

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

**SATINALMA VE BİRLEŞME STRATEJİLERİNİN ŞİRKET
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Endüstri Müh. Işıl ÜNLÜ

Anabilim Dalı: ENDÜSTRİ MÜHENDİSLİĞİ

Programı: MÜHENDİSLİK YÖNETİMİ

HAZİRAN 2007

**SATINALMA VE BİRLEŞME STRATEJİLERİNİN ŞİRKET
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Endüstri Müh. Işıl ÜNLÜ

507031218

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 7 Mayıs 2007

Tezin Savunulduğu Tarih: 11 Haziran 2007

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Seçkin POLAT

Diğer Jüri Üyeleri: Prof. Dr. Haluk ERKUT

Doç. Dr. Yasemin C. ERENSAL (Doğuş Üniversitesi)

HAZİRAN 2007

ÖNSÖZ

Organizasyonların varlığını sürdürme, büyüme ve gelişmek için uyguladıkları stratejilerden biri de satınalma ve birleşme stratejileridir. Ancak fayda yaratmak için gerçekleştirilen bu stratejilerin sonucunda beklenen sonuçları olumsuz etkileyen çeşitli etkenler ile de karşılaşabilmektedir.

Yapılan bu çalışma ile Türkiyede'deki İMKB'ye kotalı şirketlerin uyguladıkları satınalma ve birleşme stratejilerinin pazar performanslarına etkileri incelenmeye çalışılmıştır.

Yukarıda bahsi geçen tez çalışmamın her aşamasında beni yönlendiren tez danışmanım Sayın Seçkin POLAT'a, Sezi Çevik'e, bana her zaman destek olan arkadaşlarıma ve her zaman yanımda olan sevgili aileme teşekkür ederim.

Haziran 2007

Işıl ÜNLÜ

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR LİSTESİ	v
TABLO LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
SUMMARY	ix
1. GİRİŞ	1
2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE	3
2.1. Büyüme Stratejisi	4
2.2. Şirket Birleşmeleri (Mergers)	5
2.3. Şirket Birleşmeleri Nedir?	5
2.4. Şirket Birleşmeleri Çeşitleri	5
2.5. Satın Almalar (Acquisitions)	6
2.6. Satın Alma Tanımları	6
2.7. Devralma Çeşitleri	7
2.8. Satın Alma ve Birleşme Nedenleri	8
2.9. Satın Alma ve Birleşmelerin Performansını Etkileyen Faktörler	10
2.10. Birleşme ve Satın Almaların Başarısı	11
2.11. Türkiye’de Şirket Birleşme ve Satın Almaları	13
2.12. Birleşme ve Satın Almalarla İlgili Kanuni Düzenlemeler	17
3. SATINALMA VE BİRLEŞMELERİN GETİRİSİNİN ÖLÇÜMÜ	24
3.1. Sermaye Piyasası	24
3.2. Hisse Senedi Performanslarının Ölçümü	24
3.3. Olağandışı Getiri	25
3.4. Etkin Pazar Hipotezi	25
3.5. Kümülatif Olağandışı Getiri	27
3.6. Satın Al ve Tut Olağandışı Getiri	29
3.7. Olağandışı Getirilerin Hesaplanması	31
3.7.1. Beklenen değerin “Referans Portfolyosu” ile hesaplanması	31
3.7.2. Referans Portfolyosu Kullanımında Gözlemlenen Eğilimler	33
3.7.3. Beklenen Değerin “Kontrol Firması” ile Hesaplanması	33

3.8.	BHAR ile CAR Arasındaki Farklar	35
3.9.	Literatür Araştırmasının Sonuçları	39
4.	CAR ÖLÇÜMÜ	43
4.1.	Satınalma ve Birleşme İstatistikleri	43
4.2.	Hipotezler	45
4.3.	Olayların CAR ile İncelenmesi	45
4.3.1.	İMKB Satınalma ve Birleşme Olaylarının CAR Analizi	46
4.3.2.	Satınalma ve Birleşmeler için CAR Analizi	47
4.3.3.	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi için CAR Analizi	47
4.3.4.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü için CAR Analizi	48
4.3.5.	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü için CAR Analizi	49
4.3.6.	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü için CAR Analizi	49
4.3.7.	Holdingler ve Yatırım Şirketleri için CAR Analizi	50
4.3.8.	Gıda, İçki ve Tütün Sektörü için CAR Analizi	51
5.	SONUÇLAR VE TARTIŞMA	52
	KAYNAKLAR	55
	EKLER	59
	ÖZGEÇMİŞ	63

KISALTMALAR LİSTESİ

AMEX	: American Stock Exchange
CAR	: Kümülatif Olağandışı Getiri (Cumulative Abnormal Return)
BHAR	: Satın Al ve Tut Olağandışı Getiri (Buy and Hold Abnormal Return)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
M&A	: Satınalma ve Birleşme (Mergers and Acquisitions)
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	: New York Stock Exchange

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1.	Rekabet Kurulu Birleşme ve Devralma Dosyalarının Türlerine Göre Dağılımı.....	14
Tablo 2.2.	Rekabet Kurulu Birleşme ve Devralma Dosyalarının Sektörel Bazda Dağılımı.....	15
Tablo 2.3	Rekabet Kurulu Birleşme ve Devralma Dosyalarının Mali Yapılarına Göre Dağılımı.....	16
Tablo 3.1.	Olağandışı getirileri hesaplama metodları.....	35
Tablo 4.1.	İncelenen Olay ve Tahmin Pencereleri	45
Tablo 4.2.	Örneklemin CAR analizi	46
Tablo 4.3.	“Satınalma” olaylarının CAR analizi	47
Tablo 4.4.	“Satınalma ve Birleşme” olaylarının CAR analizi	47
Tablo 4.5.	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü CAR Değerleri.....	48
Tablo 4.6.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü CAR Değerleri.....	48
Tablo 4.7.	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü CAR Değerleri	49
Tablo 4.8.	Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü CAR Değerleri	50
Tablo 4.9.	Holdingler ve Yatırım Şirketleri CAR Değerleri	51
Tablo 4.10.	Gıda, İçki ve Tütün Sektörü için hesaplanan CAR Değerleri	51
Tablo 5.1.	Örneklemin CAR Değerleri.....	52
Tablo 5.2.	“Satınalma” olaylarının CAR analizi	52
Tablo 5.3.	“Satınalma ve Birleşme” olaylarının CAR analizi	53
Tablo 5.4.	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü CAR Değerleri	53
Tablo 5.5.	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü CAR Değerleri.....	53
Tablo 5.6.	Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü CAR Değerleri	53
Tablo 5.7.	Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü CAR Değerleri	54
Tablo 5.8.	Holdingler ve Yatırım Şirketler CAR Değerleri	54
Tablo 5.9.	Gıda, İçki ve Tütün Sektörü CAR Değerleri	54

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1	: Watson Wyatt Araştırmasına Göre Birleşme ve Satınalma Nedenleri	8
Şekil 2.2	: İlgili Endüstride Birleşen 20 Şirketin Birleşme Öncesi ve Sonrası Performansları	11
Şekil 2.3	: KPMG'nin Araştırmasına Göre Birleşmelerde Başarı Oranları	12
Şekil 2.4	: Avrupa'daki Birleşme ve Satın Almaların Başarı Kriterleri	13
Şekil 3.1	: Tahmin Penceresi-Olay Penceresi	27
Şekil 3.2	: CAR ve BHAR arasındaki farkın gösterilişi	36
Şekil 3.3	: Hedef Firmaların ortalama CAR değerlerinin kıyaslanması	40
Şekil 3.4	: Alıcı Firmaların ortalama CAR değerlerinin kıyaslanması	40
Şekil 4.1	: Satınalma ve Birleşme Olaylarının Yıllar Bazında Dağılımı	43
Şekil 4.2	: Büyüme Stratejilerinin Dağılımı	43
Şekil 4.3	: Satınalma ve Birleşmelerin Dağılımı.....	44
Şekil 4.4	: Satınalınan Firmaların Dağılımı	44
Şekil 4.5	: Sektörler Bazında Olayların Dağılımı	44
Şekil 4.6	: Olayların CAR değerlerinin Dağılımı	46
Şekil 4.7	: Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi CAR Değerleri.....	47
Şekil 4.8	: Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü CAR Değerleri	48
Şekil 4.9	: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü CAR Değerleri.....	49
Şekil 4.10	: Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü CAR Değerleri	50
Şekil 4.11	: Holdingler ve Yatırım Şirketleri CAR Değerleri	50
Şekil 4.12	: Gıda, İçki ve Tütün Sektörü CAR Değerleri	51

ÖZET

Satınalma ve Birleşme stratejilerinin yarattığı olağandışı getiri performansını analiz etmek için farklı yöntemler bulunmaktadır. Bu konudaki literatür incelendiğinde hisse senedi değerlerinin, şirketlerin gelecekteki nakit akışının iskonto edilmiş değerini ve ilgili tüm bilgileri yansıttığı farzedildiğinden bu amaçla analiz edilmesinin yaygınlaştığı görülür.

Bu çalışmada İMKB'ye kotalı şirketlerin Ocak 1998-Haziran 2006 tarihleri arasında gerçekleştirmiş oldukları satınalma ve birleşme stratejileri incelenerek stratejilerin kısa vadede şirket Pazar değeri üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. Bunun için 16 sektörde satınalınan şirketlerin yönetiminin el değiştirdiği 72 olay incelenmiştir.

Çalışmanın başında “satınalma” ve “satınalma ve birleşme” kavramları ile ilgili bilgiler verilmiştir. Üçüncü bölümde uygulamada kullanılan olay analizi yöntemlerinden olan CAR (Cumulative Abnormal Return) ve BHAR (Buy and Hold Abnormal Return) metotları tanıtılmıştır. Dördüncü bölümde İMKB'ye kotalı şirketler tarafından gerçekleştirilen 72 olay için CAR hesaplamaları yapılmış, örneklemin tümü ve sektörler bazında şirketlerin pazar değerlerindeki kısa vadeli etkilerin analizi yapılmıştır.

Sonuç bölümünde elde edilen veriler yorumlanarak satınalma ve birleşme stratejilerinin kısa vadede şirket performansını nasıl etkilediği değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, satınalma ve birleşme stratejilerinin kısa vadede satınalma yapan firmanın pazar değerini pozitif olarak etkilediği ve sektörel farklılıklar bulunduğu ispatlanmıştır.

SUMMARY

There are several methods to analyze effects of Mergers and Acquisitions (M&A) on the performance of companies. When we review the literature we see that analysing stock prices has become popular as they are supposed to reflect the true value of firms, because they are assumed to reflect the discounted value of all future cash flows and incorporate all relevant information.

In this study, short term effect of M&A, carried out by firms quoted to the İstanbul Stock Exchange (İMKB), has been analyzed from January 1998 through June 2006. 72 events in which management shift occurred has been analyzed.

At the beginning of the study, Merger and Acquisition approaches are mentioned. In the third section, procedures for use of two main event study techniques, Cumulative Abnormal Return (CAR) and Buy and Hold Abnormal Return (BHAR) are outlined. In section four, CAR values of each event, average CAR of sample and markets are computed, test statistics is used to assess whether average cumulative abnormal return is significantly different from zero.

We conclude this work with a discussion of our results from CAR analyzes. Our analysis indicates that, M&A decisions effect firms stock market price positively. When we benchmark market samples we find that abnormal returns differ for markets.

1. GİRİŞ

Yakın dönemde gerçekleşen teknolojik gelişmeler, Avrupa Birliği'nde sınırların kalkması gibi gelişmeler rekabeti arttırmıştır. Bu artan rekabet firmaların varlığını sürdürebilmeleri için doğru ve zamanında stratejik kararlar vermeye zorlamaktadır. Belli başlı stratejilerden biri olan satınalma ve birleşme işlemlerinde yoğun bir artış yaşanmaktadır.

Şirketler rekabet edici ölçek yaratmak, pazar payı kazanmak, operasyonel sinerji elde etmek, yeni pazarlara ulaşmak, maliyetleri azaltmak, yeni teknolojiler elde etmek ve faaliyet alanını geliştirmek gibi nedenlerle satınalma ve birleşme kararları alabilmektedir. Ancak bu gibi amaçlarla yola çıkan firmalar her zaman istedikleri sonucu elde edemeyebilmekte, olumsuz sonuçlarla karşı karşıya kalabilmektedir.

Bu çalışmanın amacı şirketlerin satınalma ve stratejilerinin şirket performansını kısa vadede ve uzun vadede nasıl etkilediğini ortaya koymaktır. Literatürü incelediğimizde Satınalma ve Birleşmelerin başarısının değerlendirmek için kullanılan bir çok yöntem kullanıldığını görebiliriz. Yöneticiler muhasebedeki karlarını farklı prosedürler kullanarak idare edebilirler. (Benston, 1982) Diğer yandan hisse senedi fiyatları içeriden idare edilmeye o derecede müsait değillerdir.

Bir firmanın pazar performansı; hisse senedi piyasasının genel bir göstergesi olan hisse senedi endeksleri, endeks kapsamındaki hisse senetlerinin getirileri baz alınarak değerlendirilir. Olay analizi metodu muhasebe bazlı karlılık analizlerine duyulan ihtiyacı ortadan kaldırdığı için popüler bir metot olmuştur. (McWilliams ve Siegel, 1997). Literatürde olay analizinin kullanıldığı pek çok alan bulunmaktadır. Firmalar açısından olay analizinin yönteminin yararı bir olay ortaya çıktığında oluşan olağandışı performansın büyüklüğünün hissedarların varlığında yarattığı etkiyi ölçmesidir. Hisse senetlerinin olağandışı getirileri, kısa dönemde CAR (Cumulative Abnormal Return) ile incelenmektedir. Çalışma içerisinde CAR ve uzun dönemli analizlerde kullanılan BHAR (Buy and Hold Abnormal Return) metotlarının uygulanmasına yönelik prosedürler anlatılacaktır.

Satın alma ve tutma stratejisinin dayandığı en güçlü varsayımlardan birisi Etkin Pazar Hipotezidir (Efficient Market Hypothesis). Olay analizi yöntemi etkin Pazar hipotezi varsayımına dayanarak firmanın hisse değerinin şirketin değerini ve gelecekteki kar beklentisini yansıttığını kabul eder. Satınalma ve Birleşmelerin duyurusunun yapıldığı günlerde pazar yeni bilgiyi “öğrenir” ve bu yeni bilgiyi kullanarak yeni bir düzeyde yeniden ayarlar. İMKB borsası halen gelişimini sürdürmekte olan bir pazardır.

Çalışma kapsamında İMKB’ye kotalı olan şirketlerin haberleri incelenerek Ocak 1998-Haziran 2006 tarihleri aralığında alınan şirketin yönetiminin el değiştirmesi ile sonuçlanan satınalma ve birleşme kararları belirlenmiştir. Yapılan bu inceleme ile 16 farklı sektörde yeralan 47 şirket tarafından gerçekleştirilen 72 adet satınalma ve birleşme tespit edilmiştir.

Satınalma ve birleşme stratejilerin firmalar üzerindeki kısa vadeli etkilerini değerlendirmek üzere 72 olay için CAR hesaplamaları yapılmıştır. Örneklemin tümü ve sektörler bazında ortalama kümülatif olağandışı getiriler hesaplanmıştır.

Sonuç bölümünde kısa vadeli ve uzun vadeli analizlerin sonuçları değerlendirilmiş, sektörel kıyaslamalar yapılmıştır.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Strateji kelimesi uzun yıllardır kullanılmaktadır. Ancak gerçekten ne anlama geldiği hala tartışılmaktadır. Bu tanımların en eskileri arasında yer alan bir Yunan Generali stratejiyi bir savaş sanatı olarak tanımlamıştır. Günümüze gelindiğinde ise bir yönetim stili olarak ele alınmaktadır. Aşağıda stratejiye ait farklı tanımlar verilmiştir:

En eski tanım: “Strateji, daha büyük savaş operasyonlarını ve askeri hareketleri planlama ve yönetme sanatıdır.”

“Strateji içinde farklı faaliyetleri barındıran tekil ve değerli bir pozisyon yaratmaktır.”(Porter,1996)

“Strateji organizasyonun çevre ile ilişkilerinin düzenlenmesine yol gösteren ve içsel politikaları ve süreçleri şekillendiren, kararlardan oluşan bir kalıptır”(Hambrick, 1981)

“Strateji üst düzey yöneticinin çevresindeki fırsatlar ve tehditler ile şirketin güçlü ve zayıf yönleri ve yönetsel değerleri göz önüne alarak yaptığı kapsamlı planlar ve aksiyonlardır” (Chandler, 1962)

“Strateji, üst düzey yöneticilerin çıktılara ulaşmak için organizasyonun misyon ve hedeflerine uygun olarak ortaya koydukları planlardır.” (Mitzberg ve diğ.1998)

“Strateji doğal rekabeti yönetmektir.”(Henderson, 1989)

Stratejinin çok yönlü karakteri ve endüstriyel belirsizliklerden etkilenmesi kesin ve tüm araştırmacılar tarafından kabul gören bir strateji teorisin oluşmasını engellemektedir.

Ancak stratejistlerin anlaştıkları alanlar da vardır. (Chafee,1985) Bunlar:

En temel kabullenme stratejilerin organizasyon ve çevresi ve bu ikisi arasındaki kopmaz bağ ile ilgilendiğidir. Organizasyonlar stratejileri değişen çevre koşullarına ayak uydurmak için kullanırlar.

Stratejinin özü kompleksliği içinde barındırır. Çünkü çevredeki hızlı değişimler stratejinin yapısını, planlanabilmesi ve tekrarlanabilmesini zorlaştırır.

Strateji organizasyonların sadece çevresi ile ilişkilerini değil tüm başarısını etkiler.

Strateji hem davranışları(içerik), hem de bu davranışlara karar verme prosesini (proses) içinde barındırır.

Stratejiler tamamen düşünülmüş (delibarete) değildir. Niyetlenilen(intended), gerçekleşen(realized) ve gelişen (emegent) stratejiler vardır.

Stratejiler farklı seviyelerde oluşurlar. Firmalar hem hangi işleri yapmaları gerektiği ile ilgilenen topluluk stratejilerine (corporate), hem de her işte nasıl rekabet etmeleri gerektiği ile ilgilenen iş (businees) stratejilerine sahiptirler.

Strateji analitik çalışmaların yanında kavramsallığı da içinde barındırır. Bazı yazarlar stratejinin analitik kısmıyla daha çok ilgilenseler de çoğu stratejinin organizasyonun yöneticileri tarafından yaratılan kavramlar olduğu konusunda hem fikirdir.

2.1. Büyüme Stratejisi

Günümüzde şirketlerin temel amacı yaşamlarını sürdürmektir. Bunun için şirket kar etmek zorundadır. Şirketler karlılığını sürdürebilmek için, piyasa paylarını korumak, daha etkin piyasalar bulmak, yeni ürünler üretmek, kısacası büyümek ve gelişmek zorundadır.

Tam rekabet şartlarının yoğun olarak yaşanması, dağıtım kanallarının etkin kullanımı sonucunda ufak ve yerel pazarların küçülmesi, teknolojik gelişmelerin gerek üretim hattı gerekse yeni mamul geliştirilmesinde kolaylıklar sağlaması, işletmelerin faaliyetlerini sürdürmelerinde rekabet güçlerini ön plana çıkarmaktadır.

Büyük ölçekli faaliyet gösteren şirketler, araştırma geliştirme faaliyetlerine büyük kaynaklar bulabilmekte, ucuz hammadde sağlayabilmekte, finansal açıdan güçlü olabilmekte, maliyetleri düşürücü politikalar izleyebilmekte ve bu sayede daha etkin bir yapıya sahip olabilmektedirler. (Banerjee ve Eckard, 1998)

İşletmelerin nasıl büyüyeceği sorunu ise büyüme yöntemlerini tercih etmeleri ile ilgili bir durumdur (Dinçer, 2003). İşletmelerin kendi kaynakları ile büyüme olarak nitelendirilebilecek iç büyüme ve diğer firmaların imkanları ile kendi imkanlarını birleştirerek büyüme olarak ifade edilebilecek dış büyüme alternatifleri bulunmaktadır (Eren, 2000).

İşletmelerin büyümesi otofinansman, kaynakların alıkonması ve borçlanma yoluyla olabileceği gibi satınalma, müşterek yatırım, lisans anlaşmaları ve birleşme gibi dışsal büyüme stratejileriyle de olabilmektedir. (Aydinoğlu, 2002).

Bu çalışmada dışsal büyüme stratejilerinden satınalma ve birleşme üzerinde durulacaktır. İngilizce literatürde birleşme (merger) ve satınalma (acquisition) kelimelerinin baş harflerinin birlikte kullanılması (M&A) ile ifade edilen bu faaliyetler, şirketlerin uyguladıkları hızla yaygınlaşan bir dış büyüme stratejisidir (Arslan, 2001).

Birleşme ve devralma süreçleri, çoğu zaman eşanlamlı kullanılsa da bu çalışmada bu iki strateji aynı anlamda kullanılmayacaktır.

2.2. Şirket Birleşmeleri (Mergers)

Şirket birleşmeleri (mergers), firmaların büyüme yolunda izledikleri bir stratejidir.

2.3. Şirket Birleşmeleri Nedir?

Birleşme, iki veya daha fazla şirketin tüm kaynaklarını biraraya getirerek, hukuki varlıklarını kaybetmeleri ve ortaya yeni bir işletme olarak çıkmaları stratejisidir (Dinçer, 1998). Baş'a (1990) ve Weston'a (1965) göre bu tip birleşme konsolidasyon (consolidation) olarak adlandırılmaktadır.

2.4. Şirket Birleşmeleri Çeşitleri

İşletmelerin birleşerek büyümelerinde uygulanabilecek bir yöntem; eski şirketler hukuki varlıklarını korurken, daha üst konumda bir ana şirket teşkil edilerek, küçük şirketlerin buna bağlanmasıdır. Ancak birleşmeler; serbest rekabet ortamını kaldırdığı, tekelleşmeye sebep olduğu, karları aşırı artırdığı, tüketicinin ve kamunun aleyhine daha pahalı ve kalitesiz mal üretimini teşvik ettiği gerekçesiyle devlet tarafından anti-tröst kanunlar yoluyla kontrol edilmektedir.

Ekonomistler, aynı düzeyde ekonomik faaliyette bulunulup bulunulmamasına bağlı olarak şirket birleşmelerini gruplamışlardır. Bu ayrım, şirket birleşmelerinin ekonomik kategorilerini tanımlamak adına da önemlidir (Weston vd., 1990).

- Yatay Birleşmeler (Horizontal Mergers): Yatay birleşmeler, aynı türden iş faaliyetini yürüten ve aynı türden iş faaliyeti alanında rekabet eden iki firmayı içerir (Weston vd., 1990). Yatay birleşmeler, satın alan firmanın faaliyetini birincil mamuller yönünde geliştirmektedir. Örneğin, bir et işleme firmasının bir diğerini satın alması yatay birleşmedir (Bolten&Conn, 1981).
- Dikey Birleşmeler (Vertical Mergers): Dikey bütünleşme, üretim sürecinin birbirini takip eden aşamalarındaki girdi-çıktı (input-output) alışverişinin piyasa yerine firma içinde gerçekleştirilmesi durumunu ortaya çıkarır. Üretimde birbirini takip eden bu aşamalar, dikey bütünleşmeyi gerçekleştiren firmanın sahipliğinde ve kontrolü altındadır. (Davut, 1994) Örneğin, ilaç endüstrisinde yeni ilaçların Ar&Ge'si, ilaçların üretimi ve ilaçların pazarlanması ayrılabilir (Weston vd., 1990).
- Çapraz (Çok Yönlü) Birleşmeler (Conglomerate Mergers): Çapraz birleşmeler, birbiriyle bağlı olmayan tipte iş faaliyetleriyle ilgilenen firmalar arasında gerçekleşir (Weston vd., 1990). Yani, bir firmanın satın alma yoluyla kendi mamulleri ve coğrafi pazarlarıyla hiç ilişkisi olmayan mamul ve coğrafi pazarlar yönünde genişlemesidir. Çapraz birleşmeler ürün ya da pazar genişlemesini amaç edinerek yapılabilir (Bolten&Conn, 1981).

2.5. Satın Almalar (Acquisitions)

Satın almalar veya devralmalar, şirket birleşmeleri gibi büyüme stratejileri arasında yer almaktadır.

2.6. Satın Alma Tanımları

Satın alma stratejisi, gerçekte, birleşmenin değişik bir şeklidir. Şirket, yeni bir pazara girmek veya mevcut pazarda etkililiğini artırmak amacıyla tatmin edici bir şekilde çalışmayan bir başka işletmeyi kendi bünyesine dahil eder (Dinçer, 1998). Bu tip birleşme acquisition olarak adlandırılırken Baş'a (1990) ve Weston'a (1965) göre bu durum devralma yoluyla birleşme/merger olarak ele alınmıştır. Bu çalışmada satın alma kavramına bakış açısı, Dinçer'in (1998) ele aldığı şekilde olacaktır.

Satın alma kavramına getirilen diğer tanımlar şunlardır (Clark, 1991).

- Kiralama ve leasing işlemlerini de kapsamak kaydıyla, hibe, devralma ve takas yolu ile elde etme.
- Bir şirketin aktiflerinin bir başka şirket tarafından geniş bir operasyonla satın alınması.
- Bir şirketin mevcut hisselerinin ağırlıklı miktarının başka bir şirket tarafından satın alınması.

Satın almayı birleşme stratejilerinden ayırdeden özellik, bir işletmenin alacak ve borçlarıyla birlikte tüm varlıklarının satın alan işletmenin varlıklarına eklenmesidir. Birleşme stratejisinde bütün işletmeler hukuki varlıklarını kaybederek yeni bir işletme olarak ortaya çıkarken, satın alma stratejisinde diğer işletmeler, satın alan işletmenin kimliğine bürünmektedir. Böylece satın alan işletme hukuki varlığını devam ettirirken, diğerleri ortadan kalkar ve piyasaya yeni hisse senetleri sunulmaz (Dinçer, 1998).

2.7. Devralma Çeşitleri

Şirket devralma yaklaşımları, hedef şirket ve müşteri şirketin sürece yaklaşımlarına göre değişkenlik göstermesine rağmen genel olarak dört ana yaklaşım altında toplanabilir (Alberts ve Segall, 1967).

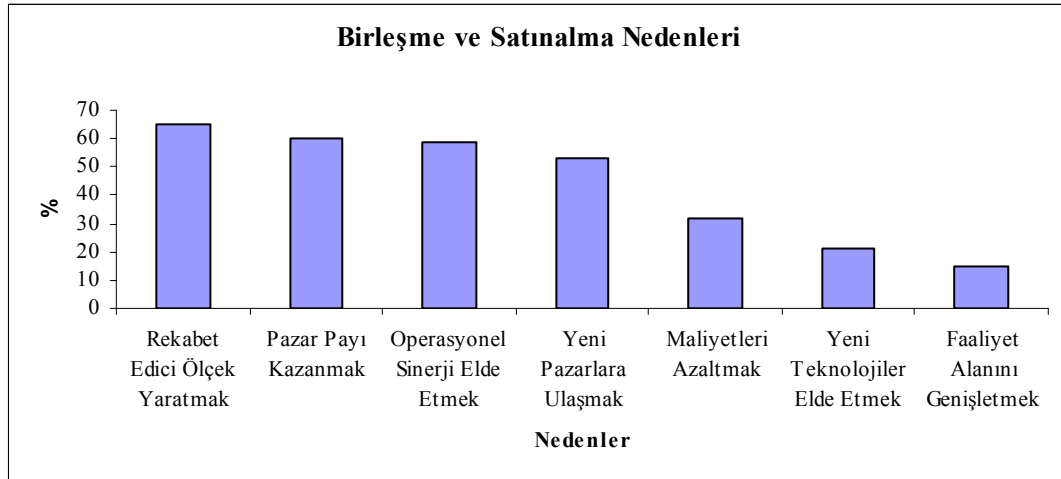
- Devralma: Bu yaklaşımda ana şirket, diğer şirketin tüm operasyonlarını ve kurum kimliğini üzerine alır. Bu tip uygulama hızlıdır ve belirsizliklere yer vermez. Ancak organizasyonda motivasyonu yüksek tepkiler ve düşmanlar yaratır, diğer şirketteki kalifiye elemanlar işten ayrılabilir, kanuni ve sosyal açıdan ters tepkiler yaratabilir.
- Yapılandırma: Bu yaklaşımda ana şirket, diğer şirketin kimliği üzerinde yeni düzenlemeler yapar. Avantajı; diğer şirketin değerli kaynaklarının korunması, yönlendirilmesi ve hızlı bir uygulama sağlamasıdır. Dezavantajı ise; ana şirketin ancak ikincil bir sistem önerebilmesidir. Firma ürünleri farklılaşması azaldıkça müşterilerin kafası karışır, diğer şirketin çalışanları için zor günler yaşanabilir.
- Yeniden Strateji Oluşturma: Bu yaklaşımda her organizasyonun en iyi süreçleri birleştirilir. Çalışanların bu yapıyı desteklemesi, değişime katılımı ve derin bağlılık bu yaklaşımın avantajları arasında yer alırken; yavaş uygulama,

değerlendiriciye bağlı değişkenlik gösterme ve pratik olmaması bu yaklaşımın dezavantajlarıdır.

- Konfederasyon: Bu yaklaşımda her iki organizasyon desteklenir veya kendi hallerine bırakılır. Bu tip devralmalar, sadece finansal şirketlerin devralmaları için geçerlidir, kendi organizasyonunu yönetmek isteyen müteşebbisi motive eder. Ancak ana şirket, kontrolü eline alacak kadar diğer şirketin iş yapma şekillerine hakim olamaz, borç yükü arttıkça nakit akışı problemleri ortaya çıkar.

2.8. Satınalma ve Birleşme Nedenleri

Şekil 2.1.'deki grafik, Watson Wyatt Worldwide tarafından gerçekleştirilen “Birleşmeler ve Satınalmalar Araştırması 2000” raporuna göre Avrupa'daki şirketlerin birleşme nedenlerini oranları ile birlikte göstermektedir.



Şekil 2.1: Watson Wyatt Araştırmasına Göre Birleşme ve Satınalma Nedenleri, 2000

Ticaret şirketlerinin birleşme nedenleri şöyle sıralanabilir.

- Şirketler arası rekabetin ortadan kaldırılması,
- Birbirlerini tamamlayan işlerle uğraşan işletmelerde girdi akışını kolaylaştırmak ve
- Büyük sermaye sağlamak (Bektöre ve diğerleri, 2000)

Şirket birleşme nedenleri, önem sıralamasına göre genel nedenler ve ayrıntılı nedenler olarak başka bir kaynakta şöyle sıralanmaktadır.

- Genel Nedenler

- Mevcut rekabeti ortadan kaldırmak ve
- Sermaye artırmak (finansal büyüme)
- Ayrıntılı Nedenler:
 - En Önemli Neden:
 - Daha hızlı büyüme
 - Orta Dereceli Önemli Nedenler
 - Çeşitlendirme yoluyla risk dağıtma,
 - Ürün programını geliştirme ve genişletme (Ar-Ge çalışmaları),
 - Hisse senedinin piyasa değerini yükseltme,
 - Pazar payını artırma ve
 - Ölçek ekonomilerinden yararlanma
 - Az Önemli Nedenler:
 - Coğrafi olarak genişleme,
 - Teknik bilgi ve uzmanlığın (know-how) satın alınması,
 - Mevsimsel ve dönemsel satış dalgalanmalarının dengelenmesi (satışı yaz mevsiminde artıp kışın azalan bir işletme ile satışı kış mevsiminde artıp yazın azalan bir işletmenin birleşmesi gibi),
 - İşletmenin güç ve prestijini artırma,
 - İşletmenin atıl fonlarını değerlendirme,
 - Yetenekli ve uzman yöneticilere sahip olma,
 - Vergi avantajından yararlanma,
 - İşletmenin dağıtım kanallarını ve arz üzerindeki denetimi artırma (tekelci amaçlar),
 - İleride olabilecek bir satınalmaya karşı işletmeyi korumadır. (Müftüoğlu, 1989)

Genel olarak birleşme ve satınalmaların altında yatan nedenler, aşağıda özetlendiği gibidir.

- Rekabet edilebilir bir iş ölçeği yakalamak,
- Stratejik büyüme,
- Değer yaratmak,
- Yeni pazarlara girmek,
- Yeni coğrafyalara girmek,
- Pazar payını korumak/artırmak,
- Maliyetleri azaltmak,
- Yeni ürünler/hizmetler elde etmek,
- Yeni teknolojilere sahip olmak,
- Finansal sıkıntılardan kurtulmak,
- Riski azaltmak/yaymak,
- Vergide avantaj elde etmek,
- Verimliliği artırmak,
- Teknik bilgi akışını hızlandırmak,
- Patent açısından güç kazanmak ve şirketin kötü yönetilmesidir.

Yukarıdaki noktalardan farklı olarak günümüz satınalma ve birleşmelerine yön veren entelektüel sermaye olduğu olgusu kabul edilmektedir. Günümüzde bir şirketi başka bir şirket için cazip yapan faktörler o şirketlerin maddi varlıklarından (hard assets), entelektüel sermayesine (soft assets) doğru kaymaktadır. Artık şirketler, diğerinin ileri teknoloji ile çalışan makineleri ve tesisleri için değil; elde tuttuğu patentler, müşterilerinin değeri, uzmanlık alanları, bilgi sermayesi ve çalışanlarının nitelikleri nedeniyle birleşme ya da satınalma yoluna gitmektedirler. (Arslan, 2004)

2.9. Satınalma ve Birleşmelerin Performansını Etkileyen Faktörler

Şirketler yukarıda sayılan faydaları elde etmek üzere satınalma ya da birleşme gerçekleştirmiş olabilirler. Ancak tüm bu faydaların yanında şirketler, birleşme ve satınalmalarda beklenen sonuçları olumsuz etkileyen çeşitli etkenler ile karşılaşabilmektedir. Bunlar aşağıda özetlendiği gibidir.

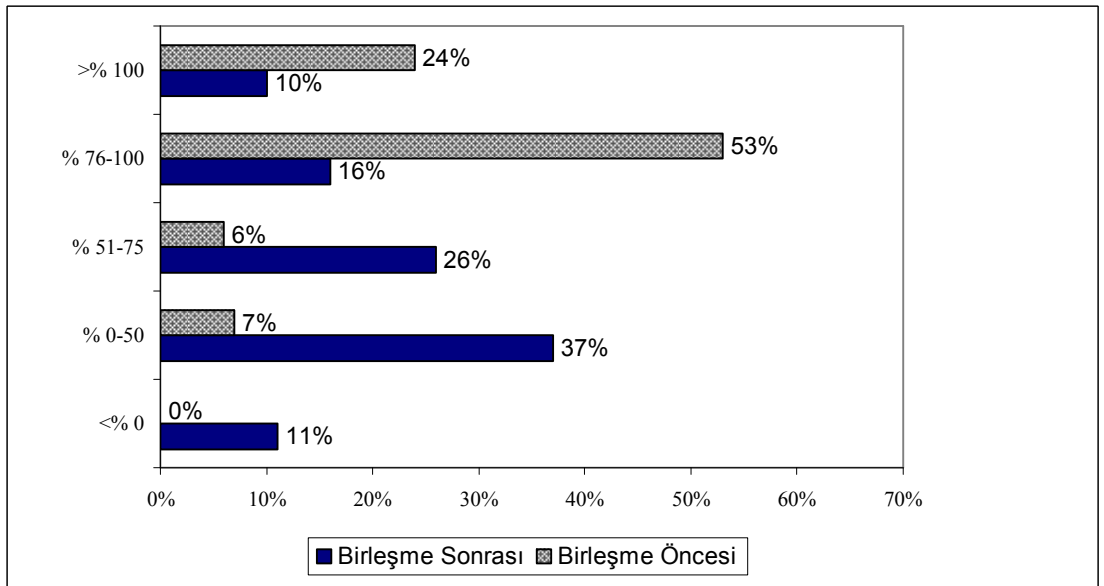
- Kontrol kaybı

- Kültür  atışmaları
-  ıkar  atışmaları
- Beklenen değerlerin oluşturulamaması
- Siyasi iktidarsızlık
- Yüksek enflasyon
- Hukuki problemler
- Bilgi yönetiminin etkin gerçekleştirilememesi,
- Güven zedelenmesi
- Müşteri ve tedarikçi ilişkilerindeki anlaşmaların eksikliği (Ayşegül, 2006)

2.10. Birleşme ve Satınalmaların Başarısı

şirket Birleşmeleri ve satınalmalarında başarının anlamı, her iki taraf için de başarılı bir anlaşma ve başarılı bir entegrasyondur. Burada bahsedilen başarı uzun vadeli bir başarıdır.

Ancak bugüne kadar birleşme ve satınalmalar hakkında yapılan araştırmalar, birleşme ve satınalmalarda hedeflenen başarı düzeyinin yakalanamadığını göstermiştir.

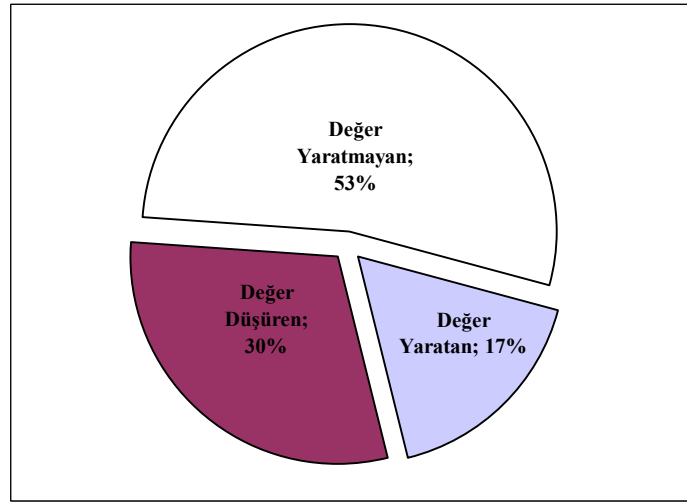


şekil 2.2: İlgili Endüstride Birleşen 20 şirketin Birleşme  ncesi ve Sonrası Performansları, 1994

1994 yılında yapılan ve son zamanlarda birleşen 20 şirketin birleşme öncesi ve sonrası performansları, Şekil 2.2.'deki grafikte görülmektedir. Şekilde görüldüğü üzere pek çok firma birleşme sonrası değer yaratmaktan ziyade değer yıkımına neden olmuştur. Bu araştırmada kullanılan performans kriteri satışların getirisi (Copeland ve diğerleri, 1994)

ABD'li Mercer Management Consulting şirketi tarafından gerçekleştirilen 1988-1997 arasındaki 300 büyük birleşmeyi inceleyen ekonomist dergisinin Ocak – 1998 sayısında yayınlanan bir araştırmaya göre birleşen şirketlerden % 50'si hisse sahiplerine sektör ortalamalarından daha az getiri sağlamıştır (Economist, 1998)

Şekil 2.3.'teki grafikte KPMG Danışmanlık Şirketi'nin 1999 yılında yaptığı araştırma sonuçlarının yer aldığı “Mergers & Acquisitions: A Global Research Report” çalışmasına göre birleşmelerdeki başarı oranları gösterilmektedir.



Şekil 2.3: KPMG'nin Araştırmasına Göre Birleşmelerde Başarı Oranları, 1999

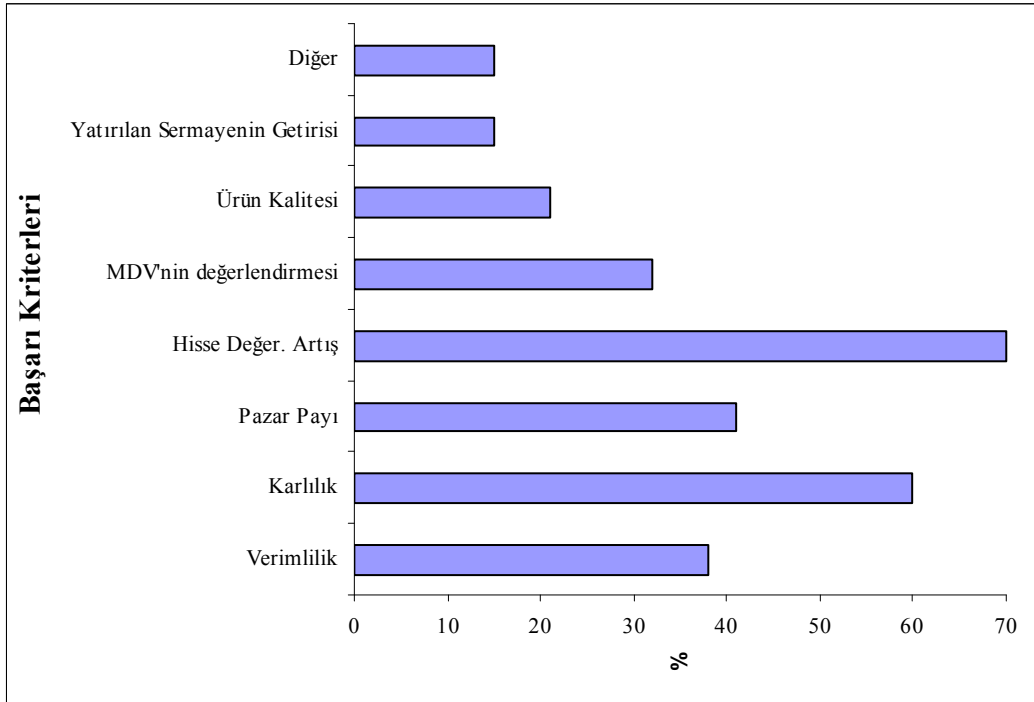
Yukarıdaki sonuçlara göre şirket birleşme ve satınalmalarının sadece % 17'si ek değer yaratmayı başardığı halde diğer yarısı hiç değer yaratamamıştır.

1998 yılında ABD'de 7.700 adet birleşme gerçekleşmiştir. Bınlardan % 30'u kendilerini birleşmeye yönelten amaçlara ulaşmıştır (Overman, 1999)

Şirketlerin birleşme ve satınalmadaki başarılarını ölçen çeşitli kriterler vardır. Bu kriterlerden bazıları Pazar payını yükseltmek, maliyetleri azaltmak, satış gelirini artırmak ve hisse değerini yükseltmektir. (Ayşegül, 2005)

Şekil 2.4.'deki grafik, Watson Wyatt Worldwide tarafından gerçekleştirilen “Birleşme ve Satın Almalar Araştırması 2000” Raporuna göre Avrupa'daki şirketlerin birleşme başarısını ölçmekte kullanılan kriterlerin dağılımını göstermektedir.

Grafikte görüldüğü gibi şirketlerin Satın Alma ve Birleşme başarılarının ölçülmesinde en çok kullanılan yöntem Hisse Değeri artışlarının değerlendirilmesidir. Biz de çalışmamızda Satın Alma ve Birleşmelerin performansını incelerken hisse değerlerindeki değişimleri inceleyeceğiz.



Şekil 2.4: Avrupa'daki Birleşme ve Satın Almaların Başarı Kriterleri, 2000

2.11. Türkiye’de Şirket Birleşme ve Satın Almaları

Türkiye’de şirket birleşme ve satın alma faaliyetleri, ekonomik ve politik şartlara göre 1990’lı yıllardan sonra başlamıştır. Şirket birleşme ve satın almalarındaki en önemli unsur olan sermaye konusunda ülkemizde yaşanan sıkıntılar azaldıkça birleşme ve satın alma işlemleri artış göstermiştir ve göstermeye de devam edecektir.

Bir firmanın bağımsızlığını kaybederek başka bir firma ile birleşmesi, firmalarına evlat muamelesi yapan ve aile üyelerince yönetilen Türk firmaları açısından pek istenen bir durum olmamaktadır. Bu açıdan bakıldığında acı bir reçete gibi görülen

birleşme stratejisinin avantajları, Türk firmalarınca oldukça geç keşfedilmiştir (Gökbel, 2004)

Türkiye’deki şirket birleşme ve satınalma işlemlerini yerli şirketler arası birleşmeler, yabancılarla Türk şirketler arasındaki birleşmeler ve yerli şirketlerin yurtdışı yatırımları olmak üzere üç grupta değerlendirebiliriz.

Türkiye’deki yerli birleşme ve satınalmalarda eğilim, büyük sermaye gruplarının çeşitli sektörlerden şirket satınalmaları yönündedir. En çok şirket satın almalarının görüldüğü sektörler ise perakende, finans, gıda ve bilişim teknolojileridir.

Rekabet Kurulu’ndan alınan bilgiye göre 1995-2001 yılları arasında yabancı şirketler ile Türk şirketleri arasındaki birleşme ve satınalmaların 129’u Rekabet Kurulu tarafından onaylanmış, bir tane birleşme ve satınalma onaylanmamıştır.

Türk firmalarının yurtdışında şirket satınalmaları ise oldukça yeni bir strateji olup hedef ülkeler genellikle Bulgaristan, Romanya, Türki Cumhuriyetler gibi coğrafi olarak Türkiye’ye yakın ve gelişmekte olan pazarlardır.

Aşağıdaki Tablo 2.1.’de Rekabet Kurulu Verilerine göre 1999 – 2004 yıllarında sonuçlanan Birleşme ve Devralma Dosyalarının Türlerine Göre Dağılımı verilmektedir. Birleşme/Devralma Dosyaları Sektörel bazda Tablo 2.2’de, Mali Yapılarına göre Tablo 2.3.’te sunulmaktadır. (Kapsam Dışı Dosyalar Yer almamaktadır)

Tablo 2.1: Rekabet Kurulu Birleşme ve Devralma Dosyalarının Türlerine Göre Dağılımı

İşlem	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Birleşme	5	13	6	14	7	7
Devralma	56	70	73	83	76	88
Ortak Girişim	5	11	7	6	9	8
Özelleştirme	2	6	0	0	14	19
Toplam	68	100	86	103	106	122

Tablo 2.2: Rekabet Kurulu Birleşme ve Devralma Dosyalarının Sektörel Bazda Dağılımı

SEKTÖRLER	Birleşme						Devralma						Toplam					
	99	00	01	02	03	04	99	00	01	02	03	04	99	00	01	02	03	04
Basın ve Yayın, Plak, Kaset vb. Kayıtlı Medyanın Çoğaltılması									2	1	1		0	0	2	1	1	0
Beyaz Eşya, Mobilya, Oyuncak, Spor Malzemeleri, Müzik Aletleri, Kuyumculuk										2	1		0	0	0	2	1	0
Büro Makineleri ve Bilgisayar					1			2		5	1		0	2	0	5	2	0
Cam ve Cam Ürünleri								1	1		1		0	1	1	0	1	0
Demir Çelik				1						1			0	0	0	2	0	0
Demir Dışı Metaller											1		0	0	0	0	1	0
Elektrik-Elektronik			1	1	1				3	3	4		0	0	4	4	5	0
Elektrik-Gaz-Su								1			2		0	1	0	0	2	0
Finansal Hizmetler (Bankacılık, Sigortacılık ve Diğer Mali Kuruluşlar)		1					2			5	1		2	1	0	5	1	0
Gıda Ürünleri ve İçecekler		1					6	6	1	7	9		6	7	1	7	9	0
İnşaat, Çimento ve Diğer İnşaat Malzemeleri								2	4	1	4		0	2	4	1	4	0
Kağıt Hamuru, Kağıt ve Kağıt Ürünleri				1						1	1		0	0	0	2	1	0
Kara, Hava, Deniz ve Demiryolu Taşıtları		1	1				3	4	5	4	2		3	5	6	4	2	0
Kimya ve Kimyasal Ürünler, PetroKimya, Petrol Ürünleri, Gübre	1	2		2	1			13	9	9	13		1	15	9	11	14	0
Maden ve Madencilik					1					1	1		0	0	0	1	2	0
Makine ve Teçhizat İmalatı	1							2	4	2	4		1	2	4	2	4	0
Pişmiş Kil ve Seramik													0	0	0	0	0	0
Plastik ve Kauçuk Ürünler										2	1		0	0	0	2	1	0
Sağlık, Eğitim, Spor, Diğer Hizmetler ve Serbest Meslek Faaliyetleri										2	1		0	0	0	2	1	0

SEKTÖRLER	Birleşme						Devralma						Toplam					
	99	00	01	02	03	04	99	00	01	02	03	04	99	00	01	02	03	04
Tarım ve Hayvancılık, Orman Ürünleri, Su Ürünleri											1		0	0	0	0	1	0
Tekstil ve Hazır Giyim, Deri ve Deri Ürünleri							2		1	1			2	0	1	1	0	0
Telekomünikasyon					1		1	1	1	3	3		1	1	1	3	4	0
Tıbbi Aletler, Hassas ve Optik Aletler							1				1		1	0	0	0	1	0
Turizm													0	0	0	0	0	0
Tütün Ürünleri							1				1		1	0	0	0	1	0
Ulaştırma								1	2	3	1		0	1	2	3	1	0
Diğer							1	2		2	2		1	2	0	2	2	0
Toplam	2	5	2	5	5	0	17	35	33	55	57	0	19	40	35	60	62	0

Tablo 2.3: Rekabet Kurulu Birleşme ve Devralma Dosyalarının Mali Yapılarına Göre Dağılımı

Mali Yapısı	Birleşme						Devralma						Toplam					
	99	00	01	02	03	04	99	00	01	02	03	04	99	00	01	02	03	04
Yabancı-Yabancı	2	4	2	3	2	3	8	19	17	28	29	48	10	23	19	31	31	51
Yerli-Yabancı		1			1		5	6	12	13	18	14	5	7	12	13	19	14
Yerli-Yerli				2	2	1	4	10	4	14	10	5	4	10	4	16	12	6
Toplam	2	5	2	5	5	4	17	35	33	55	57	67	19	40	35	60	62	71

Ernst&Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.'nin Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2002 raporuna göre, 2002 yılında Türkiye’de toplam 54 adet birleşme ve satınalma işlemi tamamlanmış, bunlardan sadece 34’ünün işlem değeri açıklanmıştır. Değeri açıklanmış birleşme ve satınalma işlemlerinin toplam değeri 613,7 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. İşlem değeri açıklanmamış işlemlerle ilgili tahminler de göz önüne alındığında, işlem hacminin 1 milyar ABD dolara yakın bir düzeyde gerçekleştiği sonucuna varılabilir. Yine raporda yeralan sonuçlara göre 2002 yılında satın alan tarafın Türk şirketi olduğu işlemlerin toplam değeri 367,5 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam, açıklanan toplam değer % 60’ını oluşturmuştur. Ancak, yabancı şirketlerin satın alan taraf olduğu, değeri

açıklanmamış işlemler ile ilgili tahminler göz önüne alındığında, yabancı şirketlerin alımlarının değerinin, türk şirketlerinin alımlarının değerini aştığı söylenebilir. Diğer yandan, 2002 yılında Avrupalı şirketler, gerçekleşen işlemlerin sayısındaki yüzde 24'lük payları ile öne çıkmışlardır. Birleşme ve satınalma işlemlerindeki hedef şirketlerin sektörel dağılımlarına bakıldığında ise gıda, enerji ve finansal hizmetler sektörlerinin işlem değeri olarak ilk üç sırayı paylaştığı görülür.

Ernst&Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.'nin Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2004 raporuna göre, 2003 yılında 80 adet birleşme ve satınalma işlemi gerçekleşmiştir. bu rakam 2002 yılında gerçekleşen 54 tane işleme bakıldığında önemli bir artış gibi gözüktü de aradaki farkın büyük bir kısmı özelleştirme projelerinden kaynaklanmaktadır. 2003 yılında 29 tane özelleştirme gerçekleşmiş, oysa 2002 yılının özelleştirme projeleri sadece iki proje ile sınırlı kalmıştır. 2003 yılında Türkiye'de gerçekleştirilen 80 işlemden 60 adedini Türk şirketler gerçekleştirmiştir.

Ernst&Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.'nin Türkiye'de önde gelen şirketlerin hissedar ve üst düzey yöneticileri ile 2003 yılı için gerçekleştirdiği bir anket çalışmasında “yabancı yatırımcıdan beklenen faydalar” sorulmuştur. Anket sonuçlarına göre Türk şirketlerinin öncelikle finansman desteği daha sonra, teknoloji ve yeni Pazar bekledikleri ortaya çıkmıştır. (Ernst&Young, 2004)

2.12. Birleşme ve Satınalmalarla İlgili Kanuni Düzenlemeler

Sermaye piyasası araçlarının değerini, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyecek her türlü bilginin, piyasa katılımcıları olan tasarrufçulara eşanlı, tam ve standart nitelikte açıklanma prensibi kamuyu aydınlatma ilkesinin uygulanmasını sağlamaktadır. Kamunun sürekli aydınlatılması için SPK'nın Seri:VIII No:39 “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”i kapsamında, menkul kıymetleri Borsa'da işlem gören şirketler ile ilgili ortaya çıkan önemli olay ve gelişmeler, bu şirketler tarafından kamunun aydınlatılmasından hareketle, SPK'ya ve Borsa'ya iletilmektedir (www.imkb.gov.tr).

Teşebbüsler, piyasalardaki durumlarını ve mali yapılarını güçlendirmek amacıyla diğer teşebbüslerle birleşme yoluna gidebilirler. Günümüzde sıkça görülen bu durum teşebbüslerin sağlıklı bir yapıya kavuşmasını ve maliyetlerini aşağı çekmelerini

sağlayıcı nitelikte olabilir. Bu tür birleşmeler yeni ürünlerin araştırılması ve geliştirilmesinde de teşebbüslere önemli avantajlar sağlamaktadır. (www.rekabet.gov.tr)

Birleşmelerin ve devralmaların gerektiği şekilde gerçekleşmesini ve devam etmesini sağlamak adına birtakım kanuni düzenlemelerin getirilmesi gerekmektedir. Türk yasalarında şirket birleşmeleri ve devralmaları temelde;

- Türk Ticaret Kanunu’nun 146-151. ile 451. maddeleri
- 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun’un 7. maddesi
- Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 37-39. maddeleri
- 12.08.97 ve 1997/1 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğin 2. maddesi ile kontrol edilmektedir.

Hukuki anlamda birleşme, “iki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir” (TTK, m. 146). TTK’ya göre;

- Birleşme yalnız aynı nev’iden olan şirketler arasında caizdir. Şu kadar ki, birleşme bakımından kolektif ile komandit şirketler ve anonim ile sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, aynı nev’iden sayılır (m. 147).
- Birleşme için ilgili şirketlerin, mukavelelerinin değişmesi hakkındaki usul ve şartlar dairesinde, ayrı ayrı karar vermeleri ve bu kararın tescil ve ilan olunması gerekir (m. 148).
- Birleşen şirketlerin her biri, aralarında tespit edilecek bir örneğe göre tanzim edilmiş olan bilançosunu ilan eylemeye ve birleşme sebebiyle varlıkları sona eren şirketler ise ayrıca kendilerine ait borçların ne suretle ödeneceğine dair tanzim edecekleri beyannameyi bilanço ile ilana mecburdurlar (m. 149).
- Birleşme kararı, ilan gününden itibaren üç ay sonra hüküm ifade eder. Şu kadar ki; ilandan önce birleşen şirketler borçlarını ifa yahut borca tekabül eden parayı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasına yahut muteber diğer bir bankaya tevdi etmiş veyahut alacaklılar, şirketlerin birleşmesine razı olmuş ise birleşme kararı ilan gününden itibaren hüküm ifade eder. Borç karşılığının

bankaya tevdi keyfiyetinin ilanı lazımdır. Birleşen şirketlerin alacaklılarından her biri ilandan itibaren üç ay içinde salâhiyetli mahkemeye müracaatla birleşmeye itiraz edebilir. İtiraz hakkında vazgeçilmedikçe yahut bu husustaki itirazın reddine dair mahkemece verilen karar kat'ileşmedikçe veyahut mahkemece takdir edilecek teminat şirket tarafından verilmedikçe birleşme hüküm ifade etmez (m. 150).

- Yukarıdaki maddede tayin olunan müddet içinde itiraz edilmemişse, birleşme muamelesi kat'ileşir ve kalan yahut yeni kurulan şirket, ortadan kalkan şirketlerin yerine geçer. Bunların bütün hak ve borçları, kalan veya yeni kurulan şirkete intikal eder. şirketlerin birleşmesinden yeni bir şirket meydana gelmişse, keyfiyetin ayrıca tescil ve ilanı zaruridir (m. 151).

Hukuki anlamda devralma; en az bir anonim ortaklığın, tüm aktif ve pasiflerini bütün olarak başka bir anonim ortaklığa devrederek tasfiyesiz dağılması ve devralan ortaklığın pay senetlerinden devralınan ortaklığın ortaklarına verilmesi, devralan ortaklığın pay senetlerinden devralınan ortaklığın tüzel kişiliğini devam ettirmesi durumudur.

TTK'nın 451. maddesine göre; "bir anonim şirket diğer bir anonim şirket tarafından bütün aktif ve pasifleriyle devralınmak suretiyle infisah ederse aşağıdaki hükümler tatbik olunur":

1. Devralan şirketin idare meclisi infisah eden şirketin alacaklılarını tasfiye hakkındaki genel hükümlere göre davet eder.
2. İnfisah eden şirketin malları, borçları tediye veya temin edilinceye kadar ayrı olarak ve devralan şirket tarafından idare olunur.
3. Devralan şirketin idare meclisi azaları, alacaklılara karşı infisah eden şirket mallarının ayrı olarak idaresini temin hususunda şahsen ve müteselsilen mesuldürler.
4. Malların ayrı olarak idare edildiği müddet içinde infisah eden şirkete karşı açılacak davalarda salâhiyetli mahkemenin salâhiyeti bakidir.
5. İnfisah eden şirketin alacaklılarıyla devralan şirket alacaklıları arasındaki münasebetlerde devralınan ve ayrı idareye tabi olan mallar aynı müddet içinde infisah eden şirketin malları sayılır; devralan şirketin iflasında bu mallar ayrı bir

masa teşkil eder ve icap ediyorsa münhasıran infisah eden şirket borçlarının ödenmesinde kullanılır.

6. Her iki şirket malları, ancak infisah eden bir anonim şirket mevcudunun pay sahiplerine dağıtılması caiz olduğu anda birleştirilebilir.
7. Şirketin infisahı, ticaret siciline tescil olunur. Şirket borçları tediye veya temin edildikten sonra ticaret sicilinden infisaha ait kayıt silinir ve keyfiyet ilan olunur.
8. İnfisahın tescilinden sonra devralan şirketçe infisah eden şirketin pay sahiplerine karşılık olarak verilecek hisse senetleri, birleşme mukavelesi hükümlerine göre kendilerine teslim olunur.

Birleşme ve devralmalar ile ilgili olarak TTK'nın yanı sıra Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun'un da getirdiği bazı düzenlemeler mevcuttur. Bu düzenlemenin nedeni; her birleşmenin tüketici lehine sonuçlar doğurmayabileceği gerçeğidir. Bazı firma evlilikleri piyasada rekabet ortamını bozacak nitelikte çok güçlü teşebbüslerin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, hangi tür birleşme ve devralmaların ekonomik etkinliği artırdığının, hangilerinin rekabeti önemli ölçüde sınırladığının belirlenmesi gereği birleşme ve devralmaların kontrolünü zorunlu kılmaktadır. Hakim durum yaratan ya da pazarda hakim durumda olan bir teşebbüsün bu konumunu güçlendiren türde birleşme, devralma ve ortak girişimlerin Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanunca yasaklanması da bu amaca yönelik bir düzenlemedir. Hakim durumda olan bir teşebbüs, rakiplerinin baskısından uzak bir şekilde ürettiği mal ve hizmetleri maliyetinin çok üstünde fiyatlarla satma imkanına sahip olabilmektedir. Toplumsal refah bu durumda yalnızca yüksek fiyatlardan dolayı değil, ürün çeşitlerinin sınırlanması, yeni ve daha kaliteli ürünlerin geliştirilememesi nedeniyle de azalmaktadır. Birleşme ve devralmaların kontrolü yoluyla bu tür piyasa yapılarının oluşmasını engellemek Rekabet Kurumu'nun temel işlevlerinden biridir.

4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkındaki Kanun'un 7. maddesine göre; "Bir ya da birden fazla teşebbüsün hakim durum yaratmaya veya hakim durumlarını daha da güçlendirmeye yönelik olarak, ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma

yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır. Hangi tür birleşme ve devralmaların hukukî geçerlilik kazanabilmesi için Kurula bildirilerek izin alınması gerektiğini Kurul, çıkaracağı tebliğlerle ilan eder” (www.rekabet.gov.tr). Bunun dışında yine bu kanuna göre;

- 4. madde kapsamına giren anlaşma, uyumlu eylem ve kararlar yapıldıkları tarihten itibaren bir ay içinde Kurula bildirilir. Bildirilmemiş anlaşmalara muafiyet hükümleri uygulanmaz. Zamanında yapılmamış bildirimlere muafiyet verilmesi halinde muafiyet, bildirim tarihinden itibaren geçerlidir.

7. madde kapsamına giren birleşme veya devralma anlaşmaları Kurula bildirildiği tarihten itibaren Kurul, onbeş gün içinde yapacağı ön inceleme sonucunda birleşme veya devralma işlemine ya izin vermek ya da bu işlemi nihaî incelemeye almaya karar verdiği takdirde, ön itirazını bildiren yazısı ile birlikte birleşme veya devralma işleminin nihaî karara kadar askıda olduğunu ve uygulamaya sokulamayacağını, gerekli gördüğü diğer tedbirlerle birlikte ilgililere usulüne göre tebliğ etmek zorundadır. Bu durumda, bu Kanunun 40 ila 59 uncu maddeleri hükümleri uygulanır.

Kurulun süresi içinde birleşme veya devralmaya ilişkin müracaata herhangi bir cevap vermediği ya da herhangi bir işlem yapmadığı hallerde, birleşme veya devralma anlaşmaları bildirim tarihinden 30 gün sonra yürürlüğe girerek hukuki geçerlilik kazanır (m. 10).

Bildirilmesi zorunlu olan birleşme ve devralma işleminin Kurula bildirilmemiş olduğu hallerde, Kurul, herhangi bir şekilde işlemde haberdar olduğu zaman kendiliğinden birleşme veya devralmayı incelemeye alır. İnceleme sonucunda;

- a) Birleşme veya devralmanın 7. maddenin birinci fıkrası kapsamına girmediğine karar vermesi durumunda birleşme veya devralmaya izin verir, ancak ilgililere bildirimde bulunmadıkları için para cezası uygular.
- b) Birleşme veya devralmanın 7. maddenin birinci fıkrası kapsamına girdiğine karar vermesi halinde; para cezası ile birlikte, birleşme veya devralma işleminin sona erdirilmesine; hukuka aykırı olarak gerçekleştirilmiş olan tüm fiili durumların ortadan kaldırılmasına; şartları ve süresi Kurul tarafından belirlenecek şekilde ele geçirilen her türlü payın veya mal varlığının eğer mümkünse eski maliklerine iadesine, bu mümkün olmadığı takdirde üçüncü kişilere temlikine ve devrine; bunların eski malik veya üçüncü kişilere temlik edilmesine kadar geçen süre

içinde devralan kişilerin devralınan teşebbüslerin yönetimine hiçbir şekilde katılamayacağına ve gerekli gördüğü diğer tedbirlerin alınmasına karar verir (m. 11).

Tüm bu düzenlemeler çerçevesinde, esas sermaye sisteminde devralma prosedürü aşağıdaki adımları takiben gerçekleştirilmek zorundadır:

1. Genel kurullar tarafından ön izin verilmesi
2. Özel bağımsız denetim raporunun hazırlanması
3. Bilirkişi İncelemesi
4. Birleşme oranının belirlenmesi
5. Devir sözleşmesinin hazırlanması
6. Devir öncesi Sermaye Piyasası Kurulu'ndan (SPK) ön izin alınması
7. Esas sözleşme değişiklik taslağının hazırlanması
8. SPK'ya sözleşme değişikliği için izin başvurusu
9. Rekabet Kurulu'ndan onay alınması
10. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınması
11. Genel Kurulların onayı
12. Kayda alma başvurusu
13. Birleşme kararının, devir esas bilançolarının ve borçların ödenme esasının tescil ve ilanı
14. Esas sözleşmenin tescili
15. Devrolan şirketin ortadan kaldırılması
16. Hisse senetlerinin teslimi

Birleşme prosedürü ise aşağıdaki şekilde gerçekleşecektir:

1. Genel Kurullar tarafından ön izin verilmesi
2. Özel bağımsız denetim raporunun hazırlanması
3. Bilirkişi İncelemesi
4. Birleşme sözleşmesinin hazırlanması

5. SPK'dan ön izin alınması
6. Rekabet Kurulu'ndan onay alınması
7. Genel Kurulların onayı
8. Yeni şirketin kuruluş işlemleri
9. Ortadan kaldırılan şirketlerin alacak ve borçlarının yeni kurulan şirkete geçmesi
10. Hisse senetlerinin teslimi

3. SATINALMA VE BİRLEŞMELERİN GETİRİSİNİN ÖLÇÜMÜ

Literatürü incelediğimizde Satınalma ve Birleşmelerin başarısının değerlendirmek için kullanılan bir çok yöntem kullanıldığını görebiliriz. Yöneticiler muhasebedeki karlarını farklı prosedürler kullanarak idare edebilirler. (Benston, 1982) Diğer yandan hisse senedi fiyatları içeriden idare edilmeye o derecede müsait değillerdir. Hisse senedi fiyatlarının şirketin gelecekteki nakit akışının iskonto edilmiş değerini ve ilgili tüm bilgileri yansıttığı farzedilir, bu nedenle de firmanın gerçek değerini yansıtması beklenir. (McWilliams ve Siegel, 1997) Biz çalışmamızda karlılığın muhasebe tabanlı ölçümleri olan yöntemler yerine hisse senedi değerleri üzerinde çalışacağız.

3.1. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası, tasarruf fazlası olanlarla, yatırım projelerini gerçekleştirmek isteyen ve finansal açığı bulunanları bir araya getiren bir piyasadır. Daha genel bir tanımıyla sermaye piyasası, orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz talebinin aracı kuruluşlar ile ve menkul değerlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır. Bu piyasada fonlar genellikle, tahvil ve hisse senedi gibi uzun veya sonsuz vadeli finansal varlıklar karşılığında el değiştirir.

Modern finansman sistemi olarak kabul edilen sermaye piyasasında işlemler; yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki yardımcı kurumlar tarafından yerine getirilmektedir. Böylece tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın ekonomik kalkınmaya katılması sağlanmaktadır. (www.imkb.gov.tr).

3.2. Hisse Senedi Performanslarının Ölçümü

Finansal ekonomide yapılan son araştırmalar, kâr hissesi başlangıcı, hisse senedi bölünmeleri, kazançlar veya hisse senedi teklifleri gibi şirket olayları ve kararları sonrası ortaya çıkan hisse senedi getirilerinin uzun süreli davranışlarını analiz etmektedir. Bu araştırmalarda, örnek firmaların olay sonrası getiri performansları bir süre boyunca izlenmektedir. Olağandışı getirilerde ve empirik araştırmacıların uzun

sürekli olağandışı hisse senedi getirilerini belirlemede kullandıkları istatistiksel metotlarda büyük değişiklikler vardır. (İrem, 2006)

Literatürde olay analizinin kullanıldığı pek çok alan bulunmaktadır. Firmalar açısından olay analizinin yönteminin yararı bir olay ortaya çıktığında oluşan olağandışı performansın büyüklüğünün hissedarların varlığında yarattığı etkiyi ölçmesidir. Biz bu çalışmada kısa dönem için CAR ve uzun dönem için BHAR yöntemleriyle satınalma ve birleşmelerin hisse değerlerinde yarattığı değeri inceleyeceğiz.

3.3. Olağandışı Getiri

Olağandışı getiri (Abnormal Return), pazar genelindeki sistematik etkiler dışında gerçekleşen tahmin edilemeyen hisse senedi değer değişimidir. Diğer bir deyimle, olağandışı getiri pazar hareketlerinden bağımsızdır.

Olay İncelemelerde (event studies), olaydan kaynaklanan hisse senedi değerindeki tahmin edilemeyen değişimdir.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3.1)$$

R_{it} : örnek firmanın t aydaki aylık basit getirisi

$E(R_{it})$: t aydaki beklenen aylık getiri

AR_{it} : t aydaki olağandışı aylık getiri

Aylık Getiri, bir hisse senedinin bir ay boyunca elde tutulması sonucunda elde edilen getiriyi göstermektedir.

Olağandışı getirinin hesaplanabilmesi için olağan getirinin nasıl ortaya konacağına dair bir modelin oluşturulması gerekir. Beklenen getiri için kullanılan çeşitli modeller bulunmaktadır. Kullanılan yöntemler arasında eğilim hatası ve beklenen değerlerin hesaplanmasındaki hassaslık farklılıkları gösterir. Sonuç olarak beklenen getiri için kullanılan model olağandışı getirinin ölçümünü etkiler.

3.4. Etkin Pazar Hipotezi

Olay analizi yöntemi etkin Pazar hipotezi varsayımına dayanarak firmanın hisse değerinin şirketin değerini ve gelecekteki kar beklentisini yansıttığını kabul eder.

Satınalma ve Birleşmelerin duyurusunun yapıldığı günlerde pazar yeni bilgiyi “öğrenir” ve bu yeni bilgiyi kullanarak yeni bir düzeyde yeniden ayarlar. Satın alma ve tutma stratejisinin dayandığı en güçlü varsayımlardan birisi Etkin Pazar Hipotezidir (Efficient Market Hypothesis).

Sermaye pazarında yatırım yapan kişi ve kuruluşlar, yatırım yaptıkları pazarı iyi tanımak ve takip etmek ihtiyacı içerisinde bulunmaktadır. Aksi halde piyasada meydana gelebilecek olumlu ve olumsuz koşullardan etkilenerek, bazı durumlarda kâr fırsatlarını kaçıırır, bazı hallerde ise büyük zararlarla karşı karşıya kalabilirler. Bu nedenle bireysel ve kurumsal tüm yatırımcılar, genel ekonomi, sektörler ve yatırım yaptıkları kuruluşlarla ilgili olarak tüm ekonomik ve finansal bilgilere doğru ve hızlı bir şekilde ulaşmalıdır.

Ekonomik analizde kabul edilen en önemli varsayımlardan birisi “Etkin Pazar Hipotezi”ne göre, piyasada faaliyet gösteren tüm ekonomik aktörler piyasa koşullarından, mal ve hizmet fiyatlarından haberdar olabilmekte ve bilgilere kolayca ulaşabilmektedir. Ancak gerçek hayatta bilgi akışı kolay olmamakta, ekonomi ile ilgili tüm bilgilere, ilgililer kolayca ulaşamamaktadır. Bu durumda ekonomik verilere ulaşanlar ile ulaşamayan kişiler arasında önemli farklılıklar oluşmakta, haksız rekabet koşulları ortaya çıkmaktadır.

Ekonomik verilere bir çok kişi ve kuruluşun ulaşabilmesi, ekonominin gelişmişlik düzeyi ile yakından ilgilidir. Gelişmiş ülkelerde sermaye pazarlarında bilgi akışı çok çeşitli kanallardan düzenli ve tasnifli olarak sağlanmaktadır. Bu kanallar bazen resmi bazen özel kanallardan oluşur. Buna karşılık gelişmemiş ülkelerde ise bilgi akışları düzensiz ve eksik bilgilere dayanır ve yatırımcıların doğru karar vermelerinin önündeki en önemli engellerden birini teşkil eder.

Etkin Pazar Hipotezi, içinde bulunulan zamanın herhangi bir anında finansal varlıkların bütün bilgiyi yansıttığını ve herhangi bir anı bilgi girişinin de derhal bu finansal varlıkların fiyatına yansıdığını kabul eder. (Dobbins ve Witt, 1983)

Gruber ve Elton’un 1984 yılında yapmış olduğu çalışmada etkin pazar kavramıyla anlatılmak istenen, finansal varlıkların fiyatlarının elde edilebilir bütün bilgileri yansıttığı varsayımdır. Diğer bütün şartlar değişmediğinde bilginin tam yayılması ve herkes tarafından elde edilebilir olduğunun varsayılması, ilginin doğrudan risk ve getiri üzerinde yoğunlaşmasını kolaylaştırmaktadır (Gruber ve Elton, 1984).

Etkin pazar hipotezine göre fiyatları önceden tahmin edebilmek veya değişik model ve analizler sayesinde kâr elde edebilmek mümkün değildir. Çünkü fiyatlar tamamen yeni gelen haberlerin etkisiyle hareket etmekte ve haberi önceden bilemeyen bir insanın fiyatları da önceden tahmin edebilmesi mümkün değildir. Öte yandan, bu konu son yıllarda çokça eleştirilmektedir.

Sonuç olarak Etkin Pazar Hipotezi ile anlatılmak istenen, finansal varlıkların fiyatlarının elde edilebilir bütün bilgileri yansıttığı varsayımdır. Diğer bütün şartlar değişmediğinde bilginin herkes tarafından elde edilebilir olduğunun varsayılması nedeniyle zaten pazarın da bildiği bilgiyi kullanarak pazarı tutarlı bir şekilde daha iyi yapmanın mümkün olmadığını vurgular.

Etkin Pazar Hipotezi ile iki sonuç çıkar:

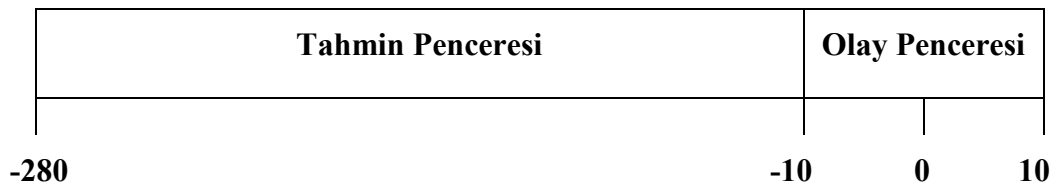
Aksi durum söz konusu olmadıkça pazar uzun vadede, pozitif (kazandırma) eğilimindedir.

Uzun vadede pazarın getirdiğinden sürekli daha fazla kazanabilmek mümkün değildir.

3.5. Kümülatif Olağandışı Getiri

Olağandışı getirileri ele alan araştırmaların çoğundaki genel yaklaşım, ya günlük ya da aylık anormal getirileri toplamaktır. Kümülatif olağandışı getiri (Cumulative Abnormal Return) yani CAR, hisse senedinin pazardaki gerçek değeri ile beklenen değeri arasındaki farkların kümülatif toplamıdır.

CAR ölçümünde olay analizi yöntemi dönemi, tahmin penceresi ve olay penceresi olmak üzere haberden önce ve haber dönemi olmak üzere ikiye böler. Şekil 3.1.'de yeralan örnekte tahmin penceresi haberden önce 280. günden olaydan önceki 11. güne kadar olan dönemi (270 gün), olay penceresi olay öncesinde ve sonrasında 10. güne kadar olan dönemi (21 gün) kapsamaktadır.



Şekil 2.7: Tahmin Penceresi-Olay Penceresi

Denklem olay penceresi için satınalmayı yapan şirketin hisse senedi getirisinin pazarın ortalama getirisi ile olan lineer ilişkisini tahmin etmek için kullanılır.

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

$E(R_{i,t})$ satınalma yapan şirketin bir satınalma ya da birleşme olayı i sonucunda t günü için elde ettiği getiriyi ifade eder. $R_{m,t}$ ortalama pazar getirisidir (örneğin Pazar endeksinin getirisi), β_i ve α_i firmaya özel katsayılarıdır, $\varepsilon_{i,t}$ ise hatayı belirtir.

Regresyonla tahmin edilen β_i , α_i ve olay penceresindeki ortalama pazar getirisi satınalma yapan firmanın olay penceresi döneminde elde ettiği getirinin “tahmin” edilmesinde kullanılabilir.

$$E(R_{i,\tau}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,\tau} \quad (3.3)$$

$E(R_{i,\tau})$ değeri bir satınalma ya da birleşme duyurusu yapılmamış olsaydı olay penceresinde pazar performansı bilindiğinde firma hisse senedinin normal olarak getirmesi beklenen getirisi olarak kabul edilebilir. Buradan yola çıkarsak verilen bir pencerede satınalma ya da birleşme haberinin yarattığı olağandışı getiri gerçekleşen getiri ile tahmin edilen getirinin farkıdır.

$$AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - R_{m,\tau} \quad (3.4)$$

CAR Kısa süreli getirilerin ölçümünde kullanılır. CAR’ın formülünün mantığında aylık basit faiz hesaplaması vardır. 21 günlük olay penceresindeki olağandışı getirilerin toplamı kümülatif olağandışı getiriyi oluşturur.

$$CAR_{i,\tau} = \sum_{\tau=1}^T AR_{i,\tau} \quad (3.5)$$

Olay penceresindeki olağandışı getiriler 3.3 regresyon modelinin hatalı bir tahmini olduğundan olağandışı getiriden istatistiksel sonuçlar çıkarmak mümkündür. Olağandışı getiriler standart sapma ile aşağıdaki gibi standardize edilerek Standart Olağandışı Getiri (SAR) hesaplanır.

$$SAR_{i,\tau} = AR_{i,\tau} / SD_{i,\tau} \quad (3.6)$$

$$SD_{i,\tau} = \left(s_i^2 \left[1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{m,\tau} - R_m)^2}{\sum_{t=1}^T (R_{m,t} - R_m)^2} \right] \right) \quad (3.7)$$

s_i^2 tahmin modelindeki hatanın varyansdır.

$$s_i^2 = \frac{\sum_{t=1}^T (\varepsilon_t - \bar{\varepsilon})^2}{T - 1} \quad (3.8)$$

R_m tahmin penceresinin ortalama getirisidir, T tahmin penceresindeki gün sayısıdır. T yine tahmin penceresindeki gün sayısını belirtirken τ olay penceresindeki bir zaman indeksidir.

Standardize edilmiş olağandışı getiriler k gün (olay penceresi) için toplanarak bir şirket için kümüle olağandışı getiri hesaplanabilir.

$$CAR_i = (1/k^{0,5}) \sum_{\tau=1}^k SAR_{i,\tau} \quad (3.9)$$

CAR_i değerlerinin bağımsız ve düzgün dağıldığı standart bir varsayımdır. Bu varsayımdan yola çıkarak CAR_i değerlerinin standart sapması olan $[(T-2)/(T-4)]^{0,5}$ 'e bölerek düzgün dağılan değişkenlere dönüştürürüz.

$$ACAR_i = 1/n * \frac{1}{[(T-2)/(T-4)]^{0,5}} \sum_{i=1}^n CAR_{i,\tau} \quad (3.10)$$

Ortalama Kümüle Olağandışı Getirinin anlamlı düzeyde 0'dan farklı olduğunu ortaya koyan istatistik aşağıdaki gibi oluşturulur. (McWilliams ve Siegel, 1997)

$$Z = ACAR_i * n^{0,5} \quad (3.11)$$

3.6. Satın Al ve Tut Olağandışı Getiri

Satın Al ve Tut Olağandışı getiri (Buy and Hold Abnormal Return) yani BHAR, uzun vadeli yatırım için satın alınan hisse senedinin pazardaki gerçek bileşik getirisi ile beklenen bileşik getirisi arasındaki farktır.

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})] \quad (3.12)$$

Uzun vadeli getirilerin ölçümünde kullanılır.

BHAR'ın formülünün mantığında aylık bileşik faiz hesaplaması vardır.

Eğer bir hisse senedinin aylık bileşik getirisi sabit ise T ay sonra bileşik getiri toplamı (4.7) nolu denklemdeki gibi olacaktır:

$$a.(1 + \frac{r_n}{n})^{n.t} \quad (3.13)$$

Bileşik getiri, bir hisse senedinin her ay sonunda satılıp tekrar alınması sonucunda başlangıç dönemindeki değerinin kaç katına ulaştığını göstermektedir. Bu çalışmada, bir aylık aralıklar bazında çalışılacağı ve veri olarak aylık getirilere bağlı kalındığı için dönem sayısı (n) bir olacaktır. Her ay için aylık bileşik getiri R_{it} 'nin sabit olduğu durumda formül, (3.14) nolu denklemdeki gibi olacaktır.

$$a.(1 + \frac{r_n}{n})^{n.t} \xrightarrow{n=1} a.(1 + r_n)^t \xrightarrow{Ri(sabit)} a.(1 + R_i)^t \quad (3.14)$$

Eğer aylık bileşik getiri (R_i) her t ay için farklı ise bu durumda T aylık toplam bileşik getiri (3.15) nolu aşağıdaki formülün sonucu olacaktır:

$$a \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) \quad (3.15)$$

Sonuç olarak, (3.1) nolu olağandışı getiri formülünü (3.15) nolu formüle yerleştirdiğimiz zaman bileşik olağandışı getiri (3.16) nolu formül elde edilir.

$$a \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E[R_{it}]) \right] = a.BHAR_{it} \quad (3.16)$$

Uzun vadeli yatırımların ölçümünde BHAR tercih edilmelidir. Bunun nedeni; CAR'ın kısa vadeli ölçümü esas aldığı için uzun vadede oluşacak bileşik getirilerin hesaplanmasında eksik kalmasıdır. Bununla beraber BHAR bileşik getiriye hesaba katar ve uzun vadede daha sağlıklı sonuç verir. Ayrıca uzun vadede hisse senedi değeri pazardaki iniş, çıkışlardan ve sapmalardan (volatility) etkilenmez.

3.7. Olağandışı Getirilerin Hesaplanması

BHAR, örnek firmanın aylık getirisinden beklenen değerin çıkarılması ile hesaplandığını önceki bölümde belirtilmişti. Kısa dönemde eğilimlerin, günlük ve aylık olağandışı getirilerin toplanmasıyla (CAR) ortaya çıktığı vurgulanmaktadır. Buna karşılık, uzun süreli hisse senedi getirilerinin (BHAR) gelişimine dair üç yöntemin performansını ampirik olarak değerlendirilmektedir.

Olağandışı getirinin hisse senedinin pazardaki gerçek değeri ile beklenen değeri arasındaki fark olduğunu belirtmiştik. Olağandışı getirinin hesaplanabilmesi için beklenen değer hesabının yapılması gerekir. Beklenen değer hesabı için kullanılan bazı yöntemler ve yaklaşımlar sözkonusudur.

İlk yaklaşım olağandışı getirileri hesaplamak için referans portfolyadaki getiri kullanır. İkinci yaklaşım, belirli şirket karakteristiklerine göre örnek şirketleri kontrol firmalarıyla eşleştirir. Literatürde yer alan fakat BHAR’da kullanılması uygun görülmeyen bir diğer üçüncü yaklaşım ise Fama ve French’in (1993) üç-faktör yönteminin bir uygulamasıdır. Neden bu yaklaşımın uygun olmadığı ileriki bölümlerde anlatılacaktır.

3.7.1. Beklenen değerin “Referans Portfolyosu” ile hesaplanması

3.7.1.1. Firma büyüklüğüne göre hazırlanan desteler

İlk referans portfolyo setleri her yılın haziran ayında yeniden belirlenen onar adet firmadan oluşan desteler olarak hazırlanır. (size decile). (Barber ve Lyon, 1997) T yılının haziran ayında bütün NYSE firmalarını, pazar değerlerine göre popülasyonda derecelendirilir. Daha sonra tüm NYSE firmaları için bu derecelendirmelere göre firma büyüklüklerine göre desteler hazırlanır. Ardından NASDAQ ve AMEX firmaları, Haziran pazar değerlerine göre uygun firma büyüklüklerine göre hazırlanan NYSE portfolyolarına yerleştirilir. NASDAQ genellikle ufak firmalarla dolu olduğundan bu derecelendirme prosedürü birçok firmayı diğer dokuz desteden daha küçük bir deste içinde tutar. Yaklaşık olarak firmaların yarısı en küçük destede yer alır. Borsaya bakmadan firma büyüklüğüne göre ayırmak oldukça problemlidir.

Firma büyüklüğüne göre hazırlanan onluk destelerin her biri için deste içindeki şirketlerin hisse senetlerindeki aylık getirilerin ortalamasını alarak referans

portfolyolarının aylık getirileri hesaplanır. Sıralama Haziran ayı için yapıldığında şirketlerin yılda yalnızca bir kere büyüklüğü değişebilir.

3.7.1.2. Defter Değeri/Market değeri oranına göre hazırlanan desteler

İkinci referans portfolyo seti, her yılın haziran ayında defter değeri/market değerine göre yeniden oluşturulan destelerdir. (Barber ve Lyon, 1997) T-1 yılının aralık ayında, popülasyondaki bütün NYSE firmaları defter değeri/market değeri oranlarına göre derecelendirilir. Daha sonra bütün NYSE firmaları için bu derecelendirmelere göre Defter değeri/market değeri oranına göre desteler hazırlanır. NASDAQ ve AMEX firmaları, t-1 yılındaki defter değeri/market değeri oranlarına göre uygun defter değeri/market değeri destelerine yerleştirilir. Defter değeri/market değeri oranlarına göre hazırlanan destelerde uçlarda bulunan ekstrem destelerde diğer destelerin aksine biraz daha fazla firma vardır: firmaların %17'si en düşük defter değeri/market değeri destesinde yer edinirlerken %14'ü en yüksek destede yer edinirler.

3.7.1.3. Firma büyüklüğü/(Defter Değeri/Market Değeri) oranına göre hazırlanan 50'likler

Üçüncü referans portfolyo seti, her yılın temmuz ayında yeniden belirlenen 50 adet firmadan oluşan büyüklük/(defter değeri/market değeri) oranına göre hazırlanan portfolyolardır. Bu portfolyolar iki adımda hazırlanır. (Barber ve Lyon,1997)

İlk olarak, t yılının haziran ayı için popülasyondaki bütün NYSE firmaları firma büyüklüklerine göre derecelendirilir ve firma büyüklüğü desteleri belirlenir.

İkinci olarak, her firma büyüklüğü destesi içinde, firmalar t-1 yılındaki defter değeri/market değeri oranlarına göre ayrılırlar. NASDAQ ve AMEX firmaları, t yılının haziran ayındaki büyüklükleri, t-1 yılındaki defter değeri/market değeri oranlarına göre uygun büyüklük/(defter değeri/market değeri) destelerine yerleştirilirler. 50 adet portfolyonun getirisi, firma büyüklük destelerine ve defter değeri/market değeri destelerine analog bir şekilde hesaplanır.

3.7.1.4. Pazar Endeksine Göre Hazırlanan Portfolyolar

Son olarak, Barber ve Lyon (1997), bu üç sete ek olarak, CRSP eşit ağırlıklı NYSE/AMEX/NASDAQ pazar indeksini kullanmayı düşünmüşlerdir. Örnek

firmaların performanslarını değer ağırlıklı pazar indeksiyle karşılaştırmak yatırımcı bakışıyla bilgilendirici olabilir. Ancak, uzun süreli olağandışı getirileri belirlerken bu karşılaştırmalar hatalıdır, çünkü tasarıma göre olay incelemeleri örnek gözlemlere (değer ağırlığı yerine) eşit ağırlık verir.

Eşit ağırlıktaki bir pazar indeksi ile ya da firma büyüklüğü ile hazırlanan referans portfolyolar kullanarak uzun süreli olağandışı getiri hesaplamak sorunlu olabilmektedir.

3.7.2. Referans Portfolyosu Kullanımında Gözlemlenen Eğilimler

Uzun vadede pazar indeksi ya da deste portfolyolar gibi referans portfolyoları kullanarak olağandışı getirilerin hesaplanması problemlidir. Genelde, referans portfolyoları kullanarak elde edilen olağandışı getiriler yanlış belirlenmiş test istatistikleri doğurmaktadır. Özetlemek gerekirse, bu üç eğilimde şunlar vardır:

Yeni Liste Eğilimi: Bu durum uzun süreli olağandışı getirilerin olay incelemelerinde, örnekte yeralan firmaların genellikle uzun bir olay sonrası getiri geçmişleri varken, genellikle indeksi (ya da referans portfolyo) oluşturan firmalar arasında olay ayı sonrası ticarete başlayanlar firmalar olduğundan ortaya çıkmaktadır.

Yeniden Dengeleme Eğilimi: Bu durum referans portfolyonun bileşik getirileri (örneğin, eşit ağırlıklı pazar indeksi) periyodik yeniden dengeleme yapılarak (genellikle aylık) hesaplanırken, örneklemdeki firmaların getirilerinin yeniden dengeleme olmadan hesaplanmasından kaynaklanmaktadır.

Çarpıklık Eğilimi: Uzun süreli olağandışı getiriler pozitif çarpılmış olduğu için ortaya çıkar.

3.7.3. Beklenen Değerin “Kontrol Firması” ile Hesaplanması

Barber ve Lyon’un (1997) analizlerinden, uzun süreli olağandışı hisse senedi getirilerini belirlemek için kontrol firması kullanılması yaklaşımının istenen sonucu verebildiği sonucu çıkmıştır. Örnek firmaları aynı büyüklük ve defter değeri oranındaki kontrol firmalarıyla eşleştirmek neredeyse bütün örnek durumlarda iyi belirlenmiş test istatistikleri doğurmaktadır. Bu iyi sonuçların çıkma nedeni, kontrol firması yaklaşımının yeni listeleme, yeniden dengeleme ve çarpıklık eğilimlerini içermemesidir.

Kothari ve Warner (1996), ayrıca uzun süreli olağandışı getirilerin özelliklerini de analiz etmektedir. Hem Barber ve Lyon hem de Kothari ile Warner'ın çalışması, referans portfolyo ya da mal fiyatlama modeli uygulaması kullanarak hesaplanan uzun süreli olağandışı hisse senedi getirilerine dair problemlerin altını çizmektedir. Ancak, Barber ve Lyon (1997), kontrol firması yaklaşımının olağandışı hisse senedi getiri hesaplamaları için neredeyse bütün örnek durumlarda sağlam olduğunu göstermektedirler.

Referans portfolyoların kullanımı, kümülatif olağandışı getirini (CAR) hesaplamak için ölçüleme, yeni listeleme ve çarpıklık eğilimlerine tabiyken, al-ve-tut olağandışı getirilerinin (BHAR) hesabı için kullanımları yeni listeleme, yeniden dengeleme ve çarpıklık eğilimlerine tabidir. Barber ve Lyon'a (1997) göre, olağandışı getiri hesapları için referans portfolyolarının kullanımına bir alternatif olarak kontrol firmalarını düşünülebilir. Kontrol firması yaklaşımında örnek firmalar, belirli firma karakteristiklerine göre bir kontrol firmasıyla eşleştirilir.

Kontrol firması yaklaşımı yeni listeleme eğilimini (her iki firma da aynı belirli olay ayında listelendikleri için), yeniden dengeleme eğilimini (her iki firma getirisini de yeniden dengeleme yapılmadan hesaplandığı için) ve çarpıklık problemini (iki firma da büyük pozitif getirilerle karşılaşacağı için) ortadan kaldırır. Ancak, kümülatif olağandışı getiriler (CAR) kullanıldığı zaman kontrol firması yaklaşımında ölçümleme eğilimi hâlâ vardır.

Kontrol firmasını belirlemede üç metot kullanılmıştır:

1. Firma büyüklükleri yakın olan firmaları eşleştirerek,
2. Defter değeri/market değeri oranı yakın olanları eşleştirerek
3. Yakın firma büyüklük ve defter değeri/market değeri oranı sahibi firmaları eşleştirerek.

Hem büyüklük hem de defter değeri/market değeri oranına bakarak eşleştirme yapıldığında örnek firmanın büyüklüğünün %70'i ile %130'u arasında değerdeki bütün firmaları belirlenir. Bu setten de defter değeri/market değeri örnek firmaya en yakın olanı seçilir. Bu eşleşmede varyasyonlar olabilir, örneğin, defter değeri/market değeri önce filtre edilerek daha sonra firma büyüklüğüne bakılabilir. Bu birçok durumda iyi işleyebilir ama Barber ve Lyon'un analizinde (1997) en iyi belirlenmiş test istatistiklerini bu yolda görmüştür.

3.8. BHAR ile CAR Arasındaki Farklar

Tablo 3.1’de uzun süreli olağandışı getirileri hesaplamak için kullanılan değişik yöntemleri (CAR’lar ve BHAR’lar) ve beklenen değeri hesaplamak için buraya kadar anlatılan metodları (referans portfolyosu, kontrol firması ve Fama-French üç faktör modeli) özeti hazırlanmıştır.

Tablo 3.1: Olağandışı getirileri hesaplama metodları

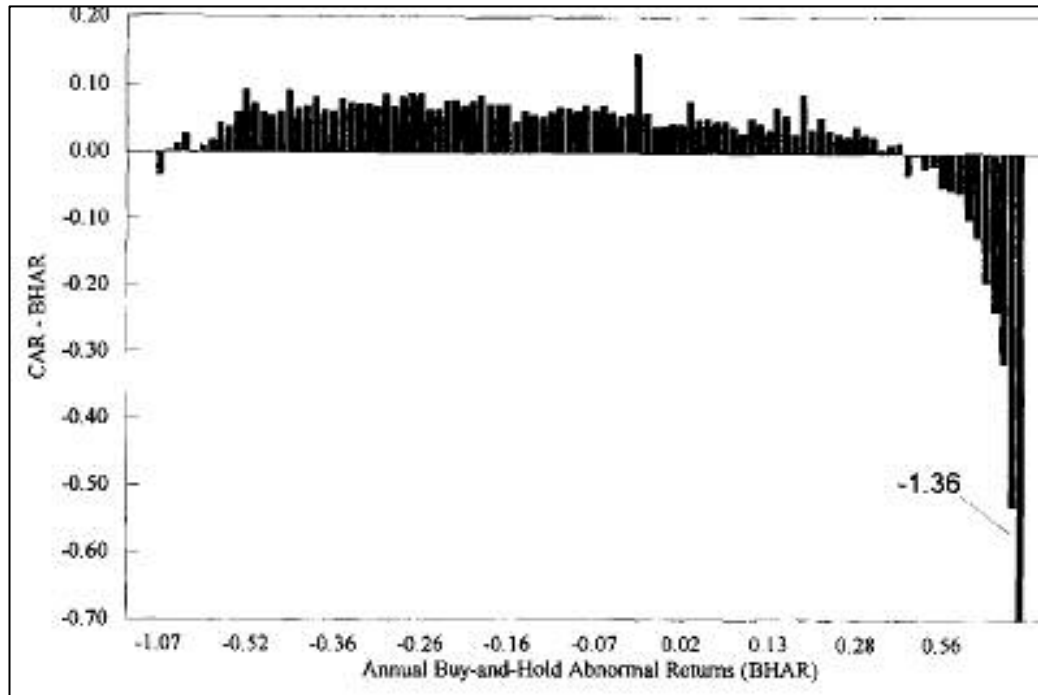
	Olağandışı getirileri hesaplama metodları	
Karşılaştırma	$CAR = \sum_{t=1}^T [R_{it} - E(R_{it})]$	$BHAR = \prod_{t=1}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})]$
Referans Portfolyosu	Firma Büyüklüğüne göre hazırlanan portfolyo	Firma Büyüklüğüne göre hazırlanan portfolyo
	Defter Değeri/Market Değerine göre hazırlanan portfolyo	Defter Değeri/Market Değerine göre hazırlanan portfolyo
	50 Firma Büyüklüğü/ Defter değeri/Market değeri göre hazırlanan portfolyo	50 Firma Büyüklüğü/ Defter değeri/Market değeri göre hazırlanan portfolyo
	Eşit ağırlıklı market endeksi	Eşit ağırlıklı market endeksi
Kontrol firması	Firma büyüklüğüne uyumlu	Firma büyüklüğüne uyumlu
	Defter Değeri/Market Değerine uyumlu	Defter Değeri/Market Değerine uyumlu
	Firma Büyüklüğü/ Defter değeri/Market değerine uyumlu	Firma Büyüklüğü/ Defter değeri/Market değerine uyumlu
Fama-French üç faktör modeli	Regresyon analizi	Uygulanamaz.

Ritter (1991), CAR ve BHAR’ların farklı soruları cevaplamaları için kullanılabileceklerini ilk savunanlar arasındaydı. 12 aylık bir CAR ve yıllık bir BHAR durumunu ele alalım. 12 aylık CAR’ı 12’ye bölünce aylık ortalama bir olağandışı getiri elde ederiz. Böylelikle, 12 aylık CAR’ın sıfır olduğunu söyleyen sıfır hipotezi testi ile olay yılı içinde örnek firmanın aylık ortalama olağandışı

getirisinin sıfır olduğunu söyleyen sıfır hipotezinin testi denktir. Ortalama yıllık olağandışı getiri sıfır olduğuna göre bu sıfır hipotezinin testi değildir. İkinci hipotezi test etmek için yıllık BHAR'ı kullanılması gerekmektedir. Bu iki hipotez testi arasındaki fark CARlar ve BHARlar arasındaki farkı gözönüne alınarak anlaşılabilir.

Barber ve Lyon (1997), Temmuz 1963 ve Aralık 1993 arasındaki aylık NYSE/AMEX ve CRSP NASDAQ dosyalarından rastgele 10.000 inceleme seçtiler. 10.000 incelemenin her birine dair CRSP NYSE/AMEX/NASDAQ eşit ağırlıklı market endeksini kullanarak 12 aylık CAR ve yıllık BHAR hesaplamasını yaptılar.

Daha sonra bu 10.000 inceleme yıllık BHAR'larını baz alınarak 100 hisse senedinin 100'er portfolyosuna sıralanır. Bu sıralama yıllık BHAR de maksimum yayılmaya yol açar. Her 100 portfolyo için kümülatif ve olağandışı al-ve-tut kârları arasındaki ortalama farkı hesapladılar ($CAR_{iT} - BHAR_{iT}$). Şekilde her 100 portfolyo için yıllık ortalama BHAR karşısında bulunan değeri işaretlendi. Şekil 3.2.'de CAR ve BHARlar arasındaki öngörülebilir farkları belirtiyor.



Şekil 2.8: CAR ve BHAR arasındaki farkın gösterilişi

Yıllık BHAR yaklaşık %13 ten düşük olduğunda, CAR, ortalamada BHAR değerinden yaklaşık %5 kadar daha büyük bir değer taşıyor. CAR ve BHARlar arasındaki fark, BHAR nin %28'e ulaşmasıyla düşer. Yıllık BHAR ın %28'in

üzerine çıktığı bir durumda ise CARlar yıllık BHARa kıyasla oldukça düşük bir değer gösterir.

CAR ve BHARlar arasındaki farklar; aylık bileşik faizden doğar; CARlar bileşik faizi gözardı ederlerken, BHARlar bileşik faiz etkisini barındırır. Eğer bireysel hisse senedi getirileri pazar indeksindeki getirilerden daha değişken ise BHAR sıfırdan küçük ya da sıfıra eşit olduğunda CARların BHARlardan daha büyük olacağı gösterilebilir. Yıllık BHAR artarak pozitifleştikçe, CAR ve BHAR arasındaki fark sıfıra yaklaşacak ve negatife getirecektir. Bu sonuçlar şekilde ampirik olarak gerçekleşmiştir. Bu farkların ifadesini anlamak için yıllık BHAR değeri sıfıra yakın firmalar düşünelim. Şekil 3.2’de, bu örneğin yaklaşık %5’lik bir ortalama CAR değeri olduğunu görebiliriz; bu da demektir ki örnek firmaların aylık olağandışı getirileri yaklaşık olarak %0.42’dir (%5/12 ay). Ancak, bireysel hisse senedi getirileri ortalama olarak referans portfolyosundaki getirilerden daha değişken olduklarından, bu aylık olağandışı getiri pozitif bir yıllık ortalama olağandışı getiriye çevrilmemektedir. Basit bir örnek bu sonucun sezgisini gözler önüne sermektedir. Örnek bir firma ve bu firmanın ardışık aylardaki (0%, 44%) ve (20%, 20%) aylık getirilerini düşünelim. İki aylık CAR %4’ken iki aylık BHAR sıfırdır.

Toparlarsak, kümülatif olağandışı getiriler, uzun süreli al-ve-tut olağandışı getirilerin taraflı tahminçileridir (a biased predictor). Buna bağlı olarak, testlerdeki al-ve-tut olağandışı getirilerini uzun süreli olağandışı hisse senedi getirilerinde kavramsal açıdan daha değerli kabul edilmektedir.

Barber ve Lyon (1997), ölçüm eğilimlerinin büyüklüğünü tayin etmek için şu deneyi uygulamışlardır. Her simülasyonda 1000 örnek için CARları ve BHARları analiz ettiler. Her 1000 örnekte %5’lik teorik önem seviyesinde, bir araştırmacının BHAR ve CARlara bakarak hangi oranda değişik sonuçlar çıkaracağını belirlediler. Örneğin, %5’lik teorik önem seviyesinde bir araştırmacı, BHARların kullanıldığı sıfır olağandışı getiri sıfır hipotezini reddederdi ama CARlar için içine girse reddedemezdi. Bu durum CARlara ve BHARlara dayanan farklı bir sonuç olarak karakterize edilirdi. Bu deneyde, firma büyüklüğü/(defter değeri/market değeri) kontrol firması yaklaşımını kullanılmıştır çünkü bu metot hem CARlar hem de BHARlar için iyi belirlenmiş test istatistikleri çıkarmaktadır. (Referans portfolyoları kullanarak CARlar ve BHARları karşılaştırmak faydalı değildir çünkü CARlar ve

BHARlar yeni listeleme, yeniden dengeleme ve çarpıklık eğiliminden değişik şekilde etkilenirler.)

Barber ve Lyon (1997), bu analize dayanarak, araştırmacının 1000 rastgele örneğin %3.7'sinde değişik sonuçlar çıkaracağını sonucuna varmıştır. Ufak firma örnekleri arasında bu rakam %4.7'ye kadar çıkmaktadır.

Al-ve-tut olağandışı getirilerinin (BHAR) kullanımını kümülatif olağandışı getiriler (CAR) üzerinde tutulmasının iki nedeni vardır. İlki, CARların BHARların eğilimli tahmincileri olmasıdır. Bu problem, en kötü ihtimalle yanlış sonuçlara götürebilir. Örnek olarak, yıllık al-ve-tut olağandışı getirileri sıfır olan bir grup örnek firmanın ortalama %5'lik 12 aylık kümülatif olağandışı getirisi olduğu belirtilmişti. Bu örnekleme durumunda analizleri kümülatif olağandışı getirilerle kısıtlayan ve al-ve-tut olağandışı getirilerin analizini gözardı eden araştırmacılar ortadaki örneğin uzun süreli bir olağandışı getiri elde ettiğini savunurlar. Ama bu durum doğru değildir. Rastgele örneklerde, CARları kullanan araştırmacılar örnekleme durumlarının %4'ünde değişik sonuçlara varacaklardır. İkinci olarak, kümülatif olağandışı getirilere istinaden çıkan sonuçlar doğru olsa bile, çıkan değer uygun karşılaştırma metodunun sahip olduğu faiz oranının göreceli olarak örnek firmanın ortalama veya medyan faizinin değerine tekabül etmediği görülür. Ve bu da uzun süreli hisse senedi getirileri incelemelerinin amacıdır.

Buna ek olarak, uzun süreli olağandışı getiriler bir referans portfolyo yardımıyla hesaplandıkları zaman önemli eğilimler olduğu görülmüştür (örneğin pazar indeksi).

Bu eğilimlere dair üç neden sunulmuştur: yeni listeleme eğilimi, yeniden dengeleme eğilimi ve çarpıklık eğilimi. Kümülatif olağandışı getiriler (CAR) en çok yeni listeleme eğiliminden etkilenirler. Bunun sonucu olarak da uzun süreli kümülatif olağandışı getiriler ve ona bağlı test istatistikleri genellikle pozitif eğilimlidir. Bunun zıttı olarak, uzun süreli al-ve-tut olağandışı getirileri (BHAR) yeniden dengeleme ve çarpıklık eğilimlerinden daha çok etkilenirler. Böylece, uzun süreli al-ve-tut olağandışı getirileri ve onlara bağlı test istatistikleri genellikle negatiftir. Bu referans portfolyo yaklaşımları finansal ekonomide en çok kullanılan metotlar olsa da Barber ve Lyon'un ve Kothari ile Warner'ın sonuçları uzun süreli olağandışı getirileri referans portfolyo kullanarak hesaplarken ortaya çıkan problemlerin altını çizmektedir.

Sonuç olarak ve belki de en önemlisi BHAR yöntemi uzun süreli olağandışı getirileri ölçmek için düzgün sonuçlar veren bir yöntem belirlenmiştir. Örnek firmaları aynı büyüklükteki ve defter değeri/market değeri oranına sahip kontrol firmaları ile eşleştirmek iyi belirlenmiş test istatistikleri doğurmaktadır. Örnek firmaları kontrol firmaları ile eşleştirerek yeni listeleme eğilimi (hem örnek hem de kontrol firması aynı olay ayında belirtildiği için), yeniden dengeleme eğilimi (örnek ve kontrol firmalarının getirileri analog bir şekile faizlenmektedir) ve çarpıklık eğilimi (kontrol firması yaklaşımı kullanılarak hesaplanan olağandışı getiriler simetrik olduğu için) hafifletilmiştir. Firma büyüklüğü ve defter değeri/market değeri oranlarına göre eşleştirmek rastgele örneklerde ve firma büyüklüğü ya da defter değeri/market değeri bazlı örneklerde işe yaramaktadır. Ancak, finansal ekonomi gelecekte yeni ek değişkenler keşfettikçe, kontrol ve örnek firmalarını birleştirirken bu yeni değişkenleri de gözönünde bulundurmak gerekecektir.

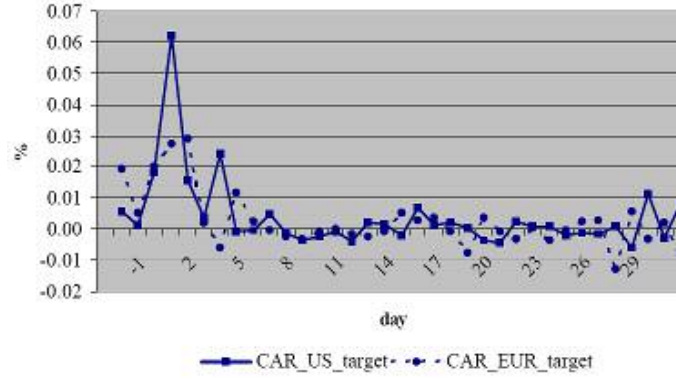
3.9. Literatür Araştırmasının Sonuçları

Literatürü incelediğimizde satınalma ve birleşmelerin olay analizi yöntemiyle bir çok araştırmacı tarafından analiz edildiği görülmektedir. Bu çalışmalar olaylara farklı açılardan yaklaşmaktadır.

Jakobsen ve Voetmann (2003) satınalma ve birleşmelerin şirket performansı üzerindeki kısa vadeli ve uzun vadeli etkisini incelemiştir. 1993-1997 yılları arasında Danimarka’da gerçekleşen 157 satınalma analiz edilmiştir. Çalışma kapsamında hem CAR hem BHAR tekniklerini kullanmışlardır. CAR için olay penceresi olaydan önce 15 ve olaydan sonra 15 gün olmak üzere (-15/+15) belirlenmiş, tahmin penceresi de 15 gün olarak seçilmiştir (-31/-15). BHAR uygulaması için olay penceresi 3 yıl olarak belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar satınalmaların kısa dönemde pozitif olağan getirdiğini ancak bu durumun uzun vadede gözlemlenmediğini ortaya koymaktadır.

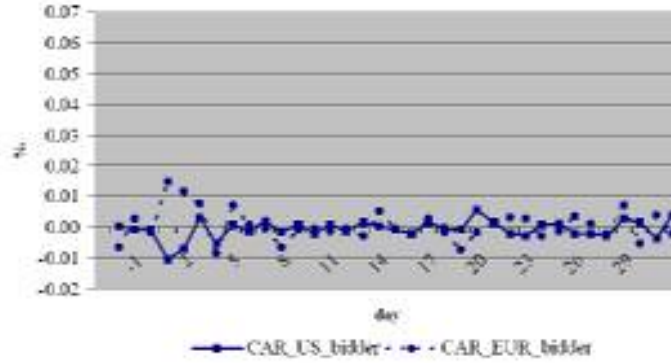
Scholtens ve Wit (2004) Avrupa ve Amerika borsasında yeralan büyük bankaların 1990-2000 yılları arasında yapmış oldukları birleşme haberlerinin etkilerini incelemişlerdir. Amerika örneğinde 61 alıcı ve hedef firma varken, Avrupa örneğinde 20 alıcı ve 17 hedef firma bulunmaktadır. CAR metodu ile olay penceresi olaydan önce 3 ve olaydan sonra 30 gün (-3/+30) gün olacak şekilde uygulanmıştır. İki örneklem beraber incelendiğinde istatistiki olarak anlamlı bir

düzeyde hedef firmaların pozitif olağandışı elde ettiğini, alıcı firmaların ise daha az neredeyse 0 olağandışı elde ettiğini göstermektedir. Amerika örneğine tek olarak baktığımızda alıcı firmaların negatif olağandışı getiri elde ederken hedef firmaların yüksek pozitif olağandışı elde ettiği görülmektedir. Avrupa örneğinde ise hedef firmalar alıcı firmalara göre biraz daha yüksek olağandışı getiri elde etmektedir. Şekil 3.3.'te Amerika ve Avrupa hedef firma örneklemlerinin CAR değerleri verilmektedir.



Şekil 2.9: Hedef Firmaların ortalama CAR değerlerinin kıyaslanması

Şekil 3.4.'te Amerika ve Avrupa alıcı firma örneklemlerinin CAR değerleri verilmektedir.



Şekil 2.10: Alıcı Firmaların ortalama CAR değerlerinin kıyaslanması

Wilcox ve diğerleri (2001) telekomünikasyon sektöründe 44 satınalma ve birleşme olayı içinde yer alan 89 firmayı CAR metodu ile analiz etmiştir. 2 günlük bir olay penceresi ve 200 günlük bir tahmin penceresi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar bu olayların pazar tarafından olumlu olarak değerlendirildiğini göstermektedir. Satınalma ve birleşme olayı içerisinde yer alan firmalar arasında ürün farklılaştırması az olduğunda daha yüksek getiriler elde edilmektedir. Küçük firmalarla yapılan

ortaklıklar büyük firmalarla yapılanlar kadar değer yaratmamaktadır. Bir olayda hem büyük hem küçük firmalar varsa, küçük firmalar büyük firmalara göre daha yüksek olağandışı getiri elde etmektedir.

Meggison ve diğerleri (2004) 1977-1996 yılları arasında gerçekleşen 204 birleşme stratejisini BHAR metoduyla incelemişlerdir. Olaylarda satın alınan firma satın alınan firmanın pazar değerinin en az % 5'ine denktir ve şirketin tümü ele geçirilmiştir. Olay sonrasında satın alınan firmanın piyasa değerini etkileyecek başka olaylar gerçekleşmesi durumunda olay örnekleme dahil edilmemiştir. Elde edilen sonuçlar ürün odaklanmasının azaldığı olaylarda hissedarların zenginliğinin, operasyon verimliliğinin, olaydan sonraki 3 yıllık dönemde pazar değerinin anlamlı düzeyde olumsuz etkilendiğini ortaya koymaktadır. Ürün odaklanma düzeyinin değişmediği ya da arttığı olaylarda uzun dönemli performansın marjinal düzeyde arttığı belirlenmiştir.

Moeller ve diğerleri (2004) SDC'nin (Securities Data Company) Amerika Satınalma ve Birleşme Veritabanından verilerini elde ettikleri 1980-2001 yıllarında gerçekleşen 12.023 satınalma olayının kamuoyuna duyurulmasının şirket piyasa değerlerinde yarattığı etkiyi incelemişlerdir. Örneklem şirketlerin niteliklerine göre büyük ve küçük şirketler olmak üzere ikiye ayrılmış ve olaydan önce 1 ve olaydan sonra 1 gün olmak üzere (-1/+1) 3 günlük bir olay penceresi için CAR metodu uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar küçük firmaların anlamlı bir düzeyde büyük firmalara göre daha iyi sonuçlar elde ettiğini göstermektedir. İki örneklem kıyaslandığında küçük firmalardan oluşan örneklemin olağanüstü getirisi büyük firmalardan oluşan örneklemden % 2,24 fazla olmaktadır.

Kıymaz ve Kılıç (2004) 1986-2000 yıllarında gerçekleşen uluslar arası 155 satınalma ve birleşmeyi CAR tekniği ile incelemişlerdir. Olay penceresi olaydan önce 30 ve olaydan sonra 30 gün (-30/+30), tahmin penceresi ise 180 gün olarak belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar satınalma ve birleşmelerde alınan firmanın pazar değerinin artarken satın alan firmanın pazar değerinin azaldığını göstermektedir.

Moeller ve diğerleri (2005) Amerika'da 1985-1995 yılları arasında gerçekleşen ve belirlemiş oldukları özel koşulları sağlayan 4.430 satınalmayı CAR metodu ile incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlar satın alınan firmanın Amerika'da olması durumunda kamuoyuna yapılan duyuru sonucunda pazar değerinde satın alınan

firmanın başka bir ülkede olmasına göre anlamlı düzeyde daha fazla getiri olmaktadır.

Casey ve diğerleri (1987) 1981-1986 yıllarında gerçekleşen 53 satınalmayı incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre satınalmanın şirketlerin performansı üzerindeki etkisi kısa dönemde gözlemlenmektedir. Satın alınan firmalar pozitif olağandışı getiri elde ederken satın alan firmalar negatif olağandışı getiri elde etmektedir.

Kyle ve diğerleri (1992) CAR metodu ile 1978-1989 yıllarında havacılık sektöründe gerçekleşen 24 birleşmeyi incelemişlerdir. Tahmin penceresi 120 gün ve olay penceresi olaydan önce 90 ve olaydan sonra 90 gün (-90/+90) olarak belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar olağandışı getirinin birleşmeden kısa bir süre önce ortaya çıktığını ve olaydan sonra hemen ortadan kaybolduğunu göstermektedir.

Kıymaz ve diğerleri (2001) Amerika'da 1982-1991 yılları arasında gerçekleşen 112 uluslar arası satınalmayı CAR metodunda tahmin penceresinin etkisini değerlendirmek üzere incelemişlerdir. Araştırma sonuçları pazar modeli için kullanılan parametrelerin seçimi ile elde edilen getiri arasında zayıf da olsa bir ilişki olduğunu göstermektedir.

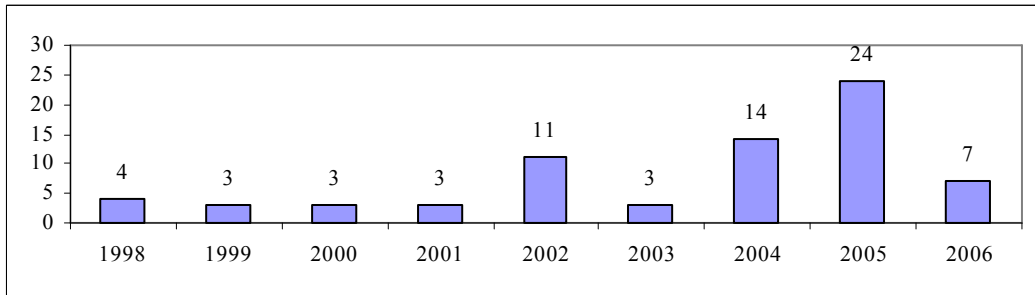
Campa ve Hernando (2006) Avrupa'da 1998-2002 yılları arasında finans sektörü içinde gerçekleşen 244 olaydan 172 satınalma ve birleşme haberini incelemişlerdir. CAR metodu kullanılan analizlerde alıcı ve hedef firmalar için (-30/-1), (-90/-1), (-30/+1), (-1/+1), (-1/+30), (-30/+30) olay pencereleri incelenmiş, ayrıca uzun vadeli inceleme amaçlı olarak (-30/+360) ve (-1/+360) olay pencereleri değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlar ortalamada haberin verildiği dönemde hedef firmaların hissedarlarının pozitif bir olağandışı getiri elde ettiğini, alıcı firmaların hissedarlarının ise düşük miktarda negatif getiri elde ettiğini göstermektedir. Olağandışı getirilerin çoğu olaya yakın günlerde ortaya çıkmaktadır. Olaydan 3 ay öncesinde bir yükselme görülmektedir. Hedef firmaların olağandışı getiri etkisi kısa ömürlü olmakta, haberden 1 yıl sonra istatistiki olarak anlamlı düzeyde olmamakla birlikte negatif bir getiri gözlemlenmektedir.

4. CAR ÖLÇÜMÜ

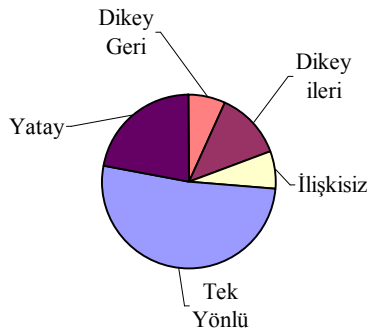
Satınalma ve Birleşme stratejilerinin şirket performansına etkisinin değerlendirilebilmesi için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kotalı şirketlerin Ocak 1998-Haziran 2006 dönemlerinde yapmış oldukları satınalma ve birleşmeler incelenmiştir. İncelenen olaylarda satın alınan şirketin yönetimi el değiştirmektedir. Olayların belirlenmesinde İMKB tarafından yayınlanan şirket haberleri incelenmiştir (www.imkb.gov.tr).

4.1. Satınalma ve Birleşme İstatistikleri

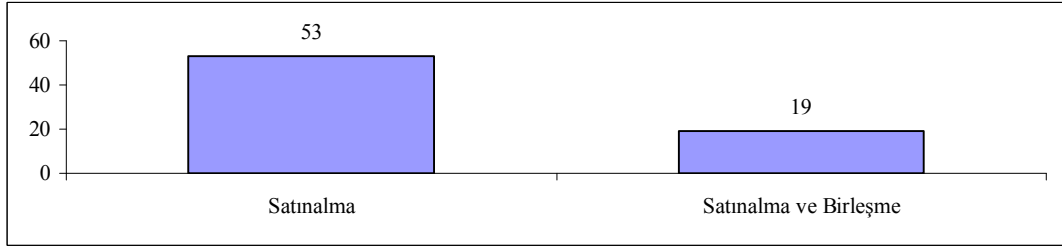
Uygulama kapsamında 16 farklı sektörde yeralan 47 firma tarafından gerçekleştirilen 72 olay incelenmiştir. Şekil 4.1.-Şekil 4.5.'te bu olayların özellikleri ile ilgili bilgiler verilmiştir.



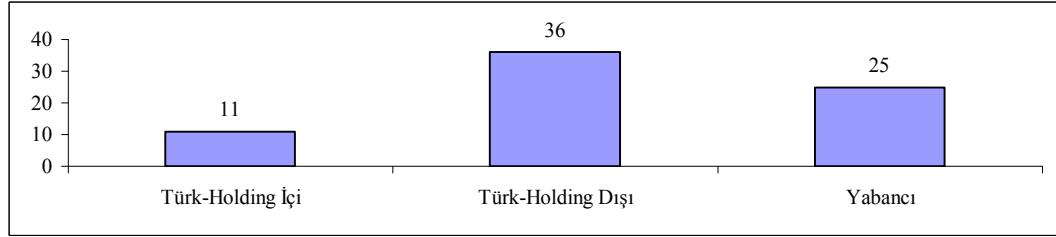
Şekil 2.12: İMKB'ye Kotalı Şirketlerin Satınalma ve Birleşme Olaylarının Yıllar Bazında Dağılımı



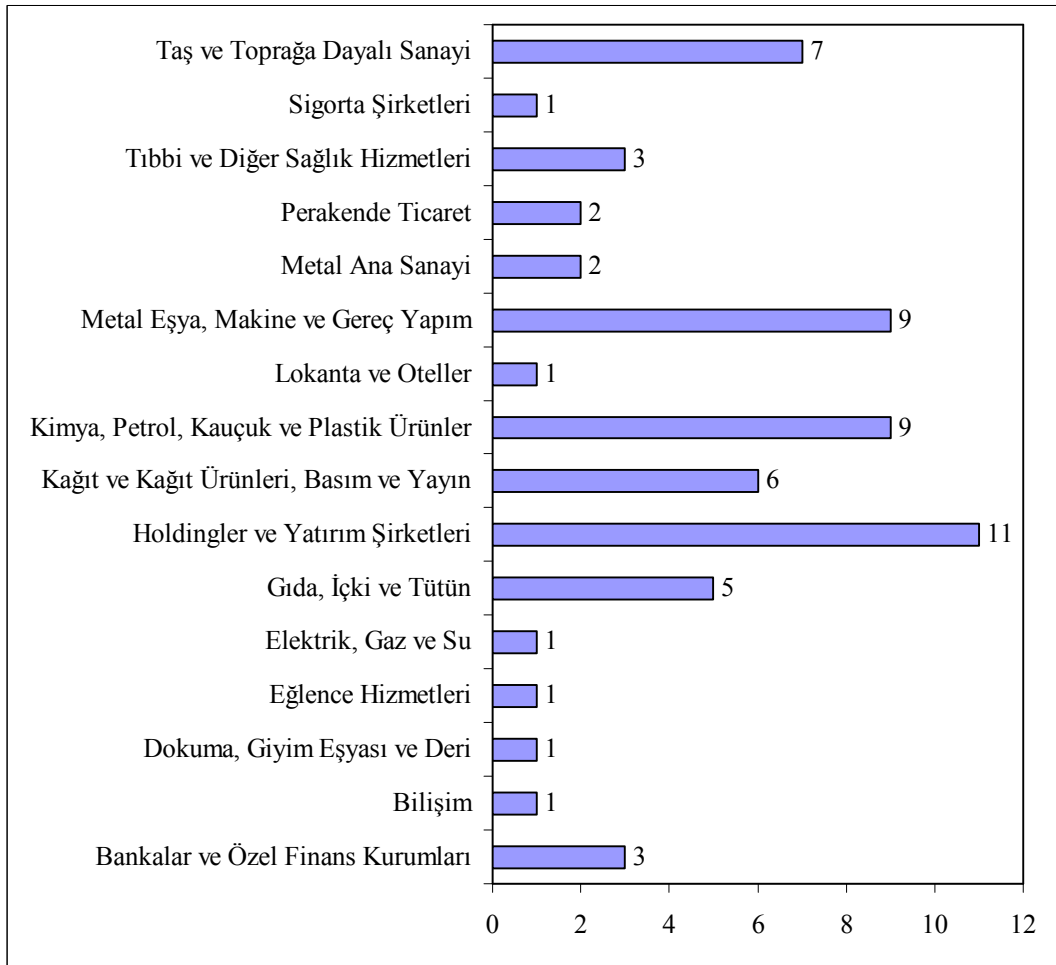
Şekil 4.2: İMKB'ye Kotalı Şirketlerin Büyüme Stratejilerinin Dağılımı



Şekil 2.14: İMKB’ye Kotalı Şirketlerin Satınalma ve Birleşmelerin Dağılımı



Şekil 2.15: Satınalınan Firmaların Dağılımı



Şekil 2.16: Sektörler Bazında Olayların Dağılımı

4.2. Hipotezler

Çalışmanın devamında üç hipotezin kabulü/reddi irdelenecektir:

1. Hipotez : Satın alan firmaların hisse senedi kısa vadede artar. CAR değerlerinin ortalaması “0”’a eşit değildir. Satın alma yapan firmalar için CAR yöntemi ile anormal bir değer yaratıp yaratılmayacağına bakılacaktır.

2. Hipotez: Satındığı firma ile birleşen firmanın hisse senedi değeri artar. Birleşen firmalar için CAR yöntemi ile anormal bir değer yaratıp yaratılmayacağına bakılacaktır.

3. Hipotez: Sektörel olarak 1. hipotezdeki eğilimler değişebilir. 1. hipotez olay sayısı 5 ve üzerinde olan sektörler için incelenecektir. Sonuçlar birbirleriyle kıyaslanacaktır, bu sayede sektörel farklılıklar ortaya konacaktır.

4.3. Olayların CAR ile İncelenmesi

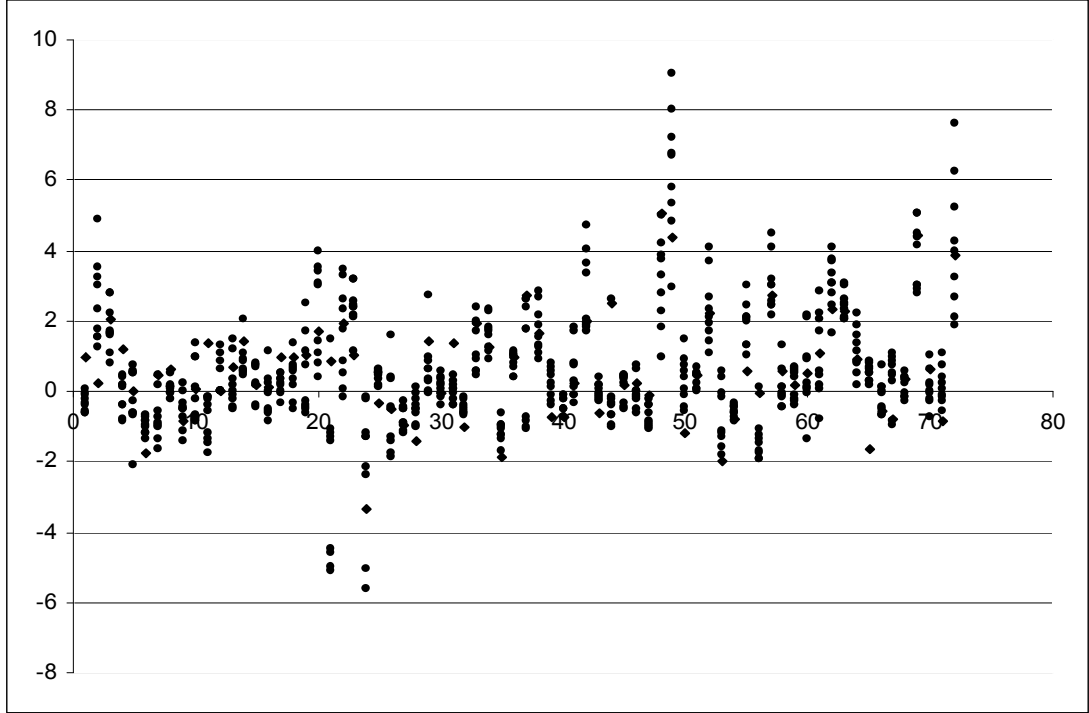
İMKB’ye kotalı şirketler tarafından gerçekleştirilen olayların kısa vadede şirket performansı üzerindeki etkisinin analizi için 3. bölümde anlatılan CAR metodu kullanılmıştır. Analizlerde farklı tahmin ve olay pencereleri üzerinden şirketlerin anormal getirileri günlük hisse senedi değerleri üzerinden incelenmiştir.

Tablo 4.1: İncelenen Olay ve Tahmin Pencereleri

Tahmin Penceresi	Olay Penceresi
100 Gün	-7/+7 gün
	-7/+0 gün
	-3/+3 gün
	-3/+0 gün
	-1/+1 gün
	-1/+0 gün
50 Gün	-3/+3 gün
	-3/+0 gün
	-1/+1 gün
	-1/+0 gün

4.3.1. İMKB Satınalma ve Birleşme Olaylarının CAR Analizi

Daha önceki bölümlerde belirtilen olayların CAR değerleri hesaplanmış ve şekil 4.6 elde edilmiştir. Farklı tahmin ve olay pencereleri için yapılan analizlere göre 72 olaydan 38'i için en az bir analizde anlamlı sonuç elde edilmiştir.



Şekil 2.17: Olayların CAR değerlerinin Dağılımı

1. Hipotezi değerlendirmek için elde edilen bulgular: Yapılan t testi sonrasında firmaların hepsinin yer aldığı örneklem için farklı tahmin pencereleri ve olay pencereleri için t testi yapılarak CAR değerlerinin “0”ın üstünde olduğu bulunmuştur.

Tablo 4.2: Örneklem CAR analizi

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	43,42	44,43	46,58	46,21	38,21	35,41	52,47	50,76	41,48	37,52
ACARt	0,60	0,61	0,64	0,64	0,53	0,49	0,72	0,70	0,57	0,52
Z	5,06	5,18	5,43	5,39	4,46	4,13	6,12	5,92	4,84	4,38
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

Tablo 4.2’de de görüldüğü gibi $Z_{0,05}$ ve $Z_{0,025}$ değerleri için örneklem CAR değerleri anlamlı bir düzeyde “0”dan büyük çıkmaktadır. Sonuç olarak 1. hipotez geçerlidir, yani satın alan firmaların hisse senedi kısa vadede artar.

4.3.2. Satınalma ve Birleşmeler için CAR Analizi

Örneklelimizi sadece “satınalma” ve “satınalma ve birleşmeler” olarak ikiye bölerek 2 örneklem için CAR değerlerini değerlendirdiğimizde tablo 4.3 ve tablo 4.4’teki değerler elde edildi. “Satınalma” örneklemini için tüm tahmin ve olay pencereleri için anlamlı sonuçlar elde edilirken “Satınalma ve Birleşme” örneklemini için bazı pencerelerde anlamlı sonuçlar elde edilmemiştir.

Tablo 4.3: “Satınalma” olaylarının CAR analizi

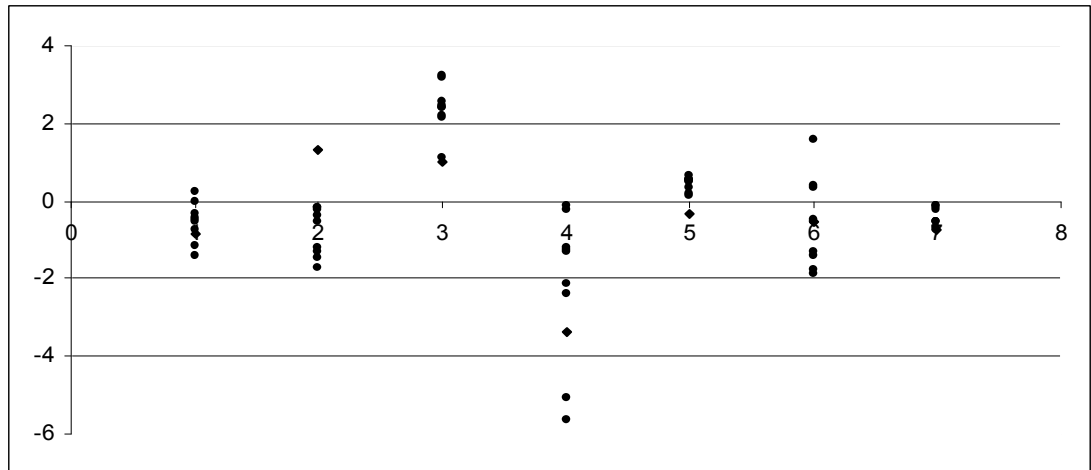
Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	32,36	23,72	41,77	32,81	37,93	28,92	48,53	38,57	42,44	33,14
ACARt	0,60	0,44	0,78	0,61	0,71	0,54	0,91	0,72	0,79	0,62
Z	4,40	3,22	5,68	4,46	5,16	3,93	6,60	5,24	5,77	4,51
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

Tablo 4.4: “Satınalma ve Birleşme” olaylarının CAR analizi

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	12,45	22,89	5,38	14,36	0,79	7,04	4,23	12,80	-0,80	4,61
ACARt	0,65	1,19	0,28	0,75	0,04	0,37	0,22	0,67	-0,04	0,24
Z	2,83	5,20	1,22	3,26	0,18	1,60	0,96	2,91	-0,18	1,05
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI		ANLAMLI				ANLAMLI		
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI		ANLAMLI				ANLAMLI		

4.3.3. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi için CAR Analizi

Taş ve Toprağa Dayalı Sanayide gerçekleşen olay sayısı 7’dir. Şekil 4.7’de şirketlerin farklı olay pencerelerindeki CAR değerlerinin dağılımı sunulmaktadır.



Şekil 2.18: Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi CAR Değerleri

Farklı tahmin pencereleri ve olay pencereleri için yapılan t testi sonuçları tablo 4.5’te sunulmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi $Z_{0,05}$ ve $Z_{0,025}$ değerleri için 100’lük ve

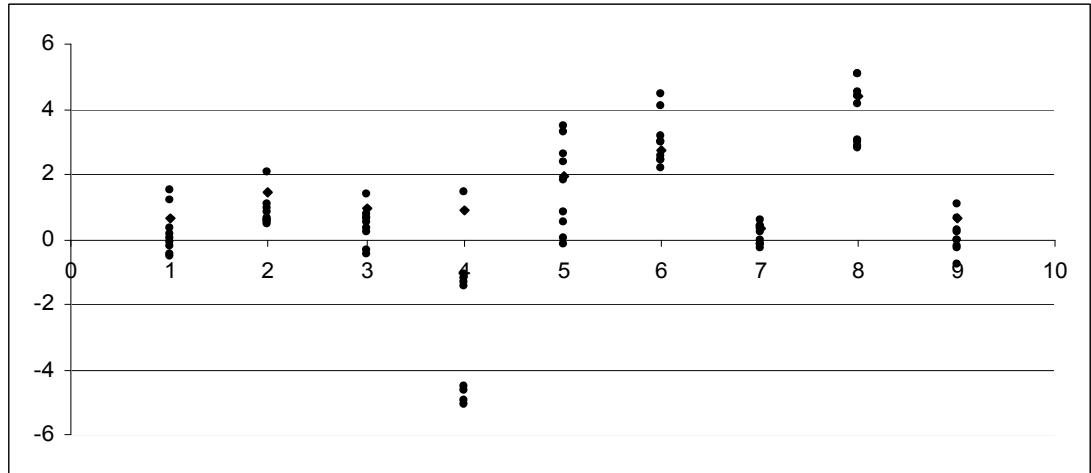
50'lik tahmin pencerelerinde (-3/+3) olay penceresi için anlamlı bir sonuç elde edilmiştir.

Tablo 4.5: Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	-3,42	0,48	-6,74	0,11	-0,70	0,20	-6,74	-0,42	-0,82	-0,04
ACART	-0,48	0,07	-0,95	0,02	-0,10	0,03	-0,95	-0,06	-0,12	-0,01
Z	-1,28	0,18	-2,52	0,04	-0,26	0,07	-2,52	-0,16	-0,31	-0,01
Z (0,05)			ANLAMLI				ANLAMLI			
Z (0,025)			ANLAMLI				ANLAMLI			

4.3.4. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü için CAR Analizi

Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektöründe gerçekleşen olay sayısı 9'dur. Şekil 4.8'de şirketlerin farklı olay pencerelerindeki CAR değerlerinin dağılımı sunulmaktadır.



Şekil 2.19: Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü CAR Değerleri

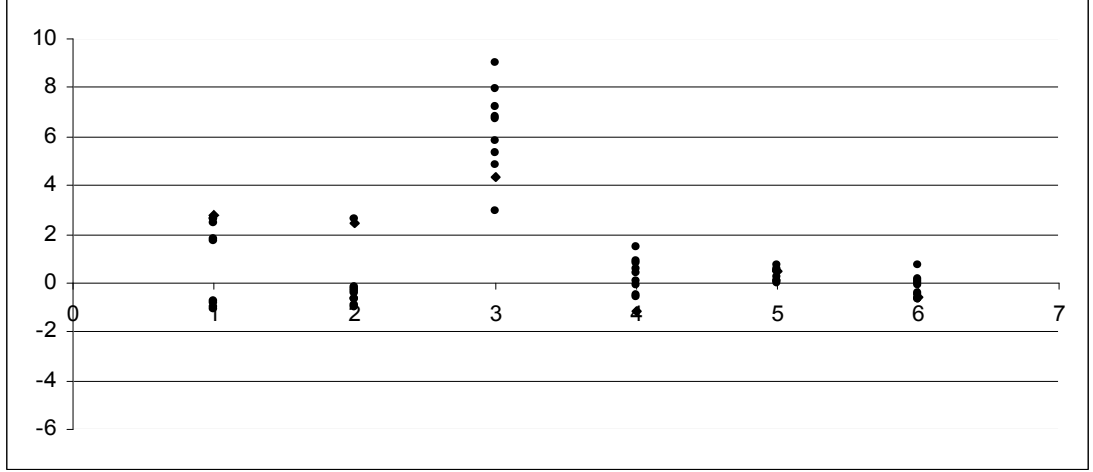
Farklı tahmin pencereleri ve olay pencereleri için yapılan t testi sonuçları tablo 4.6'da sunulmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi $Z_{0,05}$ ve $Z_{0,025}$ değerlerinde 100'lük tahmin penceresi için (-7/+7), (-7/0), (-3/+3), (-3/0) olay pencerelerinde, 50'lik tahmin penceresi için (-3/+3), (-3/0) olay pencerelerinde anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 4.6: Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	13,99	16,27	12,50	11,72	2,75	3,62	10,16	9,20	1,62	2,01
ACART	1,54	1,79	1,37	1,29	0,30	0,40	1,12	1,01	0,18	0,22
Z	4,61	5,37	4,12	3,87	0,91	1,19	3,35	3,03	0,54	0,66
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI			ANLAMLI	ANLAMLI		
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI			ANLAMLI	ANLAMLI		

4.3.5. Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü için CAR Analizi

Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektöründe gerçekleşen olay sayısı 6'dır. Şekil 4.9'da şirketlerin farklı olay pencerelerindeki CAR değerlerinin dağılımı sunulmaktadır.



Şekil 2.20: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü CAR Değerleri

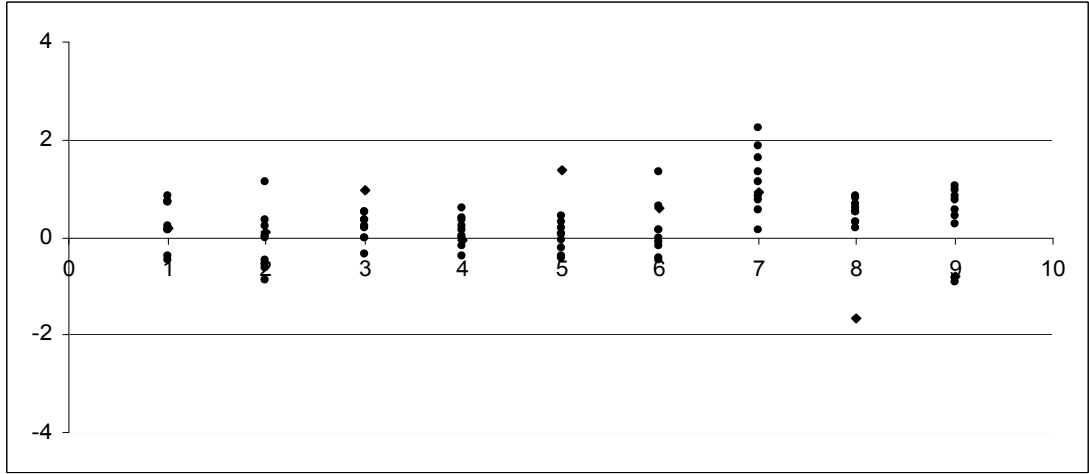
Farklı tahmin pencereleri ve olay pencereleri için yapılan t testi sonuçları tablo 4.7'de sunulmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi $Z_{0,05}$ değeri için tüm tahmin pencereleri ve olay pencerelerinde örneklem için anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. $Z_{0,25}$ değerinde sadece 100'lük tahmin penceresi için (-1/+1) ve (-1/1) olay pencerelerinde anlamlı sonuçlar elde edilememiştir.

Tablo 4.7: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	8,39	8,65	7,69	7,44	4,72	4,64	10,20	10,15	7,00	6,45
ACART	1,38	1,43	1,27	1,23	0,78	0,77	1,68	1,67	1,16	1,06
Z	3,39	3,50	3,11	3,00	1,91	1,87	4,12	4,10	2,83	2,61
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI			ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

4.3.6. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü için CAR Analizi

Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektöründe gerçekleşen olay sayısı 9'dur. Şekil 4.10'da şirketlerin farklı olay pencerelerindeki CAR değerlerinin dağılımı sunulmaktadır.



Şekil 2.21: Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü CAR Değerleri

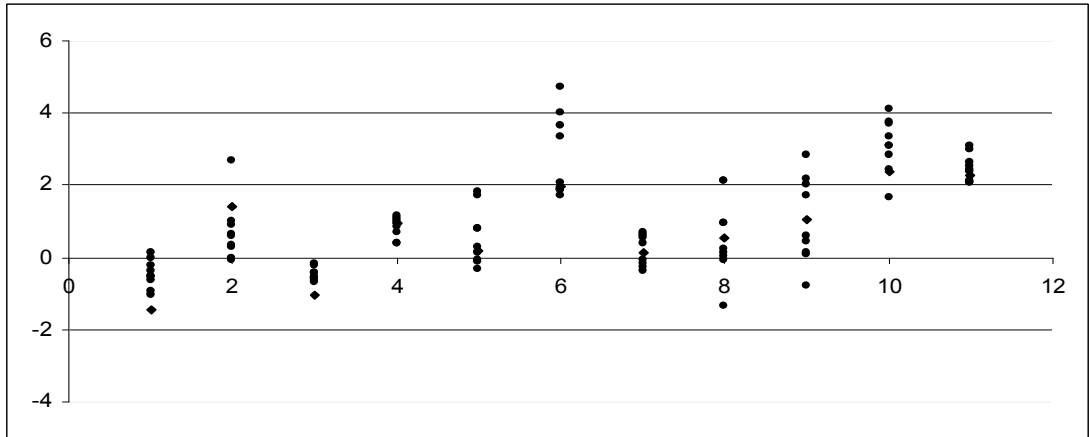
Farklı tahmin pencereleri ve olay pencereleri için yapılan t testi sonuçları tablo 4.8’de sunulmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi $Z_{0,05}$ ve $Z_{0,025}$ değerleri için tüm tahmin pencereleri ve olay pencerelerinde örneklem için anlamlı sonuçlar elde edilememiştir.

Tablo 4.8: Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	1,09	3,13	0,83	3,57	1,92	3,95	0,30	3,15	2,06	4,09
ACART	0,13	0,39	0,10	0,44	0,24	0,49	0,04	0,39	0,25	0,51
Z	0,38	1,10	0,29	1,25	0,67	1,38	0,10	1,10	0,72	1,43
Z (0,05)										
Z (0,025)										

4.3.7. Holdingler ve Yatırım Şirketleri için CAR Analizi

Örneklemimizde Holdingler ve Yatırım Şirketlerine ait 11 olay bulunmaktadır. Şekil 4.11’de şirketlerin farklı olay pencerelerindeki CAR değerlerinin dağılımı sunulmaktadır.



Şekil 2.22: Holdingler ve Yatırım Şirketleri CAR Değerleri

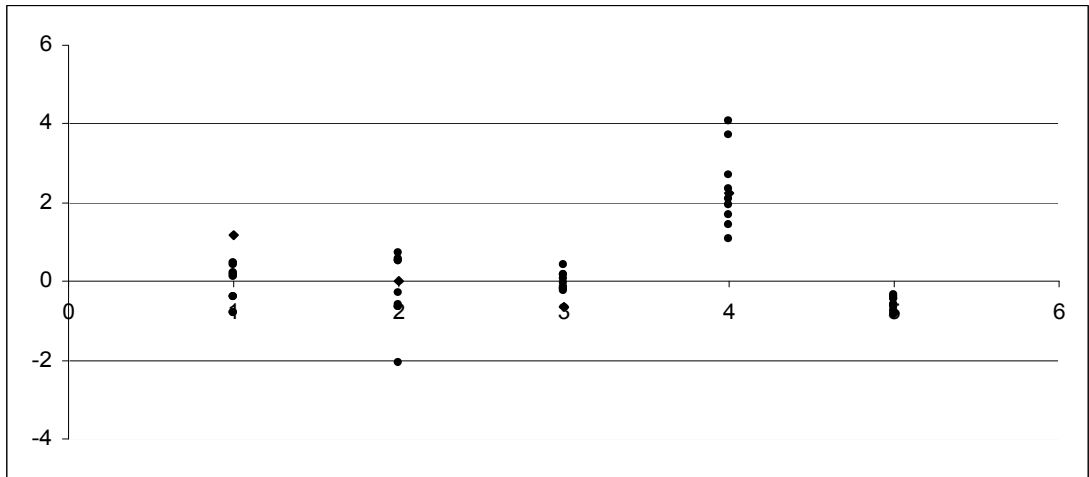
Farklı tahmin pencereleri ve olay pencereleri için yapılan t testi sonuçları tablo 4.9’da sunulmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi $Z_{0,05}$ ve $Z_{0,025}$ değerleri için tüm tahmin pencereleri ve olay pencerelerinde örneklem için anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 4.9: Holdingler ve Yatırım Şirketleri CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	8,49	6,92	14,94	10,13	11,59	8,04	17,09	11,87	12,56	8,97
ACARt	0,76	0,62	1,34	0,91	1,04	0,72	1,54	1,07	1,13	0,81
Z	2,53	2,06	4,46	3,02	3,46	2,40	5,10	3,54	3,75	2,68
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

4.3.8. Gıda, İçki ve Tütün Sektörü için CAR Analizi

Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe gerçekleşen olay sayısı 5’dir. Şekil 4.12’de şirketlerin farklı olay pencerelerindeki CAR değerlerinin dağılımı sunulmaktadır.



Şekil 2.23: Gıda, İçki ve Tütün Sektörü CAR Değerleri

Farklı tahmin pencereleri ve olay pencereleri için yapılan t testi sonuçları tablo 4.12’de sunulmaktadır. Tabloda görüldüğü gibi $Z_{0,05}$ ve $Z_{0,025}$ değerleri için 100’lük tahmin penceresinde (-1/+1) olay penceresi için anlamlı bir sonuç elde edilmiştir.

Tablo 4.10: Gıda, İçki ve Tütün Sektörü için hesaplanan CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	2,00	-1,09	2,46	0,09	4,50	0,99	1,80	-0,03	3,59	0,74
ACARt	0,39	-0,22	0,49	0,02	0,89	0,20	0,36	-0,01	0,71	0,15
Z	0,88	-0,48	1,09	0,04	1,99	0,44	0,80	-0,01	1,59	0,33
Z (0,05)					ANLAMLI					
Z (0,025)					ANLAMLI					

5. SONUÇLAR VE TARTIŞMA

Bu çalışmada, satınalma ve birleşme stratejilerinin firma pazar performansına etkisini incelenmiştir. Bu inceleme yapılırken kısa dönemde hisse senetlerinin olağandışı getirileri CAR yöntemi ile hesaplanıp satınalma ve birleşme stratejilerinin kısa vadede hisse senetlerinin getirilerine etkisinin olup olmadığı analiz edilmiştir.

Çalışmada üç hipotezin kabulü/reddi irdelenmiştir:

1. Hipotez : Satın alan firmaların hisse senedi kısa vadede artar. CAR değerlerinin ortalaması “0”a eşit değildir. Örneklem için farklı tahmin ve olay pencerelerinde yapılan hesaplamaların sonucunda CAR değerlerinin hepsinin istatistiki olarak anlamlı düzeyde 0’dan büyük olduğu kanıtlanmıştır.

Tablo 5.1: Örneklem CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	43,42	44,43	46,58	46,21	38,21	35,41	52,47	50,76	41,48	37,52
ACARt	0,60	0,61	0,64	0,64	0,53	0,49	0,72	0,70	0,57	0,52
Z	5,06	5,18	5,43	5,39	4,46	4,13	6,12	5,92	4,84	4,38
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

2. Hipotez: Satındığı firma ile birleşen firmanın hisse senedi değeri artar. Birleşen firmalar için CAR yöntemi ile anormal bir değer yaratıp yaratılmadığına bakılmıştır. Satınalma işlemi gerçekleştiren örneklem için tüm pencerelerde istatistiki olarak anlamlı pozitif getiriler gözlemlenirken, “Satınalma ve Birleşme” işleminin gerçekleştiği olaylardan oluşan örneklem için yapılan hesaplamaların sonucunda farklı tahmin ve olay pencerelerinin ancak bazıları için CAR değerlerinin anlamlı düzeyde 0’dan büyük olduğu kanıtlanmıştır.

Tablo 5.2: “Satınalma” olaylarının CAR analizi

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	32,36	23,72	41,77	32,81	37,93	28,92	48,53	38,57	42,44	33,14
ACARt	0,60	0,44	0,78	0,61	0,71	0,54	0,91	0,72	0,79	0,62
Z	4,40	3,22	5,68	4,46	5,16	3,93	6,60	5,24	5,77	4,51
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

Tablo 5.3: “Satınalma ve Birleşme” olaylarının CAR analizi

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	12,45	22,89	5,38	14,36	0,79	7,04	4,23	12,80	-0,80	4,61
ACART	0,65	1,19	0,28	0,75	0,04	0,37	0,22	0,67	-0,04	0,24
Z	2,83	5,20	1,22	3,26	0,18	1,60	0,96	2,91	-0,18	1,05
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI		ANLAMLI				ANLAMLI		
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI		ANLAMLI				ANLAMLI		

3. Hipotez: Sektörel olarak 1. hipotezdeki eğilimler değişebilir. 1. hipotez olay sayısı 5 ve üzerinde olan sektörler için incelenmiştir. Sektörel analizlerde elde edilen örneklem CAR değerleri Tablo 5.4-5.9.'da sunulmaktadır. Sonuçlar incelendiğinde farklı olay ve tahmin pencereleri için sektörler için farklı sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

Taş ve Toprağa dayalı sanayi sektörü için analizlerin bazılarında hisse senedi değerlerinin olaylar sonucu istatistiksel olarak anlamlı bir düzeyde düştüğü görülmektedir. Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü için herhangi bir pencerede istatistiksel olarak anlamlı anormal getiri gözlemlenmemiştir. Holdingler ve Yatırım Şirketler için değerlendirme yaptığımızda tüm pencerelerde hisse senedi değerlerinde istatistiksel olarak anlamlı düzeyde bir artış olduğunu görmekteyiz.

Tablo 5.4: Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	-3,42	0,48	-6,74	0,11	-0,70	0,20	-6,74	-0,42	-0,82	-0,04
ACART	-0,48	0,07	-0,95	0,02	-0,10	0,03	-0,95	-0,06	-0,12	-0,01
Z	-1,28	0,18	-2,52	0,04	-0,26	0,07	-2,52	-0,16	-0,31	-0,01
Z (0,05)			ANLAMLI				ANLAMLI			
Z (0,025)			ANLAMLI				ANLAMLI			

Tablo 5.5: Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	13,99	16,27	12,50	11,72	2,75	3,62	10,16	9,20	1,62	2,01
ACART	1,54	1,79	1,37	1,29	0,30	0,40	1,12	1,01	0,18	0,22
Z	4,61	5,37	4,12	3,87	0,91	1,19	3,35	3,03	0,54	0,66
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI			ANLAMLI	ANLAMLI		
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI			ANLAMLI	ANLAMLI		

Tablo 5.6: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	8,39	8,65	7,69	7,44	4,72	4,64	10,20	10,15	7,00	6,45
ACART	1,38	1,43	1,27	1,23	0,78	0,77	1,68	1,67	1,16	1,06
Z	3,39	3,50	3,11	3,00	1,91	1,87	4,12	4,10	2,83	2,61
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI			ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

Tablo 5.7: Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	1,09	3,13	0,83	3,57	1,92	3,95	0,30	3,15	2,06	4,09
ACARt	0,13	0,39	0,10	0,44	0,24	0,49	0,04	0,39	0,25	0,51
Z	0,38	1,10	0,29	1,25	0,67	1,38	0,10	1,10	0,72	1,43
Z (0,05)										
Z (0,025)										

Tablo 5.8: Holdingler ve Yatırım Şirketler CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	8,49	6,92	14,94	10,13	11,59	8,04	17,09	11,87	12,56	8,97
ACARt	0,76	0,62	1,34	0,91	1,04	0,72	1,54	1,07	1,13	0,81
Z	2,53	2,06	4,46	3,02	3,46	2,40	5,10	3,54	3,75	2,68
Z (0,05)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI
Z (0,025)	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI	ANLAMLI

Tablo 5.9: Gıda, İçki ve Tütün Sektörü CAR Değerleri

Olay Penceresi	100'lük Tahmin Penceresi						50'lik Tahmin Penceresi			
	7-7	7-0	3-3	3-0	1-1	1-0	3-3	3-0	1-1	1-0
TOPLAM CAR	2,00	-1,09	2,46	0,09	4,50	0,99	1,80	-0,03	3,59	0,74
ACARt	0,39	-0,22	0,49	0,02	0,89	0,20	0,36	-0,01	0,71	0,15
Z	0,88	-0,48	1,09	0,04	1,99	0,44	0,80	-0,01	1,59	0,33
Z (0,05)					ANLAMLI					
Z (0,025)					ANLAMLI					

Sonuç olarak İMKB’de Ocak 1998-Haziran 2006 döneminde gerçekleşen satınalma ve birleşmeleri incelediğimizde alıcı firma için kısa vadede olağandışı bir getirinin elde edildiği görülmektedir. Sadece satınalma ve birleşme gerçekleşen olaylar incelenen tüm tahmin ve olay pencerelerinde anlamlı sonuçlar vermekte ancak satınalma ile birleşme birlikte gerçekleştiğinde olağandışı getirinin olaydan daha önce ortaya çıktığı, olay gerçekleştikten sonra etkisinin azaldığı görülmektedir. Sektörler bazında yapılan analiz sonuçlarında ise alıcı firma hissedarların elde ettiği getirinin farklılık gösterdiği görülmektedir.

KAYNAKLAR

- Alberts, W. W. & Segall, J. E.**, 1967, The Corporate Merger, The University of Chicago Press, Chicago.
- Arslan, Bader, H.**, 2001, Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri, *Active Yönetim Dergisi*, Temmuz-Ağustos, 44.
- Arslan, Bader, H.**, 2004, Bulmacanın Eksik Parçası: Birleşme ve Satınalmalarda İnsan Kaynakları, Siyasal Kitapevi, Ankara, 27.
- Banerjee, A. ve Eckard, E. W.**, 1998, Are Mega-Mergers Anticompetitive? Eviden From the First Great Merger Wave, *Rand Journal of Economics*, **29**.
- Baş, M. İ.**, 1990, Şirket Büyümelerine Finansal Bir Bakış: Özellikle Birleşmeler, *MPM Verimlilik Dergisi*, **1**.
- Bektöre, S., Benligiray, Y. ve Aydın, D.**, 2000, Şirketler Muhasebesi, Eskişehir, 73.
- Benston, G. J.**, 1982, Accounting Numbers and Economic Values, *Antitrust Bulletin*, **27**.
- Bolten, S.E. & Conn, R. L.**, 1981, Essentials of Managerial Finance-Principles and Practice, Houghton Mifflin Company, Boston.
- Campa, J. M., Hernando, I.**, 2006, M&As performance in European Financial Industry, *Journal of Banking & Finance*, 2006.
- Casey, R., Dodd, P., Dolan, P.**, 1987, Takeovers and Corporate Raiders; Emprical Evidence from Extended Event Studies, *Australian Journal of Management*, **12(2)**.
- Chafee, E. E.**, 1985, Three Models of Strategy, *Academy of Management Review*, **10**.
- Chandler, A. D.**, 1962, Strategy and Structure: Chapter in the History of the Industrial Enterprise, MA: MIT Press, Cambridge.

- Clark, P. J.**, 1991, *Beyond The Deal, Optimizing Merger and Acquisition Value*, Harper Business, New York.
- Copeland, T., Koller, T. And Murrin J.**, 1994, *Valuation*, Mc Kinsey & Company Inc., New York, 435.
- Çevik, S.**, 2004, *Stratejilerin Performansa Etkisinin Analizi*, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Davut, L.**, 1994, *Sanayi İktisadı: Piyasa Yapısı Unsurları*, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- Demirbağ, A.**, 2005, *Şirket Birleşme ve Devralmalarında İnsan Kaynaklarının Roller*, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Diñer, Ö.**, 1998, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, Beta Yayınevi, İstanbul, 1998
- Diñer, Ö.**, 2003, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, 6. Baskı, Beta Yayınevi, İstanbul, 2005.
- Dobbins, R., Witt, S. F.**, 1983, *Portfolio Theory and Investment Management*, Roberts & Co.Ltd., Oxford.
- Economist**, 1998, A Year of Mergers in Europe, January, **36**.
- Ernst&Young**, Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2004 Raporu.
- Eren, E.**, 2000, *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*, Beta Yayınevi, İstanbul, 238.
- Gökbel, S. A.**, 2004, *Şirket Birleşmeleri, "Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık"*, Alfa Yayınları, İstanbul, 227-228.
- Gruber,M., Elton, E.**, 1984, Nonstandart CAPMs and The Market Portfolio, *Journal of Finance* **39**.
- Hambrick, D. C.**, 1981, Environment, Strategy and Power Within Top Management Teams, 5. Baskı *Administrative Science Quarterly*, **26**.
- Henderson, B. D.**, 1989, The Origin of Strategy, *Harvard Business Review*, November-December, 139-143.

- İrem, D.**, 2006, Küçülme Kararlarının Firma Pazar Performanslarına Etkisinin BHAR Metodu İle Analizi, Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Kıymaz, H., Kılıç, O.**, 2004, International Mergers and Acquisitions: A Jump Diffusion Model Application, *Journal of Economics and Finance*, **28(2)**.
- Kıymaz, H., Mukherjee, T. K.**, 2001, Parameter Shifts When Measuring Wealth Effects in Cross-border Mergers, *Global Financial Journal*, **12**.
- Kyle, R., Stickland, T. H., Fayissa, B.**, 1992, Capital Markets' Assesment of Airline Restructuring Following Deregulation, *Applied Economics*, **24**.
- McWilliams, A., Siegel, D.**, 1997, Event Studies in Management Reserarch: Theoretical and Emprical Issues, *Academy of Management Journal*, **3**.
- Megginson, W. L., Morgan, A., Nail, L.**, 2004, The Determinants of Positive Long-term Performance İn Strategic Mergers: Corporate Focus and Cash, *Journal of Banking & Finance*, **28**.
- Mintzberg, H., Ahlstrand, B., Lampel, J.**, 1998, Strategy Safari, The Free Press, New York.
- Moeller, S. B., Schlingemann F. P.**, 2005, Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison Between Cross-Border and Domestic Acquisitions, *Journal of Banking & Finance*, **29**.
- Moeller, S. B., Schlingemann F. P., Stulz R. M.**, 2004, Firm Size and the Gains from Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, **73**.
- Overman, S.**, 1999, Learning Your M&ABC's, *HR Focus*, Vol. **76(8)**.
- Porter, M. E.**, 1996, What is Strategy?, *Harvard Business Review*, November-December, 61-76.
- Scholtens, B., de Wit, R.**, 2004, Announcement Effects of Bank Mergers in Europe and the US, *Research in International Business and Finance*.
- Weston, J. F.**, 1965, Managerial Finance, Holt, Rinehart and Winston Inc., New York.

Wilcox, H. D, Chang, K. C., Grover, V., 2001, Valuation of Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry: a study on diversification and firm size, *Information & Management* , **38**.

www.imkb.gov.tr

www.rekabet.gov.tr

EKLER

EK 1. Satınalma ve Birleşme Olayları

Kısaltma	Satın Alan	Satın Alınan
ACIBD1	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş., Acıbadem Poliklinikleri A.Ş., Mehmet Ali Aydınlar ve şirket çalışanları	Bayındır Hayat Sigorta A.Ş.
ACIBD2	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.	Acıbadem Göz Sağlığı Hizmetleri A.Ş.
ACIBD3	Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.	International Hospital İstanbul A.Ş.
AEFES1	Efes Breweries International N.V.,	Sırbistan'daki Zajecar bira fabrikası
AEFES2	Efes Breweries International N.V.	Kransy Vostok Bira Grubu KV
AFMAS	AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Kültür ve Gösteri Merkezleri İşletmecilik ve Tic. A.Ş (KGM)
AKBNK1	Akbank T.A.Ş.	BNP-Ak Dresdner Bank A.Ş.
AKBNK2	Akbank T.A.Ş.	Sabancı Bank plc.
AKCNS	Akçansa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Betonsa Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.
AKGRT	Aksigorta A.Ş.	Ak Emeklilik A.Ş.
ANACM	Anadolu Cam	Pokrovsky Cam Ambalaj şirketi
ANELT	Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri San. ve Tic. A.Ş	İnnova Bilişim Çözümleri A.Ş.
ARCLK2	Arçelik A.Ş.	Elektra Bregenz AG - Elektra Bregenz Produktions GmbH
ARCLK1	Ardutch BV.	SC Arctic S.A.
AYGAZ	AYGAZ AŞ	Birleşik Oksijen Sanayi A.Ş.
AYGAZ1	Aygaz A.Ş.	Gazal Gaz Aletleri A.Ş.

Kısaltma	Satın Alan	Satın Alınan
BEKO	Beko Elektronik	Grundig Ag
BERDN	Berdan Tekstil Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Gizmo Tekstil İmalat Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.-Eksan Model Konfeksiyon Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BRSAN	Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş.	Mannesmann Boru Endüstrisi T.A.Ş.
ACIBD1	Peg Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş. - Bsh Ev Aletleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	BSH PEG Beyaz Eşya Servis A.Ş.
ACIBD2	BSH Profilo Elektrikli Gereçler Sanayii A.Ş.	BSH PEG Beyaz Eşya Servis A.Ş.
BSHEV1	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.	Limaş Ticari ve İktisadi Bütünlüğü
BSHEV	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Modern Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.'den herhangi birine	Standart Çimento Ticari ve İktisadi Bütünlüğü
BTCIM	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası T.A.Ş.	Kınık Kireç ve Çimento Sanayi A.Ş.
CIMSA	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş.	Lalapaşa Çimento Ticari ve İktisadi Bütünlüğü
CMENT1	Denizbank A.Ş.	Deniz Faktoring A.Ş.
CMENT	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	Petrol Ofisi A.Ş.
DENİZ	Işıl TV	Star TV Ticari ve İktisadi Bütünlüğü
DOHOL	Yasaş Yaşar Boya ve Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Bayraklı Boya ve Vernik Sanayii A.Ş.
DYHOL	Eis Eczacıbaşı İlaç Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Eczacıbaşı Rhone-Poulenc İlaç San. A.Ş.
DYOBY	Efes Invest Holland	Coca-Cola Bottling Company of Jordan (CCBCJ)
ECILC	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	İSDEMİR A.Ş.
EFES	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	Divriği-Hekimhan Madenleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
EREGL3	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	Yarımca Porselen Sanayi ve Ticaret A.Ş.
EREGL1	Global Altyapı Hizmetleri ve İşletmecilik A.Ş.	Ege Liman İşletmeleri A.Ş.
EREGL2	Işıklar Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Baksan Bartın Kağıt Sanayi A.Ş. ve Eltaş Elazığ Kağıt Torba San. A.Ş.

Kısaltma	Satın Alan	Satın Alınan
GLYHO	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	Akdemir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ISAMB1	İzmir Demir Çelik A.Ş.	İDÇ Liman İşletmeleri A.Ş.
IZMDC1	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Tekiz İzolasyon ve Yapı Elemanları Sanayi A.Ş.
IZMDC	KFS ve Koçbank Nederland N.V	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
IZOCM	Enerji Yatırımları A.Ş.	Tüpraş
KCHOL1	Kent Gıda Maddeleri Sanayii Ve Ticaret A.Ş.	Birlik Gıda Sanayii ve Ticaret A.Ş.’
KCHOL2	Kelebek Mobilya Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Kelebek Möbel/Vertriebs GmbH
KORDS2	Kordsa Sabancı Dupont	Intercord Technische Faden GmbH Tekkord Üretim ve Ticaret firmasının ve Intercord GbRmH Walter Terschüren und Partner
KORDS4	Kordsa Sabancı Dupont	Dusa Endüstriyel İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.’
KORDS3	Kordsa Sabancı Dupont	Aliaf Sanati
KORDS1	Kordsa Sabancı Dupont Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret A.Ş	Sakosa Sabancı Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
KOZAD1	KSS Madencilik Turizm İnşaat San. Tic. A.Ş.	Eti Gümüş A.Ş.
KOZAD2	ATP İnşaat ve Ticaret A.Ş. Firması, Koza İpek Holding A.Ş.	Normandy Madencilik A.Ş.
KOZAD3	Koza Altın Şirketi	Mastra Madencilik A.Ş.
LIOYS	L.İ.O. Yağ Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Mirax Corporation
MAALT	Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş.	Tütaş Türk Turizm A.Ş.
MERKO	Merko Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Sultanköy Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MIGRS1	Koç Holding A.Ş. ve iştiraki Migros Türk Ticaret A.Ş.	Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş.
MIGRS2	Migros Türk T.A.Ş.	Koç-Ata-Sancak Besi ve Tarım Ürünleri A.Ş.
OTKAR	Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	İstanbul Fruehauf Taşıt Araçları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Kısaltma	Satın Alan	Satın Alınan
PTOFS	Petrol Ofisi A.Ş.	İş Doğan Petrol Yatırımları
SAHOL1	H.Ö. Sabancı Holding A.Ş.	I-BİMSA Uluslararası İş Bilgi ve Yönetim Sistemleri A.Ş.
SAHOL2	H.Ö. Sabancı Holding A.Ş.	DuPont Sabancı Polyester Europe B.V.
SAHOL3	Sabancı Industrial Nylon Yarn Tire and Cord Fabric BV	Dupont Sabancı International LLC (Dusa)
SAHOL5	CarrefourSA Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.	Gima Gıda ve İhtiyaç Maddeleri T.A.Ş. (Gima)
SAHOL4	Sabancı Industrial Nylon Yarn and Tire Cord Fabric B.V.	Companhia Bahiana de Fibras (COBAFI)
SODA1	Soda Sanayii A.Ş.	İtalyan Şirket Cromital S.p.A.
SODA2	Soda Sanayii A.Ş.	Fabrika Sode Lukavac (FSL)
TIRE	Tire Kutsan Oluklu Mukavva Ve Kutu Sanayi A.Ş.	Bomsaş Mukavva Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TUPRS	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	Ditaş Deniz İşletmeciliği ve Tankerciliği A.Ş.
UZEL	Tarma Tarım Makinaları Dağıtım A.Ş.	KLF Grubu
VESTL1	Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Cabot Communications Limited
VESTL	Vestel Savunma Sanayi A.Ş.	Aydın Yazılım ve Elektronik Sanayi A.Ş.
YUNSA	Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Exsa Deutschland GmbH
ZOREN	Zorlu Petrogas Petrol, Gaz ve Petrokimya Ürünleri İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	Amity Oil International Pty Limited (Amity)

ÖZGEÇMİŞ

Işıl Ünlü

unlu_isil@yahoo.co.uk

1979 yılında Tekirdağ'da doğdu. İlkokul ve ortaokulu Tekirdağ'da tamamladı. 1997 yılında İstanbul Atatürk Fen Lisesi'nden mezun oldu. 1997 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi Endüstri Mühendisliği bölümünü kazandı. 2001 yılında mezun oldu ve dil eğitimi için İngiltere'de 8 ay kaldı. 2002 yılında TÜBİTAK-TÜSSİDE'de araştırmacı olarak ilk iş hayatına başladı. 2003 yılında Cumhurbaşkanlığı Genel Sekreterliği Kurumsal Gelişim Projesinde Proje Sorumlusu olarak çalıştı. Aynı sene İstanbul Teknik Üniversitesi Endüstri Mühendisliği Bölümü Mühendislik Yönetimi Programında yüksek lisans eğitimine başladı. 2004 yılında TÜBİTAK Başkanlık Kurumsal Gelişim Projesinde Proje Sorumlusu olarak çalıştı. 2006 yılında Yapı Kredi Sigorta'da çalışmaya başladı ve halen bu firmada iş hayatına devam etmektedir.