. Ayrıca Martı Otel İşletmeleri A.Ş. (MRTI) için (+2,-2) zaman dilimi içerisinde pozitif bir anlamlılık söz konusu iken, (+3,-3) zaman dilimi içerisinde istatistiksel olarak anlamlı bir fark gözlemlenmemiştir.

Tablo 3’te şirket birleşme ve satın alma sonrasında çoğunluk hisse yani satın alma yöntemini kullanan 2 şirketin getirileri arasındaki farkın tespiti için olay çalışması yönteminde olay penceresi ‘-2, +2’ ile tahmin penceresi ‘-3,-120’ analiz edilmiş olup aşağıda Bağımlı Örneklem T-Testi sonucu verilmiştir.

Tablo 3: Çoğunluk Hisse Şirketlerine Ait Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları (+2,-2)

	N	Ortalama	Fark	P-istatistik
Olay Öncesi CAAR _t (1)	2	-0.0219	-0.0092	0.9433
Olay Sonrası CAAR _t (0)	2	-0.0311		

*** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3’te çoğunluk hisse şirketlerine ait Bağımlı Örneklem T-Testi sonuçlarına bakıldığında, olay öncesi ve sonrasında CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olup olmadığını anlamak

için p değerlerine bakılmaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi p değeri 0.9433 olduğu yani 0.01, 0.05 ve 0.10'dan büyük olduğu için olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olmadığı bulunmuştur. Şirketlerin ortalamalarına bakıldığında ise şirketler olay öncesi -0.0219 ortalama getiriye sahip iken olay sonrasında ise -0.0311 olarak tespit edilmiş olup aralarındaki farkın -0.0092 olarak bulunmuştur.

Sonuç olarak -2 ve +2 gün aralığında “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” olarak ifade eden H_0 hipotezi kabul edilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi reddedilmiş olur.

Tablo 3'te azınlık hisse yani ilk defa azınlık payı alan 14 şirkete ait getirileri arasındaki farkın tespiti için olay çalışması yönteminde olay penceresi '-2, +2' ile tahmin penceresi '-3,-120' analiz edilmiş olup aşağıda Bağımlı Örneklem T-Testi sonucu verilmiştir.

Tablo 4: Azınlık Hisse Şirketlerine Ait Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları (+2,-2)

	N	Ortalama	Fark	P-istatistik
Olay Öncesi CAAR _t (1)	2	0.5228	1.204**	0.0497
Olay Sonrası CAAR _t (0)	2	1.7268		

*** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 4'te görüleceği üzere p değeri 0.0497 olduğu yani 0.01 ile 0.05 arasında olduğu için olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olduğu ve bu farkın %5 anlamlılık düzeyinde olduğu görülmüştür. Şirketlerin ortalamalarına bakıldığında ise şirketler olay öncesi 0.5228 ortalama getiriye sahip iken olay sonrasında ise 1.7268 olarak tespit edilmiş olup aralarındaki farkın 1.204 olarak bulunmuştur. Kısacası olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir fark tespit edilmiştir.

Sonuç olarak -2 ve +2 gün aralığında “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” olarak ifade eden H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi kabul edilmiş olur.

Tablo 5'te şirket birleşme ve satın alma işlemlerinde azınlık payının artırılması yöntemini kullanan 5 şirketin getirileri arasındaki farkın tespiti için olay çalışması yönteminde olay penceresi '-2, +2' ile tahmin penceresi '-3,-120' analiz edilmiş olup aşağıda Bağımlı Örneklem T-Testi sonucu verilmiştir.

Tablo 5: Azınlık Hisse Artışı Şirketlerine Ait Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları(+2,-2)

	N	Ortalama	Fark	P-istatistik
Olay Öncesi CAAR _t (1)	2	-0.3211	-0.4926*	0.0957
Olay Sonrası CAAR _t (0)	2	-0.8137		

*** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 5'te azınlık payının artırılması yöntemini kullanan Azınlık hisse artışı şirketlerine ait Bağımlı Örneklem T-Testi sonuçlarına bakıldığında, olay öncesi ve sonrasında CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olup olmadığını anlamak için p değerlerine bakılmaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi p değeri 0.0957 olduğu yani 0.05 ile 0.10 arasında olduğu için olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olduğu ve bu farkın %10 anlamlılık düzeyinde olduğu ancak bu

anlamlılığın negatif olduğu görülmüştür. Şirketlerin ortalamalarına bakıldığında ise şirketler olay öncesi -0.3211 ortalama getiriye sahip iken olay sonrasında ise -0.8137 olarak tespit edilmiş olup aralarındaki farkın -0.4926 olarak bulunmuştur. Kısacası olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında %10 anlamlılık düzeyinde negatif bir anlamlılık tespit edilmiştir.

Sonuç olarak -2 ve +2 gün aralığında “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” olarak ifade eden H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi kabul edilmiş olur.

Tablo 6’da şirket birleşme ve satın alma sonrasında çoğunluk hisse yani satın alma yöntemini kullanan 2 şirketin getirileri arasındaki farkın tespiti için olay çalışması yönteminde olay penceresi ‘-3, +3’ ile tahmin penceresi ‘-4,-120’ analiz edilmiş olup aşağıda Bağımlı Örneklem T-Testi sonucu verilmiştir.

Tablo 6: Çoğunluk Hisse Şirketlerine Ait Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları (+3,-3)

	N	Ortalama	Fark	P-istatistik
Olay Öncesi CAAR _t (1)	3	-0.0683	0.1721	0.3229
Olay Sonrası CAAR _t (0)	3	0.1037		

*** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 6’da çoğunluk hisse şirketlerine ait Bağımlı Örneklem T-Testi sonuçlarına bakıldığında, olay öncesi ve sonrasında CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olup olmadığını anlamak için p değerlerine bakılmaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi p değeri 0.3229 olduğu yani 0.01, 0.05 ve 0.10’dan büyük olduğu için olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olmadığı bulunmuştur. Şirketlerin ortalamalarına bakıldığında ise şirketler olay öncesi -0.0683 ortalama getiriye sahip iken olay sonrasında ise 0.1037 olarak tespit edilmiş olup aralarındaki farkın 0.1721 olarak bulunmuştur.

Sonuç olarak -3 ve +3 gün aralığında “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” olarak ifade eden H_0 hipotezi kabul edilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi reddedilmiş olur.

Tablo 7’de azınlık hisse yani ilk defa azınlık payı alan 14 şirkete ait getirileri arasındaki farkın tespiti için olay çalışması yönteminde olay penceresi ‘-3, +3’ ile tahmin penceresi ‘-4,-120’ analiz edilmiş olup aşağıda Bağımlı Örneklem T-Testi sonucu verilmiştir.

Tablo 7: Azınlık Hisse Şirketlerine Ait Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları (+3,-3)

	N	Ortalama	Fark	P-istatistik
Olay Öncesi CAAR _t (1)	3	0.6920	1.5965***	0.0070
Olay Sonrası CAAR _t (0)	3	2.2885		

*** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 7’de azınlık hisse şirketlerine ait Bağımlı Örneklem T-Testi sonuçlarına bakıldığında, olay öncesi ve sonrasında CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olup olmadığını anlamak için p değerlerine bakılmaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi p değeri 0.0070 olduğu yani 0.01’den küçük olduğu için olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olduğu ve

bu farkın %1 anlamlılık düzeyinde olduğu görülmüştür. Şirketlerin ortalamalarına bakıldığında ise şirketler olay öncesi 0.6920 ortalama getiriye sahip iken olay sonrasında ise 2.2885 olarak tespit edilmiş olup aralarındaki farkın 1.5965 olarak bulunmuştur. Kısacası olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir fark tespit edilmiştir.

Sonuç olarak -3 ve +3 gün aralığında “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” olarak ifade eden H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi kabul edilmiş olur.

Tablo 8’de şirket birleşme ve satın alma işlemlerinde azınlık payının artırılması yöntemini kullanan 5 şirketin getirileri arasındaki farkın tespiti için olay çalışması yönteminde olay penceresi ‘-3, +3’ ile tahmin penceresi ‘-4,-120’ analiz edilmiş olup aşağıda Bağımlı Örneklem T-Testi sonucu verilmiştir.

Tablo 8: Azınlık Hisse Artışı Şirketlerine Ait Bağımlı Örneklem T-Testi Sonuçları(+3,-3)

	N	Ortalama	Fark	P-istatistik
Olay Öncesi CAAR _t (1)	3	-0.4349	-0.5379**	0.0314
Olay Sonrası CAAR _t (0)	3	-0.9729		

*** %1, ** %5, * %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 8’de azınlık payının artırılması yöntemini kullanan azınlık hisse artışı şirketlerine ait Bağımlı Örneklem T-Testi sonuçlarına bakıldığında, olay öncesi ve sonrasında CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olup olmadığını anlamak için p değerlerine bakılmaktadır. Tabloda da görüldüğü gibi p değeri 0.0314 olduğu yani 0.01 ile 0.05 arasında olduğu için olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın olduğu ve bu farkın %5 anlamlılık düzeyinde negatif olduğu görülmüştür. Şirketlerin ortalamalarına bakıldığında ise şirketler olay öncesi -0.4349 ortalama getiriye sahip iken olay sonrasında ise -0.9729 olarak tespit edilmiş olup aralarındaki farkın -0.5379 olarak bulunmuştur. Kısacası olay öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında %5 seviyesinde negatif bir anlamlılık tespit edilmiştir.

Sonuç olarak -3 ve +3 gün aralığında “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi yoktur, fark sıfırdır (fark yoktur)” olarak ifade eden H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi olan “Şirket satın alma ve birleşme sonucunda şirketlerin getirileri üzerinde CAAR değerlerinin anlamlı bir etkisi vardır, sıfırdan farklıdır (fark vardır)” hipotezi kabul edilmiş olur.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Şirket birleşme ve satın alma işlemlerinde işletmelerin değer ve performanslarını etkileyen faktörler arasında satın alma oranları da bulunmaktadır. Azınlık ve çoğunluk hissedarları yönetim açısından önem arz etmektedir. Bu çalışmada şirket birleşme ve satın alma sonucunda şirketlerin satın alma oranlarına göre getirileri üzerindeki etki incelenmiştir. Çoğunluk hisse bir şirketin %50’sinden fazlasını satın alma olarak tanımlanırken, bir şirketin %50 ‘sinden azını satın alma ise azınlık hisse olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca iki grupta incelenen azınlık hisse ise, ilk defa bir şirketten satın alma azınlık hisse iken, daha önce azınlık hisselerin olduğu firma da hisseleri arttırmak ise azınlık hisse artışı olarak tanımlanmıştır.

İşletme satın alma ve birleşmeleri ile ilgili literatür incelendiğinde, işletmelerin birleşme ve satın alma işlemlerindeki satın alma oranlarına göre yapılan çalışmaların az olduğu görülmektedir. Bu nedenle

yapılan bu çalışmada satın alma oranları Çoğunluk hisse, Azınlık hisse ve Azınlık hisse artışı olmak üzere 3 gruba ayrılmış ve bu satın almaların şirketlerin getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Çalışmada yer alan şirketlerin 2019-2021 tarihleri aralığındaki yapmış oldukları satın alma ve birleşme öncesi ve sonrasındaki fiyat değişimlerinin tespiti için 21 şirketin getirileri olay olarak seçilmiştir. 21 şirketin Kümülatif Anormal Getiri (CAR) (+2,-2) ve (+3,-3) zaman diliminde incelenmiş ve farklı sonuçlar elde edilmiştir.

Çalışmanın devamında ise Bağımlı Örneklem T-Testi yapılarak elde edilen test sonuçlarına göre her iki olay penceresi için 3 grup (Çoğunluk hisse, Azınlık hisse ve Azınlık hisse artışı) ayrı olarak değerlendirilmiş olup şirket birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası CAAR değerleri arasında sırasıyla, bir şirketin %50'sinden fazlasını satın alan Çoğunluk hissede yer alan 2 işletmenin getiriler üzerindeki etkisinin olmadığı, azınlık hisse, yani ilk defa azınlık payı alan 14 şirkete ait getirilerin farklı anlamlılık düzeyinde pozitif bir anlamlılığın olduğu ve azınlık payının artırılması yöntemini kullanan 5 şirketin getiriler arasındaki farkın farklı anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu ancak bu anlamlılığın negatif olduğu görülmüştür. Sonuç olarak yapılan analiz ve bulgularda genel olarak şirket birleşme ve satın alma sonucunda şirketlerin çoğunluk hisse için getirileri üzerinde anlamlılık olmadığı yalnız azınlık hisse için pozitif bir anlamlılık bulunurken, azınlık hisse artışı için negatif bir anlamlılık olduğu sonucuna varılmıştır. Elde edilen sonuçlar azınlık hisse ve azınlık hisse artışı için yapılan Bağımlı Örneklem testi sonucu ile birbirini destekler niteliktedir. İlk defa satın alma ve birleşme işlemi yapan şirketlerin getirileri olumlu sonuç verirken, daha önce azınlık hisselerin olduğu firma da hisseleri arttırmak isteyen bir şirket için bu sonuç anlamlı yalnız negatiftir.

KAYNAKÇA

- Abbas, Q., Hunjra A. I., Azam, R. Ijaz, M.S., Zahid, M. (2014). Financial performance of banks in Pakistan after merger and acquisition. *Journal of Global Entrepreneurship Research*, 4(13), 1-15.
- Akben, S. E., Altiok-Yılmaz.A. (2011). The impact of mergers and acquisitions on acquirer performance: evidence from Turkey. *Business and Economics Journal*, 3, 1-8.
- Amihud, Y., DeLong, G.L., Saunders, A. (2002). The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value. *Journal of International Money and Finance*, 21, 857-877.
- Anarbek, Z. (2008). *Şirket birleşmelerinin insan kaynakları politikası açısından değerlendirilmesi: Avea örnek olay incelemesi*. [Yüksek lisans tezi, Ankara Üniversitesi].
- Ayan, E. (2015). *Şirketlerde birleşme ve satın alma kararlarının işletme performansına etkisi: afm örnek olay incelemesi*. [Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi].
- Choi, S., Francis, B.B., Hasan, I. (2010). Cross-border bank m&as and risk: evidence from the bond market. *Journal of Money*, 42(4), 615-645.
- Cıvaş, İ. (2013) Birleşme ve devralmalarının rekabet hukuku açısından değerlendirilmesi. *Gümrük ve Ticaret Dergisi*, 2, 28-34.
- Coşkun, S, Karğın, S. (2016). Sınır ötesi birleşme ve satın almaların bankaların finansal performansına etkileri: üç banka üzerinde camels analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 69, 41-60.
- Çatıkkaş, Ö., Çalış, Y. E. (2013). Devralma yoluyla birleşmenin finansal oranlar üzerine etkileri ve borsa İstanbul uygulaması. *MÖDAV Dergisi*, 15(3), 39-53
- Çıtak, L., Yıldız, F.K. (2007). Devralmanın devralan işletmelerin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi: sermaye piyasası kurulu izni ile gerçekleşen devralmaların devralan işletmelerin hisse senedi getiri oranları üzerindeki etkisinin incelenmesi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22 (2), 273-295.
- Dikmen, Ç. (1991). Küçük işletmelerde büyüme. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 1-2.
- Dündar, B. (2006). *Birleşmeler ve stratejik işbirliklerinin şirketlerin küreselleşmeleri üzerindeki etkileri bankacılık sektöründe bir araştırma*. [Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi].
- Eyceyurt, T., Serçemeli, M. (2013). Şirket birleşme ve satın almalarının hisse senedi fiyatına etkisi, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27(1), 159-175.

- Eyüboğlu, K., Sevim, U. (2017). Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin finansal oranlar üzerindeki etkisi: Türkiye örneği. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(2), 127-138.
- Gugler, K., Mueller, D.C., Yurtoğlu, B.B., Zulehner, C. (2000) The effects of mergers: an international comparison. *Corporate Governance Conference, DIW*, Kasım.
- Gültekin, N. (2003). *Banka birleşmeleri*. [Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü].
- Hekimoğlu, M.H., Tanyeri, B. (2011). Türk şirket birleşmelerinin satın alınan şirketlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 26(308), 53-70.
- İçke, B. T. (2007). *Şirket birleşmeleri hisse senedi değeri ve finans sektörü*, Derin Yayınları, İstanbul.
- İlkarşlan, K., ve Aşıkoğlu, R. (2012). Birleşme ve satın almaların işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkilerinin incelenmesi: panel veri analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 49, 59-78.
- Karcıoğlu, R., Ağırman, E. (2019). Birleşme ve satın alma işlemlerinin hisse senedi fiyatına etkisi: Borsa İstanbul'da bir araştırma. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(20), 987-1006.
- Kılıç, M., Akın, A. (2008). banka satın almalarının hedef bankaların performansına olan etkileri: türk bankacılık sektörü üzerinde ampirik bir çalışma. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 10(3), 229-255.
- Kumar, R. (2009). Post-merger corporate performance: an indian perspective. *Management Research News*, 32(2), 145-157.
- Küçük, O. (2010). *Stratejik işletme bilgisi ve yönetimi*. Seçkin Yayıncılık. Ankara.
- Malhotra, S., Zhu, P. (2006). Shareholder benefits and firm performance: an empirical analysis of international acquisitions by firms from a developing economy, *Working Paper Series*.
- Mandacı, P. E. (2005). Şirket birleşmelerinin şirketlerin finansal yapı ve performanslarına etkileri. *İktisat İşletme ve Finans*, 20, 60-67.
- Mandacı, P.E. (2004). Şirketlerin Birleşme ve satın alma duyurularının hisse senedi fiyatları üzerine etkileri, *İktisat İşletme ve Finans*, 225, 118-124.
- Okka, O. (2009). *Analitik finansal Yönetim*, Nobel Yayın Dağıtım, 1(5), Ankara.
- Okka, O. (2010). *İşletme finansmanı*, Nobel Yayın Dağıtım, 4 (1), Ankara.
- Okka, O. (2010). *Finansal yönetim teori ve çözümlü problemler*, Nobel Yayın Dağıtım, 4 (11), Ankara.
- Oloyede, J. A., Suleiman, L. A. (2012). Investigating the improvement in corporate performance after merger and acquisition in nigeria: a sectorial analysis. *The International Journal of Management*, 1(4), 1-15.
- Pazarskis M., Vogiatzoglou, M., Christodoulou, P., Drogalas, G. (2006). Exploring the improvement of corporate performance after mergers-the case of Greece. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1, 184-192.
- Rau, P. R., Vermaelen, T.G. (1998). Value and post acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 49, 223-53
- Reddy, A., Mantravadi, P. (2008). Relative size in mergers and operating performance: Indian Experience. *Economic and Political Weekly*, Working Paper Series.
- Şahin, İ.E. (2011). Şirket birleşmelerinin etkinlik açısından değerlendirilmesi ve türk bankacılık sektöründe bir uygulama. [Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi].
- Ülgen H., Mirze, S. K. (2013). *İşletmelerde stratejik yönetim*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- Ülgen, M., Teker, S. (2005). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören sanayi şirketleri için bir analitik değerlendirme tekniği uygulaması. *İstanbul Teknik Üniversitesi Dergisi*, 2(1), 49-57.
- Yıldırım, A.G., Yücel, E. (2012). İşletmelerin sahiplik yapısının incelenmesi: sahiplik ve kontrol ayrımı konusunda çıkarımlar. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(16), 41-58.
- Yörük, N., Ban, Ü. (2006). Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatlarına etkisi: İMKB'de işlem gören gıda sektörü şirketlerinde birleşme etkisinin analizi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 30, 88-101.
- Zeybek, Y. (1996). *Borçlanarak gerçekleştirilen şirket satın almaları*, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.

EK-1: Örnekleme Yer Alan Şirketlerin Listesi

ADET	ŞİRKET ADI	ŞİRKET KODLARI	OLAY TARİHİ	SATIN ALMA YÖNTEMİ
1	Türkiye Şişe Cam ve Fabrikaları A.Ş.	TŞŞ	15.10.2019	Çoğunluk Hisse
2	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	VAKIF	16.01.2020	Çoğunluk Hisse
3	Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ATLS	10.02.2020	Azınlık Hisse
4	Avod Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	AVOD	27.05.2020	Azınlık Hisse
5	Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	AVGY	20.02.2020	Azınlık Hisse
6	Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırım A.Ş.	AVPTRL	29.11.2019	Azınlık Hisse
7	Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmesi A.Ş.	BRLK	02.07.2020	Azınlık Hisse
8	Fonet Bilgi Teknolojileri A.Ş.	FNET	25.09.2020	Azınlık hisse
9	Global Yatırım Holding A.Ş.	GLBL	05.11.2019	Azınlık Hisse
10	İhlas Holding A.Ş.	IHLS	09.06.2020	Azınlık Hisse
11	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	KRSTL	29.06.2020	Azınlık Hisse
12	Martı Otel İşletmeleri A.Ş.	MRTI	01.07.2020	Azınlık Hisse
13	Mepet Metro Petrol Ve Tesisleri Sanayi Ticaret A.Ş.	MPT	14.05.2020	Azınlık Hisse
14	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	MRK	29.06.2020	Azınlık Hisse
15	Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.	METRO	14.11.2019	Azınlık Hisse
16	Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	PERA	27.05.2020	Azınlık Hisse
17	Akbank T.A.Ş.	AKBNK	11.11.2020	Azınlık Hisse Artışı
18	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	AKM	04.02.2020	Azınlık Hisse Artışı
19	Dağı Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	DAGI	21.03.2019	Azınlık Hisse Artışı
20	Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	HUB	22.08.2019	Azınlık Hisse Artışı
21	Türk Hava Yolları A.O.	THY	12.07.2019	Azınlık Hisse Artışı