

ŞİRKET BİRLEŞME VE SATIN ALMALARININ HİSSE SENEDİ FİYATINA ETKİSİ

Tuğba EYCEYURT^(*)
Murat SERÇEMELİ^(**)

Özet: Çalışmamızda birleşmelerin ortaya çıkışı, sebepleri, şekilleri, amaçları incelenmiş ve uygulama kapsamında, her ikisi de İMKB’de işlem gören, birinin diğerini satın alması suretiyle gerçekleşen güncel şirket birleşmeleri konu edilmiştir. 2008-2009 yıllarında gerçekleşen bahsettiğimiz nitelikteki şirket birleşmelerinin, satın alan firma açısından hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla t testi yapılmış ve anlamlı fark tespit edilen günler için endekse göre aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği ölçülmüştür. Sonuçta 180 günlük dönemde endekse göre aşırı bir getirinin elde edilemediği, 5 ile 30 gün arası daha kısa vadelerde ise az da olsa endekse göre aşırı getiri elde etmenin mümkün olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Şirket birleşme ve satın almaları, Hisse senedi fiyatı, Anormal Getiri (AR),

Abstract: The effects of Mergers and Acquisitions on Stock prices: In this paper it is examined the emerging of mergers & acquisitions and the causes, forms, aims of them. In practise current acquisitions are selected from 2008- 2009 M&A’s that both of the companies are trading on the stock exchange of İMKB. It was used “t test” to explore the effect of acquisition on the stock prices of acquirer company, then for the statistically significant different days it is researched for the acquirer, if it is possible to acquire abnormal return by acquisitions to İMKB stock index. As a result it was found that it is not possible to acquire abnormal return in 180 days run but it is possible to acquire AR in short run 5- 30 days.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Stock Prices, Abnormal return

I.Giriş

Şirketler, sinerji etkisinden yararlanmak, finansal güçlüklerle mücadele etmek, riski azaltmak, endüstri, ürün yada hizmet çeşitlendirmesi yapmak, yetenekli bir yönetime sahip olmak, vergi avantajları ve ölçek ekonomilerinden yararlanmak, yeni pazarlara girmek gibi çok çeşitli amaçlarla birleşme yoluna gidebilir.

Türkiye’de yaşanan ekonomik krizlerin finansal pazarlara ve üretim ekonomisine olan olumsuz etkileri, para, döviz ve sermaye pazarlarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkmaktadır. Özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmeler ekonomik sistem içinde varlığını sürdürürken zorluklar çekmektedir. Bu finansal zorlukların atlatılması ve şirketlerin ekonomik krizlere karşı mali yapılarını güçlendirmelerinin bir yolu da şirket birleşmeleri olacaktır. Birleşmelerin kaynak kullanımında verimlilik sağladığı gerçeği göz önüne

^(*)Arş. Gör., Atatürk Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü

^(**)Arş. Gör. Atatürk Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü

alındığında, Türkiye gibi kaynağı kısıtlı ülkeler açısından birleşmelerin finansal önemi daha iyi anlaşılabilir. (Yörük ve Ban, 2006: 90)

20. Yüzyılın son beş senesinin en önemli terimlerinden biri olan "Globalleşme" hala etkisini bütün dünyada göstermekte ve bu akımın en önemli etkilerinden biri olan şirket evlilikleri de tüm hızıyla devam etmektedir. Ülkelerarası ekonomik sınırların kalkması ve bilgi çağının tüm dünyada hızlı bir şekilde yayılması sonucu ülke pazarı hakimiyeti yarışının, dünya pazarı hakimiyetine dönüşmesi ve şirket evliliklerinin de bu amaç için en kısa ve ekonomik yöntem olması şu anda tüm dünyada yaşanan "birleşme" furiasının en büyük nedenlerindedir. Gelişmiş ülkelerde başlayan ve yavaş yavaş tüm dünyaya sıçrayan birleşmeler, Türkiye'de etkisini göstermeye başlamıştır. Bununla birlikte, birleşme kavramının ülke ekonomisinin düzelmeye başlaması ve bunun sonucu yabancı sermayenin Türkiye'ye gelişinin artması ile önümüzdeki yıllarda Türkiye'nin gündemine daha çok oturacağı kesindir. (Alp Limoncuoğlu, "Türk Hukukunda Şirket Evlilikleri Prosedürü", <http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/Web+Servisler/Uzman+Kosesi/hukuk/hukuk4.htm> 10.12.2011)

II.Dünya’da ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri

Tarihi süreçte, Dünyada ilk büyük birleşme dalgası, 1890 yılında çıkarılan ve şirketlerin işbirliğine gitmesini yasaklayan Sherman Antitröst Yasası'nın bir sonucu olarak ABD’de 1890-1905 arasında ortaya çıkmıştır. (Sing, 2002: 7-9)

AB ve diğer gelişmiş ülkelerde ise, birleşme ve satın almalar, 1960’lı yıllardan sonra önemli tutarlara ulaşmıştır. Özellikle AB’nin kurulmasından sonra, birlik içi ve birlik dışı birleşme ve satın almaların sayısal ve parasal tutarlarında çok ciddi artışlar kaydedilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar, bu ülkelere yönelik yapılan yabancı yatırımların arttığı 1980’ler sonrasında önemli bir artış göstermiştir. 1998 yılında AB ülkelerinin, bir yıl içerisinde gerçekleştirdiği birleşme ve satın almaların sayısı 10.000’ i geçmiş, bu sayı 1999 yılında 12.800’ e ulaşmıştır. Birlik içerisinde birleşme ve satın almalarındaki en büyük payı İngiltere alırken Fransa, Almanya ve Hollanda bu ülkeyi takip etmişlerdir. (Kandemir, 2003: 120-121)

Türkiye’de, şirket birleşmeleri ile ilgili istatistik veriler oldukça azdır. Özellikle geçmişe yönelik tarihi veriler bulunmamaktadır. Bu nedenle, birleşme ve devralmalar konusunda sayısal bilgi verebilmek çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Ülkemizde gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin bilinen en eski tarihlisi 1874 yılında gerçekleşen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane’nin birleşmesidir.

Türkiye’de şirket birleşmeleri daha çok 1950’li yıllardan sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe görülmeye başlanmıştır. Bu dönemde birleşmeler daha çok zor durumda olan bankaların ekonomiye tekrar kazandırılması, kurtarılması amacıyla yapılmıştır. 1958 istikrar programından sonra başlayan

bunalım neticesinde 1959 yılında Muha Bank ve Tümsu Bank, Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası çatısı altında, mali yapıları zayıf olan Türk Ekspres Bankası ile Buğday Bankası 1962 yılında Anadolu Bankası çatısı altında birleştirilmiştir. 1963 yılında ise Ankara, İstanbul ve İzmir Halk Sandıkları Halk Bankasına devredilmiştir. 1980 sonrasında yaşanan ekonomik krizlere paralel olarak zor durumdaki bankalar birleştirilmişlerdir. 1983 yılında İstanbul Bankası, Hisarbank ve Odibank, 1984 yılında ise İstanbul Emniyet Sandığı T.C. Ziraat Bankası ile birleştirilmiştir. 1988 yılında Anadolu Bankası ile Emlak Kredi Bankası, Türkiye Emlak Bankası adı altında bir araya gelmişlerdir. 1989 yılında T.C. Turizm Bankası, Türkiye Kalkınma Bankası ile, 1992 yılında Türkiye Öğretmenler Bankası, Türkiye Halk Bankası ile, yine aynı yıl Denizcilik Bankası, Türkiye Emlak Bankası ile birleştirilmiştir. Görüldüğü üzere bu birleşme ve devirler genelde zor durumdaki bankalar arasında gerçekleştirilmiş veya zor durumdaki bir banka daha sağlam olan bir başkasına devredilmiştir. Bu nedenle de birleşmelerden beklenen sinerji etkisi oluşmamıştır. (<http://www.ikademi.com/isletmeler-arasi-iliskiler/416-turkiyede-sirket-birlesmeleri-tarihsel-surec.html> 15.02.2012)

A. Birleşme Dalgaları

Tarihsel birleşme faaliyetlerini genel olarak şu şekilde sınıflandırabiliriz: (<http://www.baktabul.net/ekonomi-isletme/26232-sirket-birlesmeleri.html> 10.02.2012)

A.1. Birinci Dalga (1897-1904)

Birinci birleşme dalgası 1883'teki depresyondan sonra ortaya çıkmış, 1898-1902 yılları arasında zirveye ulaşmış ve 1904 yılında sona ermiştir. Bu dönemde gözlemlenen birleşme sayısı ve yıllara dağılımı aşağıda yer almaktadır:

Tablo 1: 1897-1904 Arasındaki Birleşmeler

Yıl	Birleşmelerin Sayısı
1897	69
1898	303
1899	1.208
1900	340
1901	423
1902	379
1903	142
1904	79

Kaynak: Gaughan, 2007:31

Birinci birleşme dalgasında yatay birleşmeler baskındı. 1895-1904 dönemini kapsayan birleşmelerin %78'i yatay birleşmelerden oluşmuş olup sadece %12'lik bir bölümü dikey birleşmeleri içermekteydi. Bu dönemde görülen yatay birleşmelerin birçoğu monopolistik (tekelci) piyasa oluşumlarına neden olmuştur. Bu nedenle birinci birleşme dalgasının yaşandığı dönem, büyük monopollerin oluşturulmasında oynadığı rolle bilinir. Bu dönemin sonunda bazı endüstri dallarındaki firma sayısında dramatik düşüşler gözlemlenmiştir.

Tablo 2: 1895-1904 Arasındaki Birleşme Şekilleri

Birleşme Şekli	%
Yatay	78.3
Dikey	12
Karma	9.7
Toplam	100

Kaynak: Gaughan, 2007:31

A.2. İkinci Dalga (1916-1929)

Birinci dalga monopollerin birleşmesi diye adlandırılırken ikinci dalga oligopollerin birleşmesi olarak adlandırılmıştır. (Kim, 1998:22) İlk birleşme dalgasıyla ikincisi arasındaki temel fark olarak; birincisinin monopollerin oluşumuna yol açmasına karşın ikincisinin oligopol (monopol rekabet) oluşumuna yol açması gösterilebilir. İlk dalgada gözlemlenen birleşme stili ikincisinde de devam etmiş, ikinci dönemde de ABD ekonomisi değişme ve gelişmeye devam etmiştir. Bu dönemde, tekelci oluşumları önlemek açısından ilk dalgadan önceki ortamdaki daha katı bir ortam mevcuttu. Bu nedenle ikinci birleşme dalgası ilkinde oranla daha az sayıda tekel fakat daha çok sayıda oligopol oluşumuna yol açmış ve çok sayıda dikey birleşme görülmüştür. Ayrıca bu dönemde, birbiriyle bağlantısı olmayan endüstri kollarından pek çok şirket birleşmelerine de rastlanmıştır. İkinci birleşme dalgası 24 Ekim 1929 tarihinde yaşanan Borsa çöküşüyle sona ermiştir. Bu çöküş "Büyük Depresyonun" tek nedeni olmasa da bu konuda önemli bir rol oynamış, iş ve yatırım dünyasında güven azalması ve tüketimde görülen daralmayla birlikte depresyon daha da ağırlaşmıştır. İlk iki birleşme dalgasında yatırım bankaları önemli rol oynamışlardır. O dönemde, bugünden farklı olarak, yatırım bankacılığı sektöründe daha konsantre bir yapı mevcuttu; büyük tutardaki sermaye küçük bir grup tarafından kontrol edilmekteydi.

A.3. Üçüncü Dalga (1965-1969)

Üçüncü dalga birbiri ile ilişkisi olmayan farklı iş alanlarındaki işletmelerin birleşmesini ifade eden küme birleşmeler yılı olarak adlandırılır. (Kim, 1998:23) Üçüncü dalga, hızla büyüyen ekonominin de desteğiyle önemli birleşme ve devralma hareketlerinin yaşandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde, göreceli olarak daha küçük firmaların daha büyük firmaları devralma ve birleşme için hedef seçmesi, geçmişe göre daha sık rastlanır bir durum haline gelmiştir.

Oysaki ilk iki dalgada, birleşme ve devralma için hedef seçilen firmalar, devralan firmalardan önemli oranda küçüktüler.

Üçüncü dalgadaki birleşmelerin çoğu karma birleşmeler türünden olduğu için endüstriyel konsantrasyonu artırmamışlardır. Bu nedenle, çok sayıda şirket birleşmesine karşın farklı endüstrilerdeki rekabet derecesi kayda değer bir değişim göstermemiştir. Çoğunlukla alıcılar satın aldıkları firmalara ederinin üstünde ödemede bulunmuşlardır. Bu tür birleşmelerin birçoğu zayıf finansal performanslar sergileyebilmişlerdir. 1970-1982 yılları arasında gerçekleşen endüstriler arası birleşmelerin %60'ının 1989 yılında satılma veya ayrıştırılma yoluyla dağılması bunun kanıtıdır. Karma birleşmelerin niçin başarısız oldukları konusunda kesin bir açıklama bulunmamaktadır. Ancak, ekonomik teori, uzmanlaşmada artışın verimlilik artırıcı etkisi üzerinde durmaktadır. Karma birleşmeler çağı ise uzmanlaşmadan uzaklaşılan bir dönem olmuştur.

Tablo 3: Üçüncü Birleşme Dalgası

Yıl	Birleşme Sayısı
1963	1361
1964	1950
1965	2125
1966	2377
1967	2975
1968	4462
1969	6107
1970	5152

Kaynak: Kim, K.H., age. : 23

A.4. Dördüncü Dalga (1981-1989)

Şirket birleşme ve devralmalarında 1970'lerden 1980'e kadar olan dönemde gözlenen düşüş trendi 1981 yılında tamamen terse dönmüştür. Bu dönemi önceki üç dönemden ayıran temel özellik düşmanca gerçekleştirilen ele geçirmelerde oynadığı önemli roldür. Önceki bölümde değinildiği gibi 1970'lerin sonu ve 1980'de birleşme ve devralma faaliyetlerinde gözlemlenen saldırgan taktikler, şirketlerin genişlemek için kullanabilecekleri bir yol olarak ortaya çıkmış, bu tür saldırılar yüksek kar getirebilen spekülasyon aktivite olarak geçerlilik kazanmaya başlamıştır. Sonuçta şirketler ve spekülasyon ortaklıklar kısa sürede yüksek kar elde edebilmek amacıyla şirket ele geçirme faaliyetlerinde bulunmuşlardır. Dördüncü dönemi diğerlerinden ayıran bir başka fark ise bu dönemde birleşme ve devralma için seçilen hedef firmaların büyüklüğüdür. 1980'lerde ABD'nin en büyük firmalarından bazıları birleşme ve devralmalarda hedef firma olarak seçilmiştir. Dördüncü dönem, mega birleşmeler dönemi olmuştur. Dördüncü dönemde "şirket yağmacıları" (corporate raider) terimi finans literatüründe sıkça kullanılmaya başlanmıştır. Bunların temel gelir kaynakları, şirket ele geçirme teşebbüslerinden elde ettikleri kazançtır.

Bu dönemde görülen şirket birleşme ve devralma faaliyetlerindeki artışın önemli bir sebebi de yatırım bankalarının atılın tutumları olmuştur. Yatırım bankalarının bu tutumlarının nedeni, birleşme ve devralmalarla ilgili olarak verdikleri danışmanlık hizmetleri nedeniyle aldıkları ücretler olmuştur. 1980'lerde gerçekleşen birleşme ve devralmaların birçoğu ABD içinde (ulusal firmalar arasında) gerçekleşmişse de yabancı şirketlerin bu aktivitelerdeki oranı önemli sayılabilir. Örneğin 1987 yılında gerçekleşen büyük devralmalardan birisi British Petroleum'un (BP) Standard Oil'i 7,8 milyar dolara devralmasıdır. ABD daha istikrarlı bir politik iklime ve dünyanın en büyük ekonomisine sahip olduğu içindir ki, pek çok yabancı firma bu pazara girmeye çalışmıştır. 1980'ler ve 1990'larda artan globalleşme akımıyla artan sayıda yabancı firma ABD pazarına girmiştir.

III. İşletmelerde Birleşmelere Sebep Olan Faktörler

İşletmeleri dışsal büyümeye iten en temel sebepler finansman kolaylığı, sermaye piyasasının birleşmeyi olumlu karşılaması ve sağlayacağı vergi avantajlarıdır. (Ceylan, 2003: 320)

İşletmelerin birleşmesine sebep olan faktörler ne kadar çok ve karmaşık olursa olsun temel amaç, işletmenin net bugünkü değerini artırmaktır. Ayrıca şirketlerin büyüme isteği, sinerji yoluyla elde edilecek ölçek ekonomisi, vergi açısından kazançlar da işletmeleri birleşmeye itmektedir. Birleşme nedenleri şu şekilde sıralanabilir: (Sağlam ve Şengel, 2004: 306)

- Finansman kolaylığı: Birleşme vasıtasıyla şirketler bazı finansal kaynaklara daha kolay ulaşabilmekte ve şirketlerin borçlanma kapasiteleri artmaktadır. (Yörük ve Ban, 2006: 91)

- Katma değer oluşturma isteği: Sinerji etkisi veya ölçek ekonomisinden faydalanma olarak da ifade edilebilir. Birleşen şirketlerin bütününe değerinin, firmaların ayrı ayrı değer toplamlarından daha büyük olması durumudur. $\{V(AB) > V(A) + V(B)\}$

- Üretim metodunun bütünleşmesi: Büyük sanayi işletmeleri genellikle hammadde kaynaklarına veya tüketiciye doğru genişleyerek üretim süreçleri üzerinde maksimum seviyede kontrol ve koordinasyon sağlamak isterler. Bunun için de ya bir satıcıyla ya da bir müşteriyle birleşirler. (Brealey, Myers ve Marcus, 2007: 609)

- Firmanın kötü yönetilmesi: Firmanın üst yönetiminin yetersiz olması ve alt kademelerde bunu telafi edebilecek eleman yetişmemiş olması, yönetim kadrosu kuvvetli olan bir firmayla birleşme sebebi olabilmektedir.

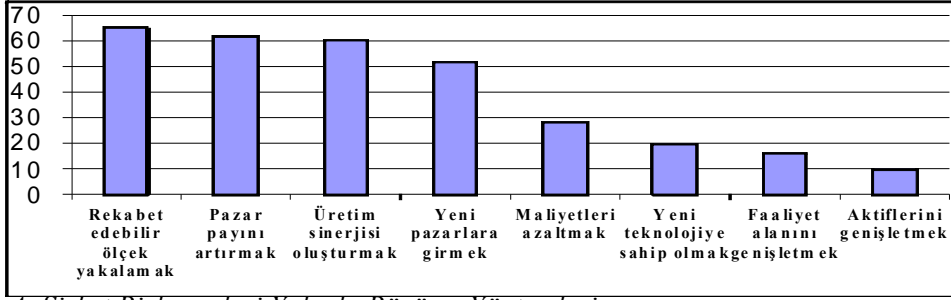
- Vergi yasalarının sağladığı üstünlükler: Karlı bir işletmenin zarar etmiş olan bir işletmeyi almasıyla, birleşen şirketlerin kar-zarar mahsupları yapılmaktadır. Yapılan mahsupla vergi matrahı düşmekte ve karlı işletmenin ödeyeceği vergi miktarı azalmaktadır.

- Psikolojik etmenler: İşletme sahibinin yönetim veya finans alanında kendini gösterme arzusu, daha büyük bir organizasyonu yönetme hırısı,

modernliğini kaybetme korkusu birleşme kararlarında etkili olabilmektedir. (Akgüç, 1998:896)

Yapılan bir araştırmaya göre işletmelerde birleşme nedenleri ve bunların önem sırası aşağıdaki şekilde gösterilmiştir. (Watson, 2000:3)

Tablo 4: *Watson Wyatt Araştırması 1999*



A. Şirket Birleşmeleri Yoluyla Büyüme Yöntemleri

A.1. Birleşme (Mergers)

İki şirketin tek bir şirket oluşturmak üzere bir araya gelmesidir. Sonuç olarak birleşen iki şirketin sahibinin bu birleşmeden finansal olarak fayda sağlayacağı beklenir. Yeni oluşan şirketin gelecekteki büyüme ve kazanç sağlama açısından kendisini oluşturan şirketlerden daha iyi durumda olacağı umulmaktadır. (Halibozeck ve Kovacich, 2005: 5-6) Bu yöntemde devralınan şirket devralan şirket içinde kaybolur.

A.2. Satın Alma (Acquisitions)

Bir işletmenin varlıklarının veya hisse senetlerinin bir başka işletme tarafından satın alınmak suretiyle ele geçirilmesidir. Devralma işlemi mülkiyet ve yönetim transferi gerçekleşir. Yönetim, satın alan işletme bünyesinde dir. (Reed ve Lajoux, 1999: 67-69) Satın alınan şirketin hukuki varlığı devam etmektedir.

A.3. Konsolidasyon

İki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarını sona erdirerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. Bu şekilde işletmelerin tüm varlıkları ve hakları yeni oluşan işletmenin olacaktır. Bu tür birleşmeler T.T.K.'da tam birleşme olarak tanımlanır. (Yörük ve Ban, 2006: 92) Şirketler konsolide olduğunda daha geniş bir alanda, benzer işkolundaki şirketleri bir araya getirirler. Amaç faaliyet etkinliğini geliştirerek daha geniş bir piyasada, daha büyük bir marka farkındalığı yaratmaktır. (Halibozeck ve Kovacich, 2005: 13)

A.4. Varlıkların Satın Alınması

Varlıkların satın alınmasında, alıcı firma hedef firmanın varlıklarının tümünü veya bir bölümünü satın alır. Bu birleşme türünde alıcı firma hedef firmanın yükümlülüklerini üstlenmemektedir. Eğer hedef firma varlıklarının tümünü devretmişse, devir karşılığında aldığı, borçlarını ödedikten sonra

ortaklarına dağıtarak tasfiye olabilir. Tasfiye olmadığı sürece alınan firmanın tüzel kişiliği devam edecektir. (Akgüç, 1998:892)

Tablo 5: 2010 Yılı Birleşme ve Satın alma İşlemlerinin Adet ve Hacim Bazında Sektörlere Göre Dağılımı

Sektör	İşlem Sayısı	Sektör	İşlem Hacmi (Milyon \$)
Enerji	58	Enerji	16.596
Gıda	23	Finans	6.384
Finans	15	İmalat	421
İmalat	13	Turizm	405
Turizm	11	AVM	322
Hizmetler	10	Gıda	193
BT	8	Eğlence	165
Kimya	8	Hizmet	158
Perakende	7	Perakende	143
Sağlık	7	Gayrimenkul	132
Eğlence	5	Distribütör	117
Gayrimenkul	5	İmalat	102
Medya	4	Diğer	299
Diğer	29		

	2007	2008	2009	2010
Birleşme ve Satın Alma (M&A) Sayısı	160	169	102	203
M&A Hacmi (milyar dolar)	19,3	16,2	5,8	29
Özelleştirme/M&A Hacmi	%12	%32	%31	%50
Yabancı Yatırımcı Payı	%70	%85	%38	%36
Finansal Yatırımcı Payı	%13	%30	%12	%3
Ortalama M&A Hacmi(milyon \$)	120	100	55	140
En yüksek Hacimli M&A	Oyak Bank	Migros Türk	Şeker Fabrikaları	Garanti Bankası
	2,7 milyar dolar %14	3,1 milyar dolar %14	606 milyon dolar %10	5,8 milyar dolar %20

Kaynak: Deloitte, 2010 Türkiye Yıllık Birleşme Satın alma Raporu

Görüldüğü gibi birleşme ve satın almalar hem sayı hem de hacimsel olarak 2009'da krizin etkisiyle ciddi bir düşüş yaşamış, 2010'da ise aynı hızla yükselmiştir. 2008 krizi işlemlerin düşüşüne neden olurken 2010 da işlemlerin bu kadar artmasının temel sebebi özelleştirmelerdir. Tabloda da görüldüğü gibi 2010'da birleşme ve satın almaların yarısı özelleştirmelerden oluşmaktadır.

B. Birleşme Türleri

Birleşmeler, birleşen şirketlerin bulunduğu sektör ve birleşme amaçlarına göre temelde 4 çeşit olarak değerlendirilebilir.

B.1. Yatay Birleşme

Aynı mal ya da hizmeti üreten iki işletmenin birleşmesi yatay birleşmedir. İşletmeleri bu tür bir işleme yönelten etmenler şunlardır: (Arslan, 2006: 32-36)

- Pazar payını artırmak,
- Piyasada tekel yaratmak ya da bütünleşme derecesini yükseltmek,
- Ölçek ekonomilerinden yararlanmak.

20. yüzyılın başlangıcındaki birleşmeler genellikle yatay birleşme şeklinde meydana gelmiştir. Son zamanlarda ülkemizde gerçekleşen Aria-Aycell, Arçelik-Grundig, Teb-Fortis birleşmeleri güncel yatay birleşme örneklerindedir.

B.2. Dikey Birleşme

Üretim zincirinin farklı halkalarındaki firmaların birleşmesi dikey birleşme olarak adlandırılır. Dikey birleşmenin pazarda satış gücünün artırmak, araştırma, reklam, iletişim ve üretim koordinasyonu masraflarını azaltma gibi etkileri mevcuttur. (Arnold, 2005:256)

Bu birleşme türünde birleşen işletmeler birbirinin tedarikçisi veya müşterisi konumundadır. 1920'lerdeki birleşmelerin çoğu dikey birleşme olarak gerçekleşmiştir. (Yıldırım, 2002:120)

B.3. Türdeş Birleşme

Aynı temel endüstride faaliyet gösteren fakat herhangi bir alıcı-satıcı ilişkisi bulunmayan şirketlerin birleşmesidir. (Besley ve Brigham, 2008:737) Bir işletme, birbirleriyle ilişkili fakat tümüyle aynı olmayan ve dikey bir bütünleşme oluşturmayan alanlara yatırım yaparak, ürünler üreterek büyüebilir. (Akgüç, 1998:890) Bu birleşme türü ile birleşen şirketler pazar paylarını genişletme ve karlılıklarını artırma imkanından yararlanabilirler. Pepsico-Pizza Hut birleşmesinde olduğu gibi, hitap edilen pazar aynı olduğu için pazarın genişlemesi ve ürün satışlarının artırılması avantajından faydalanılır.

B.4. Aykırı Birleşme

Aralarında mal ve hizmet üretimi veya pazarlaması açısından benzerlik olmayan işletmelerin birleşmesi aykırı birleşmedir. Aykırı birleşmelerde amaç yatırımların birbirleriyle ilişkisi olmayan konularda

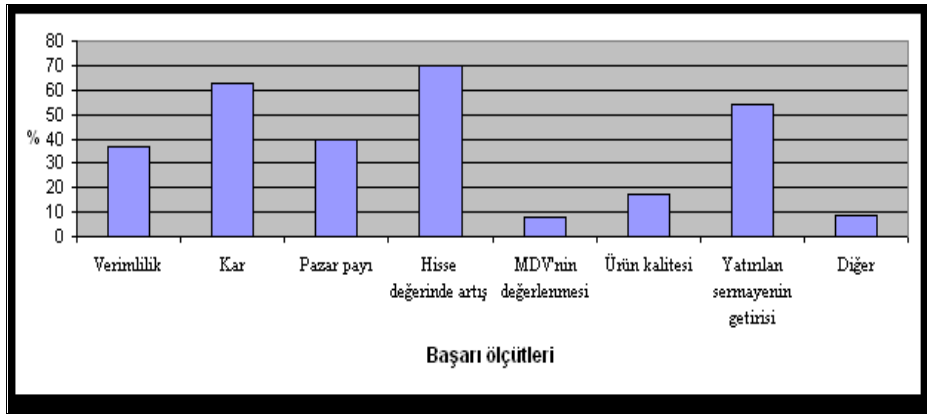
yapılmasıyla riskin azaltılmasıdır. Aykırı birleşmeler riski dağıtmak için yapılan bir çeşitlendirme olarak ifade edilebilir. (Ceylan,2003:318)

VI.Hisse Senedi Fiyatlarında Birleşme Etkisinin, İ.M.K.B.'de İşlem Gören Şirketlerde Uygulaması

A.Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Şirket birleşmelerinde başarı kriterini belirlemede aşağıdaki ölçütler kullanılmaktadır.

Tablo 6: Şirket birleşmelerinde Başarı Kriterleri



Kaynak: <http://www.businessstomorrow.net/birlesme.htm>(09.03.2012)

Tablo 6'da görüldüğü üzere bir birleşmenin başarısını ölçmede en sık kullanılan unsur hisse değerlerindeki artıştır. Çalışmada şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatına etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Uygulamanın amacı, birleşme öncesi şirket hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcıların, birleşme sonrasında aşırı bir getiri elde edemeyeceklerini saptamaktır.

Buna istinaden İMKB-100 de işlem gören 2008-2009 yılları arasında birleşen şirketlerin, birleşme öncesi 180 İMKB işlem günü kapanış fiyatları ve birleşme sonrası 180 İMKB işlem günü kapanış fiyatları olmak üzere toplam 360 adet günlük veri ile fiyat performansları incelenmiştir. İMKB'de hisse senetleri işlem gören 5 adet şirket birleşme ve devralması uygulamaya alınmıştır.(Tablo 7) Bu veriler İMKB'den elde edilmiştir.

Tablo 7: Uygulama Kapsamındaki Şirket Birleşmeleri

Şirketler	Birleşme Tarihleri
Ak-Al Tekstil Sanayii A.Ş. - Aksu İplik Dokuma ve Boya Apre Fab. A.Ş.	25.12.2009
Arçelik A.Ş.-Grundig Multimedia B.V.	10.07.2009
Koç Holding A.Ş.- Kav Danışmanlık Pazarlama Ve Ticaret A.Ş.	28.07.2008
Pınar Su Sanayi Ve Ticaret A.Ş.- Birmaş A.Ş.	17.12.2009
Ayen Enerji A.Ş.- Demir Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	28.11.2008

B.Çalışmanın Yöntemi

Uygulamamızdaki şirketler, öncelikle temel değerlendirme dönemi toplam 360 günlük hisse senedi verileri ele alınarak, Spss paket programı PASW Statisticians17 vasıtasıyla günlük fiyat analizleri yapılarak değerlendirilecektir. Çalışmada, birleşme dönemi olarak olayın gerçekleştiği gün 0 kabul edilmiş ve olay gününün 5, 10, 20, 30 ve 180 gün öncesi ile 5, 10, 20, 30 ve 180 gün sonrası alınarak uygulama yapılmıştır. Daha sonra analiz sonucunda birleşmenin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilenler için şirketlerin aşırı kazançları, pazara göre düzeltilmiş aşırı getirileri, endekse göre birikimli ortalama anormal getirileri ve göreceli refah göstergeleri hesap edilmiştir.

Bu amaçla İMKB’de işlem gören işletmelerin günlük 2.seans kapanış fiyatlarından yararlanılarak 0.05 önem seviyesinde Bağımlı İki Örnek T testi (Paired t Test) yapılmıştır.

Bunun için kurduğumuz hipotezler ise;

H0 : Şirket birleşmeleri hisse senedi fiyatını etkilememektedir.

H1 : Şirket birleşmeleri hisse senedi fiyatını etkilemektedir.

Test Modeli; $t = (\bar{XF} * \sqrt{n}) / sF$ şeklindedir ve serbestlik derecesi, $sd=n-1$ ’dir. Burada \bar{XF} , farkların ortalaması, sF farkların standart sapmasıdır. (Özdamar, 2011:305).

Analiz sonucu istatistiksel olarak anlamlı bir fark tespit edilenler için İMKB’de işlem gören işletmelerin günlük 2.seans kapanış fiyatlarından yararlanılarak günlük verimleri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

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

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

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

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

Uygulamamızda bir hisse senedinin, endeks’e göre (t) dönemindeki ortalama anormal getirisi (abnormal return-AR_t); hisse senetlerinin endekse göre (t) günündeki anormal getirilerinin (ar) eşit ağırlıklı aritmetik ortalamasıdır.

Burada t günündeki anormal getiri ise hisse senedinin t günündeki getirisi ile endeksin t günündeki getirisi arasındaki farktır. Olağan dışı getiri (Abnormal Return), pazar genelindeki sistematik etkiler dışında gerçekleşen tahmin edilemeyen hisse senedi değer değişimidir. Diğer bir deyimle, olağan dışı getiri pazar hareketlerinden bağımsızdır.

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

Birleşme sonrası performans ölçümü yapmak için Göreceli Refah Göstergesi (Wealth Realive:WR) den yararlanılacaktır. WR değeri 1 den büyük çıktığında hisse senedi getirisinin endeksten fazla getiri sağladığı, 1 den küçük çıktığında ise hisse senedi getirisinin endeksten daha az getiri sağladığı sonucu çıkmaktadır. Şimdi bunları denklemler yardımıyla gösterirsek;

$$(AR_t) = 1/n \left(\sum_{i=1}^n ar_{i,t} \right) \quad (\text{Denklem 2})$$

$$(CAR_t) = \left(\sum_{i=1}^n ar_{i,t} \right) \quad (\text{Denklem 3})$$

$$WR_{it} = \frac{1 + 1/n \left(\sum_{i=1}^n Ri,t \right)}{1 + 1/n \left(\sum_{i=1}^n Rm,t \right)} \quad (\text{Denklem 4})$$

WR = (1 + hisse senetlerinin t günlük ortalama getirisi) / (1 + endeksin T günlük ortalama getirisi)

C.Uygulama Sonuçları

Uygulamanın ilk kısmında fiyatların istatistiksel analizleri sonucunda şirketlerin, 3 tanesinde 5 ve 10 günlük analizlerde test sonucu P değerleri önem seviyesi 0.05' den büyük olduğundan Ho hipotezi kabul edilir. Yani bu şirketler için birleşmenin 5 ve 10 günde hisse senedi fiyatını etkilemediği ifade edilebilir. Diğer bütün durumlarda test sonucu P değerleri önem seviyesi 0.05' den küçük olduğundan Ho hipotezi kabul edilemez. Yani diğer bütün durumlarda şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatını etkilediği ifade edilebilir.

Tablo 8: Bağımlı t test Sonuçları

	5 GÜN	10 GÜN	20 GÜN	30 GÜN	180 GÜN
	Test Sonucu	Test Sonucu	Test Sonucu	Test Sonucu	Test Sonucu

	P Değeri	P Değeri	P Değeri	P Değeri	P Değeri
Ak-Al	0,170*	0,299*	0,000	0,000	0,000
Arçelik	0,388*	0,596*	0,001	0,000	0,000
Ayen	0,251*	0,415*	0,014	0,000	0,000
Koç	0,010	0,000	0,000	0,000	0,000
Pınar Su	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000

*0.05 önem seviyesinde şirket birleşmeleri hisse senedi fiyatını etkilememektedir.

Analiz sonucunda H1 hipotezi kabul edilen bütün durum ve şirketler için aşırı kazanç, pazara göre düzeltilmiş aşırı getiri, endekse göre birikimli ortalama anormal getiri ve göreceli refah göstergeleri hesap edilecektir.

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

ŞİRKETLER	BİRLEŞME ÖNCESİ			BİRLEŞME SONRASI		
	AR	CAR	WR	AR	CAR	WR
Koç	0,00205*	0,01025*	1,002054*	0,009029*	0,045143*	1,008787*
Pınar Su	-0,0028	-0,01402	0,997215	0,019941*	0,099707*	1,019913*

5 günlük analiz sonucunda birleşme öncesinde 1 şirketin +AR ve +CAR elde ettiği birleşme sonrasında ise 2 şirketin de +AR ve +CAR elde ettiği görülmektedir. Ayrıca WR değerlerine baktığımızda birleşme öncesinde 1 şirket 1 in üzerinde getiri sağlarken, birleşme sonrası 2 şirkette de 1 in üzerinde WR değeri elde edildiği görülmektedir.

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

ŞİRKETLER	BİRLEŞME ÖNCESİ			BİRLEŞME SONRASI		
	AR	CAR	WR	AR	CAR	WR
Koç	0,000462*	0,004623*	1,000459*	0,001684*	0,016841*	1,001669*
Pınar Su	-0,00274	-0,02735	0,997281	0,012494*	0,124944*	1,012473*

10 günlük analiz sonucunda birleşme öncesinde 1 şirketin +AR ve +CAR elde ettiği birleşme sonrasında ise 2 şirketin de +AR ve +CAR elde ettiği görülmektedir. Ayrıca WR değerlerine baktığımızda birleşme öncesinde 1 şirket 1 in üzerinde getiri sağlarken, birleşme sonrası 2 şirkette de 1 in üzerinde WR değeri elde edildiği görülmektedir.

Tablo 11: *T-20, T+20 Elde Tutma Dönemi (20 günlük) AR, CAR, WR Değerleri*

ŞİRKETLER	BİRLEŞME ÖNCESİ			BİRLEŞME SONRASI		
	AR	CAR	WR	AR	CAR	WR
Ak-Al	-0,00623	-0,12468	0,987586	-0,01017	-0,20332	0,994327
Arçelik	0,002977*	0,059542*	0,999752	0,032569*	0,651377*	1,022497*
Ayen	0,002841*	0,056827*	1,004669*	0,016904*	0,338074*	1,019971*
Koç	0,006266*	0,125316*	1,003622*	0,000876*	0,017521*	1,003042*
Pınar Su	-0,00217	-0,0435	0,995642	0,002984*	0,059678*	0,999926

20 günlük analiz sonucunda birleşme öncesinde 3 şirketin +AR ve +CAR elde ettiği birleşme sonrasında ise 4 şirketin de +AR ve +CAR elde ettiği görülmektedir. Ayrıca WR değerlerine baktığımızda birleşme öncesinde 2 şirket 1 in üzerinde getiri sağlarken, birleşme sonrası 3 şirkette de 1 in üzerinde WR değeri elde edildiği görülmektedir.

Tablo 12: *T-30, T+30 Elde Tutma Dönemi (30 günlük) AR, CAR, WR Değerleri*

ŞİRKETLER	BİRLEŞME ÖNCESİ			BİRLEŞME SONRASI		
	AR	CAR	WR	AR	CAR	WR
Ak-Al	-0,00765	-0,22939	0,992372	-0,00301	-0,09017	0,996992
Arçelik	-0,00085	-0,02539	0,999155	0,013826*	0,414775*	1,013707*
Ayen	-0,00027	-0,00809	0,999729	0,009849*	0,295473*	1,00985*
Koç	0,003434*	0,103013*	1,003435*	0,002585*	0,077559*	1,002581*
Pınar Su	-0,00372	-0,11153	0,996292	0,004115*	0,123456*	1,004105*

30 günlük analiz sonucunda birleşme öncesinde 1 şirketin +AR ve +CAR elde ettiği birleşme sonrasında ise 4 şirketin +AR ve +CAR elde ettiği görülmektedir. Ayrıca WR değerlerine baktığımızda birleşme öncesinde 1 şirket 1 in üzerinde getiri sağlarken, birleşme sonrası 4 şirkette de 1 in üzerinde WR değeri elde edildiği görülmektedir.

Tablo 13: T-180, T+180 Elde Tutma Dönemi (180 günlük)
AR, CAR, WR Değerleri

ŞİRKETLER	BİRLEŞME ÖNCESİ			BİRLEŞME SONRASI		
	AR	CAR	WR	AR	CAR	WR
Ak-Al	0,000175	0,03143	1,000174	-0,00109	-0,19619	0,998911
Arçelik	-0,00025	-0,04484	0,999751	0,003284	0,591171	1,003276
Ayen	-0,0011	-0,19846	0,998895	0,000691	0,124407	1,000689
Koç	0,000124	0,022365	1,000124	-0,00018	-0,0328	0,999818
Pınar Su	-0,00209	-0,37604	0,997919	-0,00021	-0,03859	0,999786

180 günlük analiz sonucunda birleşme öncesinde 2 şirketin +AR ve +CAR elde ettiği birleşme sonrasında ise 2 şirketin +AR ve +CAR elde ettiği görülmektedir. Ayrıca WR değerlerine baktığımızda birleşme öncesinde 2 şirket 1 in üzerinde getiri sağlarken, birleşme sonrası 2 şirkette de 1 in üzerinde WR değeri elde edildiği görülmektedir.

V. Sonuç

Çalışmada, 2008-2009 yılları arasında birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşen 5 şirketin ilk olarak hisse senedi kapanış fiyatları istatistiksel olarak analiz edilmiştir. Fiyatların istatistiksel analizleri sonucunda şirketlerin, 3 tanesinde 5 ve 10 günlük analizlerde birleşmenin hisse senedi fiyatını etkilemediği, diğer bütün durumlarda ise şirket birleşmelerinin hisse senedi fiyatını etkilediği ifade edilebilir. Birleşme sonucunda istatistiksel olarak hisse senedi fiyatının etkilendiği günler için hisse senedi fiyatları ve endeks kapanış fiyatları yardımı ile endekse göre aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği ölçülmüştür.

Sonuç olarak bu dönemde gerçekleşen satın alma ve birleşmeleri incelediğimizde 180 günlük dönemde endekse göre olağan dışı bir getirinin elde edilemediği görülmektedir. 5 ile 30 gün arası daha kısa vadelerde ise az da olsa endekse göre aşırı getiri elde etmek mümkündür.

Şirket birleşme ve devralmalarının asıl amacı, işletmenin piyasa değerini artırmaktır. Fakat elde ettiğimiz sonuçlara göre şirketlerin piyasa değerinin arttığı yönünde görüş bildirmek olanaksız görülmektedir.

Kaynaklar

- Akgüç, Ö. (1998), Finansal Yönetim, (İstanbul: Avcıol Basım Yayın)
Arnold, G. (2005), The Handbook of Corporate Finance, Pearson Education, England.

- Arslan, H. B. (2006), Birleşme – Satın almalar Stratejik İttifaklar ve İnsan Kaynakları, <http://www.businessstomorrow.net/birlesme.htm>. Erişim Tarihi:10.02.2012.
- Aydın, N. (2004), Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi, içinde: Haluk SUMER, Helmut Pernsteiner (ed.) Şirket Birleşmeleri, (İstanbul, Alfa Yay), 193-211.
- A, Sing. (2002), “Capital Account Liberalization, Free Long Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development”, *ESRC Centre For Business Research, University of Cambridge Working Paper*, No:245, s. 7-9.
- Balaban, Ö., Yıldırım Okutan, E. (2009), “Ekonomik Krizlerin Bir Sonucu Olarak Stratejik İşbirlikleri ve Şirket Birleşmelerinde Yönetimsel Uyumun Değerlendirilmesine Yönelik Bir Araştırma”, *Journal of Azerbaijan Studies*, s.299.
- Besley, S., Brigham Eugene, F. (2008), *Essential of Managerial Finance*, 14.baskı, , Thomson Education South Western, USA.
- Brealey, R., Myers, S., Marcus, A. (2007), *İşletme Finansının Temelleri*, Literatür yay. İstanbul.
- Ceylan, A. (2003), *İşletmelerde Finansal yönetim*, 8.basım, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Galpin Timothy, J., Herndon, M. (2007), *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, John Wiley&Sons, Inc. Second Edition, , San Francisco.
- Gaughan Patrick A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Fourth Edition, Hoboken, NJ: John Wiley&Sons INC.,2007, 31.
- Gerbaud Ricardo, R., York Anne, S. (2007), “Stock Market Reactions to Knowledge-Motivated Acquisitions, içinde: Cary L. COOPER, Sydney Finkelstein (ed.) *Advances in Mergers and Acquisitions*, Volume 6, 127-156. Elsevier Ltd, , United Kingdom.
- Gökbel, S. (2004), *Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık*, içinde: Haluk SUMER, Helmut Pernsteiner (ed.) *Şirket Birleşmeleri*, (İstanbul, Alfa Yay), 213-230.
- Halibozek Edward, P., Kovacich Gerald, L. (2005), *Mergers and Acquisitions Security*, s.5-6, Elsevier Inc.
- Kandemir, T. (2003). “Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerine Finansal Etkisi ve İMKB’deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma”, *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Afyon Kocatepe Üniversitesi SBE, s. 120-121.
- Öztunalı, A. (2008), “Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı” *Yayınlanmamış doktora tezi*, Ankara üniversitesi, Ankara.
- Özdamar, K. (2011), *Paket Programlar İle İstatistiksel Veri Analizi*, 8. Baskı, Kaan Kitabevi.
- Reed, S.F. (1999). “Lajoux, A.R., *The Art of M&A, A Merger / Acquisition/ Buyout Guide*”, McGraw-Hill, New York, , s. 67-69.

- Sağlam, N., Şengel, S. (2004), Şirket Birleşmeleri ve Muhasebeleştirilmesi, içinde: Haluk SUMER, Helmut Pernsteiner (ed.) Şirket Birleşmeleri, (İstanbul, Alfa Yay), 305 – 326.
- Wernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M. (2009), Corporate Finance Theory and Practice, John Wiley & Sons Ltd, Second Edition.
- Yılıgör, A. (2002) "Şirket Birleşmeleri, Ele Geçirme ve Devralma İşlemlerinin Makro Ekonomik Etkileri", *Öneri Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt:5, Sayı 18, 119-126.
- Yörük N., Ban, Ü. (2006), "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi", *Muhasebe ve Finansman*, Sayı:30, s.88-101.
- Kim, K.H. (1998). Determinants of Successful Acquisition Management: A Process Perspective in the Lodging Industry, Ph.D. Thesis, Department of Hospitality and Tourism Management, Virginia Polytechnic Institute and State University. <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-72098-16051/unrestricted/CHAPTER2.PDF>, s.22, Erişim Tarihi:14.05.2011
- Limoncuoğlu L., "Türk Hukukunda Şirket Evlilikleri Prosedürü",<http://www.izto.org.tr/IZTO/TC/Web+Servisler/Uzman+Kosesi/hukuk/hukuk4.htm> Erişim Tarihi:10.05.2011
- Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu, www.ey.com
www.belgeler.com
<http://www.businessstomorrow.net/birlesme.htm>
<http://www.yatirimlar.com/content/view/54757/31/> "Mergers and Acquisitions in Turkey reached 10 billion euros by Q3"
<http://www.mergermarket.com/events/>
http://www.kpmg.com.tr/dbfetch/52616e646f6d49565bc68a15c253a514f2a206984460b937/turkish_mid_market_m_a.pdf
<http://www.vergiportali.com/doc/21122006BIRLESME.pdf>
<http://www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html>
www.imkb.gov.tr
www.kap.gov.tr
<http://www.ikademi.com/isletmeler-arasi-iliskiler/1269-sirket-birlesmeleri-ve-satin-almalari.html>
http://unctad.org/en/docs/wir2009_en.pdf
Reuters Global M&A Summit, <http://uk.reuters.com/summit/Acquisitions11>
<http://www.fturka.com/ekonomi/72773-sirket-birlesmeleri.html> 10.05.2011
<http://www.baktabul.net/ekonomi-isletme/26232-sirket-birlesmeleri.html>
10.05.2011
<http://www.ikademi.com/isletmeler-arasi-iliskiler/416-turkiyede-sirket-birlesmeleri-tarihsel-surec.html> 15.05.2011