

T.C
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞL-YL-2012-0006

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİRMANIN PİYASA DEĞERİNE ETKİSİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA

HAZIRLAYAN
Sibel ÇEVİKÇELİK

TEZ DANIŞMANI
Yrd. Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK

AYDIN- 2012

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
İŞL-YL-2012-0006

**ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİRMANIN PİYASA
DEĞERİNE ETKİSİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA**

HAZIRLAYAN
Sibel ÇEVİKÇELİK

TEZ DANIŞMANI
Yrd. Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK

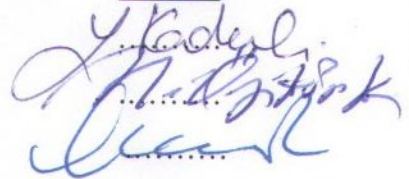
AYDIN- 2012

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İşletme Ana Bilim Dalı İşletme Programı öğrencisi Sibel ÇEVİKÇELİK tarafından hazırlanan “**Şirket Birleşmelerinin Firmanın Piyasa Değerine Etkisi: İMKB’de Uygulama**” başlıklı tez, 28 Eylül 2012 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

Unvanı, Adı ve Soyadı :
(Başkan) Doç.Dr.Yusuf KADERLİ
Yrd..Doç.Dr Mustafa ÖZTÜRK
Yrd.Doç.Dr. Hafize Meder ÇAKIR

Kurumu :
Adnan Menderes Üniv.
Adnan Menderes Üniv.
Pamukkale Üniv.

İmzası:


Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu yüksek lisans tezi, Enstitü Yönetim Kurulununsayılı kararıyla tarihinde onaylanmıştır.

Doç.Dr. Osman PEKER
Enstitü Müdürü

Bu tezde görsel, işitsel ve yazılı biçimde sunulan tüm bilgi ve sonuçların akademik ve etik kurallara uyularak tarafımdan elde edildiğini, tez içinde yer alan ancak bu çalışmaya özgü olmayan tüm sonuç ve bilgileri tezde kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

Sibel ÇEVİKÇELİK

Sibel ÇEVİKÇELİK

ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİRMANIN PİYASA DEĞERİNE ETKİSİ: İMKB'DE UYGULAMA

ÖZET

Bu çalışmada şirket birleşmelerinin firma değeri üzerindeki etkileri incelenmiő ve analiz edilmiştir. Bu analiz yapılmadan önce şirket birleşme kavramlarının neler olduğu açıklanmiőt ve şirket birleşme şekilleri, birleşme kararları, şirket birleşmesine yonelten nedenlerin neler olduğu, şirket birleşmelerinin avantaj ve dezavantajları, birleşme süreci gibi konular ele alınmiőtir. Ayrıca, firma değeri tanımı, kapsamı, önemi ve belirlenmesi ile ilgili konularda ele alınmiőtir. Çalışmanın son bölümünde şirket birleşme ve devralma duyurularının hisse senedi getirileri üzerine etkileri analiz edilirken olay etüdü yönteminden yararlanılmıőtir. Bu araőtırmada, İMKB'de işlem görüp, SPK izniyle satın alma işlemleri gerçekleştirilen şirketlerin halka sunulan bilgileri doğrultusunda satın alma sonrası elde tutma anormal getirileri ve kümülatif getirileri hesaplanmiőt, bu sonuçlara göre birleşmelerin genel olarak hisse senetleri fiyatlarına kısa vadeli etkilerinin olduğu görülmüőt ve piyasanın etkinliği konusunda bilgi edinilmiőtir.

ANAHTAR SÖZCÜKLER:

Şirket birleşme ve devralmaları, firma değeri, olay etüdü, kümülatif ortalama getiri, aşırı getiri.

Sibel ÇEVİKÇELİK

THE EFFECT OF MERGERS AND ACQUISITION COMPANY'S MARKET VALUE:
APPLICATION ON THE ISE

ABSTRACT

In this study, the reflections of business associations on company values are examined and analyzed. Just before this analysis, business association terms are explained, and some topics like forms of business associations, association decisions, the reasons that lead to business associations, the advantages and disadvantages of business associations, and the association process are discussed. Furthermore, issues related to the definition, the scope, the importance, and the designation of company value are also handled. In the last part of the study, event survey method is used while analyzing the effects of company association and takeover announcements on stock returns. In this study, abnormal returns of holding after purchase and cumulative returns are calculated, depending on the released-to-public information of the companies that are traded in ISE, and whose purchase operations are performed with SPK license. According to these results, it is seen that associations generally have short term effects on the share prices, and the information regarding the market efficiency is obtained.

KEY WORDS:

Mergers and acquisitions, company value, event survey, cumulative average return, excessive return.

ÖNSÖZ

Günümüzde, işletmelerin uluslararası nitelik taşıyan faaliyetlerinde şirket birleşmeleri büyük bir ağırlık kazanmıştır. Gelişmiş ülkelerde kurulan işletmelerde, yirminci yüzyılın başlarından günümüze kadar dalgalar halinde çoğalan şirket birleşmeleri gerçekleştirilmiştir. Diğer yandan, bugünkü rekabet koşullarında şirket birleşmeleri, sadece gelişmiş ülkelerde değil, diğer ülkelerdeki işletmeleri de derinden etkilemektedir. Bu gelişme özellikle ülkemiz gibi küresel rekabet koşullarında faaliyette bulunan ülkeler için daha büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmada finansal sistemin birer parçası olan hisse senetleri ve şirketler ele alınmıştır. Şirket birleşme faaliyetlerinin hisse senedi getirileri (firma değeri) üzerinde nasıl bir etki yarattığı konusu araştırılmıştır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında bana rehberliğini ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen danışman hocam sayın Yrd. Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK'e teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca çalışmanın uygulama kısmında benden yardımını esirgemeyen sayın hocam Doç.Dr. Yusuf KADERLİ'ye de teşekkürlerimi sunarım.

Çalışmam sırasında benden maddi ve manevi desteğini esirgemeyen ve varlığıyla bana güç veren sevgili eşime ve yaşama sevincim olan canım oğullarıma teşekkür ederim. İyi ki varsınız.

Ve benim bugünlere gelmemde çok büyük payları olan, sevgi ve desteklerini hiç esirgemeyen canım anneme ve yakın zamanda kaybettiğim canım babama çok çok teşekkür ediyorum. Rahat uyu babacığım.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	i
ÖN SÖZ	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLolar LİSTESİ	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ	v
KISALTMALAR VE SİMGELER LİSTESİ	vii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	
ŞİRKET BİRLEŞMELERİ	
1.1 . BİRLEŞME KAVRAMI	4
1.2 . BİRLEŞME ŞEKİLLERİ	5
1.2.1. Konsolidasyon (Consolidation)	6
1.2.2. Satın Alma (Acquisition)	6
1.2.3. Devralma (Merger)	6
1.3 . STRATEJİK BİRLEŞME KARARLARI	7
1.3.1. Yatay Birleşmeler	7
1.3.2. Dikey Birleşmeler	8
1.3.3. Karma (Çapraz) Birleşmeler	9
1.4. ŞİRKET BİRLEŞMESİNE YÖNELTEN NEDENLER	10
1.4.1. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma	12
1.4.2. Sinerji Etkilerinden Yararlanma	13
1.4.3. Birleşmenin İçsel Büyümeden Daha Avantajlı Olması	13
1.4.4. Çeşitlendirme Yoluna Gidilerek Riskin Azaltılması	14
1.4.5. Kaynak Sağlama Kapasitesini Genişletme	14

1.4.6. Finansal Nedenler	14
1.4.7. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma	15
1.4.8. Psikolojik Nedenler	16
1.4.9. Hisse Senetlerinin Fiyat/Gelir Oranını Yükseltme	16
1.4.10. Vergi Avantajları	16
1.4.11. Prestij Sağlama	17
1.4.12. Rekabetle Sağlanan Avantajlar	18
1.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI	18
1.6. BİRLEŞME SÜRECİ	18
1.6.1. Birleşmenin Planlanması	20
1.6.2. Birleşecek Aday İşletmenin Araştırılması ve Seçimi	20
1.6.3. Aday İşletmenin Değerinin Belirlenmesi	21
1.7. BİRLEŞME GÖRÜŞMELERİ	21
1.7.1. Dostça Birleşmeler	21
1.7.1.1. Birleşme Anlaşmalarının Müzakere Edilmesi	21
1.7.2. Düşmanca Birleşmeler	23
1.7.2.1 Düşmanca Birleşme Taktikler	23
1.7.2.1.1 Vekaleten Oy Kullanma Yöntemi	24
1.7.2.1.2 Satın alma Teklifi Götürme	24
1.7.2.1.3 Bear Hug	24
1.7.2.1.4 Altın Paraşüt Yöntemi	25
1.7.2.2 Düşmanca Birleşmeleri Önleme Yöntemleri	25
1.7.2.2.1 Yeniden Yapılanma	25
1.7.2.2.2 Zehirli Haplar	26
1.7.2.2.3 Diğer Savunma Taktikleri	26
1.8. BİRLEŞMEYE ADAY ŞİRKETİN FİNANSAL ANALİZİ	27
1.8.1. Niteliksel Faktörler	28

1.8.2. Niceliksel Faktörler	28
1.8.2.1. Pazar Değeri	28
1.8.2.2. Gelecek Dönem Kazançları ve Büyüme Hızı	29
1.8.2.3. Dağıtılan Kar Payları	29
1.8.2.4. Net İşletme Sermayesi ve Varlıkların Etkin Kullanımı	29
1.8.3. Finansal Değerlemede Kullanılan Yöntemler	30
1.8.3.1. Defter Değer	30
1.8.3.2. Tasfiye Değeri	31
1.8.3.3. Gerçek Değer	31
1.8.3.4. İşleyen Teşebbüs Değeri	31
1.8.3.5. Net Aktif Değer	32
1.8.3.6. Yeniden Kurma Değeri	32
1.8.3.7. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi	32
1.8.3.8. Hisse Başına Kar (HBK) Analiz Yöntemi	33

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI, ÖNEMİ VE BELİRLENMESİ

2.1. DEĞER, FİYAT VE DEĞERLEME KAVRAMI	35
2.2. FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI	36
2.3. FİRMA DEĞERİNİN ÖNEMİ	37
2.4. FİRMA DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER	37
2.5. TEMEL FİNANSAL UYGULAMALAR VE FİRMA DEĞERİNE ETKİLERİ	38
2.5.1. Finansal Kaldıracın Firma Değerine Etkisi	39
2.5.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Firma Değerine Etkisi	39
2.5.3. Asimetrik Bilginin Firma Değerine Etkisi	40

2.5.4. Temettü Politikası ve Firma Değerine Etkisi	41
2.5.4. Entelektüel Sermaye ve Firma Değerine Etkisi	41
2.6. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER	42
2.6.1. İndirgenmiş nakit Akımları Yöntemi	42
2.6.1.1. Nakit Akımları Tahmini	44
2.6.1.2. İskonto Oranının Belirlenmesi	45
2.6.1.3. Nakit Akımlarının Bugünkü Değerinin Hesaplanması	46
2.6.1.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Birleşmelerde Uygulanması	48
2.6.2. Ekonomik Katma Değer Yöntemi	53
2.6.3. Fiyat Katsayılarını Esas Alan Değerleme Yöntemi	55
2.6.3.1. Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı	57
2.6.3.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı	58
2.6.3.3. Diğer Fiyat Katsayıları	59
2.7. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ	60
2.7.1. Şirket Birleşmelerinde Firma Değerine Etki Eden Faktörler	61
2.7.2. Şirket Birleşmelerinde Firma Değerine Kısa ve Uzun Dönem Etkisi	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN FİRMALARDAKİ BİRLEŞME KARARLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

3.1. ARAŞTIRMA	63
3.1.1. Olay Etüdü Yöntemi	63
3.1.2. Çalışmada Kullanılan Veriler ve Verilerin Çalışma İçin Hazır Hale Getirilmesi	65
3.1.3. Aşırı Getirilerin Hesaplanması	74
3.1.4. Çalışma Sonucundaki Bulgular	78

3.1.4.1. 2005 Yılı Bulguları	78
3.1.4.1.1. 2005 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı	78
3.1.4.1.2. 2005 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı	80
3.1.4.2. 2006 Yılı Bulguları	85
3.1.4.2.1. 2006 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı	86
3.1.4.2.2. 2006 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı	88
3.1.4.3. 2007 Yılı Bulguları	94
3.1.4.3.1. 2007 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı	95
3.1.4.3.2. 2007 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı	97
3.1.4.4. 2008 Yılı Bulguları	104
3.1.4.4.1. 2008 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı	105
3.1.4.4.2. 2008 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı	108
3.1.4.5. 2009 Yılı Bulguları	114
3.1.4.5.1. 2009 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı	115
3.1.4.5.2. 2009 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı	118
3.1.4.6. 2010 Yılı Bulguları	125
3.1.4.6.1. 2010 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı	126
3.1.4.6.2. 2010 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı	129
3.1.4.7. 2011 Yılı Bulguları	136
3.1.4.7.1. 2011 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı	137
3.1.4.7.2. 2011 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı	140
SONUÇ	152
KAYNAKÇA	154
ÖZGEÇMİŞ	159

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 3.1: Türkiye'deki Birleşme ve Devralmaların Yıllara Göre Dağılımı (2005-2011)	65
Tablo 3.2: Çalışmaya Konu olan Şirketler ve Yıllara Göre Dağılımı (2005-2011)	66
Tablo 3.3: 2005 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler	67
Tablo 3.4: 2006 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler	68
Tablo 3.5: 2007 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler	69
Tablo 3.6: 2008 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler	70
Tablo 3.7: 2009 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler	71
Tablo 3.8: 2010 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler	72
Tablo 3.9: 2011 Yılı İçin Çalışmaya Dahil Edilen Şirketler	73
Tablo 3.10: 2005 Yılı (-5,5) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	79
Tablo 3.11: 2005 Yılı (-5,5) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	79
Tablo 3.12: 2005 Yılı (-15,15) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	80
Tablo 3.13: 2005 Yılı (-15,15) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	84
Tablo 3.14: 2006 Yılı (-5,5) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	86
Tablo 3.15: 2006 Yılı (-5,5) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	87
Tablo 3.16: 2006 Yılı (-15,15) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	89
Tablo 3.17: 2006 Yılı (-15,15) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	93
Tablo 3.18: 2007 Yılı (-5,5) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	95
Tablo 3.19: 2007 Yılı (-5,5) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	96
Tablo 3.20: 2007 Yılı (-15,15) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	98
Tablo 3.21: 2007 Yılı (-15,15) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	103
Tablo 3.22: 2008 Yılı (-5,5) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	106
Tablo 3.23: 2008 Yılı (-5,5) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	107
Tablo 3.24: 2008 Yılı (-15,15) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	109
Tablo 3.25: 2008 Yılı (-15,15) Olay Aralığı ART ve CART Verileri	113
Tablo 3.26: 2009 Yılı (-5,5) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	116

Tablo 3.27: 2009 Yılı (-5,5) Olay Aralığı ARt ve CARt Verileri	117
Tablo 3.28: 2009 Yılı (-15,15) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	119
Tablo 3.29: 2009 Yılı (-15,15) Olay Aralığı ARt ve CARt Verileri	124
Tablo 3.30: 2010 Yılı (-5,5) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	127
Tablo 3.31: 2010 Yılı (-5,5) Olay Aralığı ARt ve CARt Verileri	128
Tablo 3.32: 2010 Yılı (-15,15) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	130
Tablo 3.33: 2010 Yılı (-15,15) Olay Aralığı ARt ve CARt Verileri	135
Tablo 3.34: 2011 Yılı (-5,5) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	138
Tablo 3.35: 2011 Yılı (-5,5) Olay Aralığı ARt ve CARt Verileri	139
Tablo 3.36: 2011 Yılı (-15,15) Olay Aralığı Getiri ve Beta Verileri	141
Tablo 3.37: 2011 Yılı (-15,15) Olay Aralığı ARt ve CARt Verileri	150

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1: Birleşme Süreci	19
Şekil3.1 : 2005 Yılı (-5,5) Olay Aralığı CARt Grafiği	80
Şekil 3.2: 2005 Yılı (-15,15) Olay Aralığı CARt Grafiği	85
Şekil 3.3: 2006 Yılı (-5,5) Olay Aralığı CARt Grafiği	88
Şekil 3.4: 2006 Yılı (-15,15) Olay Aralığı CARt Grafiği	94
Şekil 3.5: 2007 Yılı (-5,5) Olay Aralığı CARt Grafiği	96
Şekil 3.6: 2007 Yılı (-15,15) Olay Aralığı CARt Grafiği	104
Şekil 3.7: 2008 Yılı (-5,5) Olay Aralığı CARt Grafiği	108
Şekil 3.8: 2008 Yılı (-15,15) Olay Aralığı CARt Grafiği	114
Şekil 3.9: 2009 Yılı (-5,5) Olay Aralığı CARt Grafiği	117
Şekil 3.10: 2009 Yılı (-15,15) Olay Aralığı CARt Grafiği	125
Şekil 3.11: 2010 Yılı (-5,5) Olay Aralığı CARt Grafiği	129
Şekil 3.12: 2010 Yılı (-15,15) Olay Aralığı CARt Grafiği	136
Şekil 3.13: 2011 Yılı (-5,5) Olay Aralığı CARt Grafiği	140
Şekil 3.14: 2011 Yılı (-15,15) Olay Aralığı CARt Grafiği	151

SİMGE VE KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	: Araştırma-Geliştirme
A.Ş	: Anonim Şirket
CARt	: Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri
Art	: Ortalama Aşırı Getiri
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
San.	: Sanayi
Tic.	: Ticaret
NBD	: Net Bugünkü Değer
NNA	: Net Nakit Akışı
TL	: Türk Lirası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VUK	: Vergi Usul Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
F/K	: Fiyat / Kazanç Oranı

GİRİŞ

Günümüz ekonomik koşullarında küreselleşme olgusunun bir sonucu olarak uluslararası pazarlar ulusal pazarların yerini almaya başlamıştır. Bugün artık dünya üzerindeki hemen hemen tüm ülkeler küreselleşme sonucunda rekabet edebilmek için ulusal pazarların yeterli olmadığını görmüşlerdir. Küreselleşmenin ulusal pazarlara etkisini güçlendiren önemli bir etki de uluslararası sermaye hareketlerindeki artıştır. Küreselleşmeye paralel olarak uluslararası sermaye hareketlerinin birçok türü çarpıcı bir şekilde artış göstermektedir. Doğrudan yabancı yatırımların, portföy yatırımlarının, uluslararası banka kredilerinin ve türev finansal ürünlerin uluslararası hareketi önemli ölçüde artmaktadır. Buna bağlı olarak küreselleşme, ticaret, finans ve diğer birçok alanda uluslararası düzeyde hemfikir olunan davranış kurallarının gelişmesine yol açmaktadır. Bu kurallardan en önemlisi de yeni rekabet kurallarıdır.

Günümüzde artık şirketler açısından küreselleşme olgusu yeni rekabet koşulları ile birlikte değerlendirilmektedir. Bu koşullar, tüm dünyanın pazar olarak düşünülmesini ve bunun gereği olarak tüm dünyada rekabet edebilecek ürünlerin üretilmesini ve pazarlamasını gündeme getirmiştir.

Küreselleşme olgusunun doğurduğu bu yeni rekabet koşullarında artık şirketlerin ayakta kalabilmek için teknolojik yatırımlar, maliyeti azaltıcı önlemler, yoğun araştırma geliştirme faaliyetleri gibi faaliyetlerine ağırlık vermeleri bir zorunluluk olmuştur.

Şirketlerin yeni rekabet koşullarında faaliyetlerini sürdürebilmeleri için yeterli büyüklükte olmaları gerekir. Bu büyüklüğe ulaşmak zorunluluğunda olan şirketlerin büyüme yollarından biri de başka bir şirketle birleşmek, diğer bir deyişle şirket evliliği yapmaktır. Şirketler, bu yolla rekabet etmeleri için gerekli olan sinerji kazançları elde etmeye çalışırlar.

Dünya ekonomisinde zaman zaman, şirket birleşmelerinin sayısında hem miktar hem de büyüklük olarak patlama olarak nitelendirilebilecek artışlar yaşanmıştır. Dünya ekonomisinde özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde yaşanan bu birleşme patlamasının sonuncusu ve belki de en büyüğü günümüzde yaşanmaktadır. Birleşmeler, küresel rekabetin yoğun olarak yaşandığı özellikle haberleşme, kimya, bankacılık ve finans gibi sektörlerde yoğun olarak gerçekleştirilmektedir.

Şirketler tarafından gerçekleştirilen birleşmeler çok geniş kesimleri etkilemektedir. Birleşmeler sadece birleşen şirketleri değil, bu şirketlerle ilgisi olan yatırımcılar, çalışanlar,

devlet gibi geniş bir gruba da etkileyecek sonuçlar doğurmaktadır. Özellikle, gelişmiş ülkelerde kurulmuş olan çokuluslu şirketlerin gerçekleştirdiği birleşmeler etkileri bakımından ulusal pazarlarda faaliyet gösteren şirketlerin birleşme etkilerinden çok daha fazladır.

Şirket birleşmelerinin en önemli yönlerinden biri, birleşmenin bir süreç olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında birleşme, birleşen şirketler için zaman alıcı ve sonuçları bakımından önemli bir süreçtir. Bu süreç sonuçları bakımından şirketler açısından geri dönülmez niteliktedir.

Birleşme süreci açısından, süreç içerisinde birleşen şirketlerin değerlemesi önemli bir adımdır. Şirketlerin değerinin belirlenmesi hem birleşme sürecinin başarı ile tamamlanması hem de birleşme sonucunda doğan yeni şirketin başarısı için gereklidir. Şirketlerin değeri belirlenerek birleşme sonucunda ne kadar ödeme yapılacağı ve hangi değiştirme biriminde hisse senetlerinin değiştirileceği saptanır. Bu açıdan bakıldığında birleşme sürecinin en önemli aşamalarından birinin birleşen şirketlerin değerinin belirlenmesi olduğu söylenebilir.

Şirketlerin faaliyetleri içinde önemli bir yeri tutan birleşmeler bir çok yönden çeşitli çalışmaların konusunu oluşturmuştur. Şimdiye kadar yapılan çalışmalarda birleşmeler; hukuksal, ekonomi ve finans kuramı açısından değerlendirilmiştir.

Bu çalışma Türkiye'deki şirket birleşme duyurularının firma değerine etkisini ölçmek amacıyla yapılmıştır.

Çalışma üç ana bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, birleşme kavramı, birleşme şekilleri, stratejik birleşme kararları, şirket birleşmesine yönelten nedenler, şirket birleşmesinin avantaj ve dezavantajları, birleşme süreci, birleşme görüşmeleri, birleşmeye aday şirketin finansal analizi ve birleşmelerde başarı ve başarısızlık konuları ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, firma değerinin kapsamı, önemi ve belirlenmesi ile ilgili bilgiler verilmiş, firma değerine etki eden faktörlerin neler olduğu açıklanmıştır. Ayrıca bu bölümde, firma değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemlerde sıralanarak açıklanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise şirket birleşme ve devralmalarının hisse senedi getirileri üzerine etkisi varsayımından yola çıkarak bu konuyla ilgili istatistiksel bir uygulama çalışması yapılmıştır. Bu çalışmada şirket birleşmelerinin hisse senedi getirilerine yani firma

değerine etkisi olay etüdü yöntemi kullanılarak ölçülmüştür. Uygulamanın sonuçlarına göre 2005-2011 döneminde gerçekleşen ve finansal sektör dışında faaliyet gösteren şirket birleşmeleri analiz edilerek, birleşmelerin hisse senedi getirisine (firma değerine) etkisi olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKET BİRLEŞMELERİ

1.1 BİRLEŞME KAVRAMI

İşletmelerin amacı, piyasa değerinin maksimum seviyeye yükseltilmesidir. Tabii ki bu amacı gerçekleştirmek için işletmelerin büyümesi şarttır. İşletmeler iki türlü büyüme stratejisi izlerler. Bunlardan ilki, işletmelerin faaliyetleri sonucu oluşturdukları fonları veya dışarıdan sağladıkları kaynakları yeni yatırım projelerinde kullanarak gerçekleştirdikleri büyüme olan “içsel büyüme” dir. Diğer büyüme stratejisi ise, “dışsal büyüme” olarak adlandırılan birleşmeler yoluyla büyümedir (Elmas, 2007: 3).

Bir dışsal büyüme stratejisi olan birleşme; genel anlamda iki veya daha fazla işletmenin daha etkin bir ekonomik teşebbüs oluşturmak amacıyla bir örgütlenme altında toplanmasıdır (Akgüç, 1998: 89).

Finans ve iktisat literatüründe, birleşme (merger); bir şirketin bir başka şirket tarafından satın alınması, devralınması olarak tanımlanır. Devralan şirket ünvanını ve tüzel kişiliğini korur ve devraldığı şirketin varlıklarını ve kaynaklarını almış olur. Birleşme sonrasında devralınan şirket ayrı bir ticari bir işletme olarak faaliyetlerine son vermiş olur (www.finans.com).

Birleşme (merger), Oxford Dictionary of Business’da şöyle tanımlanmıştır: “Birleşme, iki ya da daha fazla teşebbüsün yani bir varlıkla sonuçlanan bir oluşumla eşit bir şekilde kombinasyonudur. Birleşen teşebbüslerin ortakları yeni oluşumun risklerini ve ödüllerini eşit şekilde üstlenirler ve teşebbüslerden hiçbiri diğerine karşı üstünlük elde etmez, diğerinin kontrolünü elinde tutmaz. Bu durumda birleşen şirketlerin tüzel kişilikleri sona ermekte, ortaya yeni bir şirket ve yeni bir tüzel kişilik çıkmaktadır.”

‘Eşit’ sözcüğü tanımda geçen bir unsur olmakla birlikte akademik çevrelerde ve iş çevrelerinde ‘eşitlerin birleşmesi’ (merger of equals) gibi bir kavramla da karşılaşmaktadır. Bu ise benzer büyüklükte olan, benzer örgüt kültürüne sahip olan yönetimleri birbirlerine benzeyen ve karlılıkları birbirine yakın olan şirketlerin entegre edilmesi, harmanlanmasıdır. Bu tür birleşmelerde şirketler güçlerini ve isimlerini

birleştirmekle birlikte, kendi kimliklerini ve kontrollerini sürdürmektedirler. Eşitlerin birleşmesinde taraflar genellikle en iyi oldukları alanlarda faaliyetlerini sürdürmeye devam etmektedirler (Arslan, 2001: 5).

ABD'nin 6 no'lu Finansal Raporlama Standardı, birleşme ve satınalmalara göre bir oluşumun birleşme sayılabilmesi için şu dört kriterin yerine getirilmesi gerektiğini belirtir (Couldhard, 2001: 12):

- Taraflardan hiçbiri alıcı ya da alınan değildir.
- Bir araya gelen taraflardan her biri yeni oluşumun yönetim yapısına katılırlar.
- Bir araya gelen taraflar ölçek bağlamında göreceli olarak eşittirler.
- Birleşen şirketlerin hisselerinin yerini yeni şirketin hisseleri alır; dolayısıyla yeni şirkete ortak olabilmek için o şirketin senetlerine sahip olmak gerekmektedir.

Şirket birleşmelerinde birleşen şirketlerin ileriye dönük yarar ve risklerini bakılabilir. Birleşen şirketler birleşme yoluyla bir sinerji oluşturarak faaliyetlerini daha kârlı yürütmek amacındadırlar. Birleşmelerde sinerji; ölçek ekonomisi, farklı bölgelere açılma, azalan rekabet sonucu piyasa gücünde artış ve yönetimin daha etkin çalışması gibi faktörlerden ortaya çıkmaktadır (Elmas, 2001: 4).

1.2 BİRLEŞME ŞEKİLLERİ

Firmalar arası birleşmeleri, genel olarak üç türde gerçekleşmektedir. Bunlar (Elmas, 2001: 4):

- Konsolidasyon (Consolidation),
- Satınalma (Acquisition),
- Devralma (Merger).

1.2.1. Konsolidasyon (Consolidation)

Konsolidasyon; iki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarını sona erdirerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. Böylece birleşen işletmelerin her türlü varlıkları, hakları ve yükümlülükleri yeni oluşan işletmeye geçmektedir. Bu tür birleşmeler, TTK'da "tam birleşme" olarak adlandırılmıştır (Yörük ve Ban, 2006: 92).

Bir işletmeler arası işbirliğinin "konsolidasyon" olarak isimlendirilebilmesi için, **işletmelerin sadece ekonomik yönden değil, aynı zamanda hukuken de tek bir birlik** haline gelmeleri gerekir. Piyasada konsolidasyonun genelde aynı büyüklükteki işletmeler arasında gerçekleştirdiği görülmektedir (Yükçü, 1999: 1083).

1.2.2. Satınalma (Acquisition)

İşletmenin başka bir işletme tarafından varlıklarının tamamının veya bir kısmının satın alınmasıdır. Satın alma işlemi varlıkların satın alınması (acquisition of stock) şeklinde gerçekleşebilir (Yörük ve Ban, 2006: 92). Varlıkların satın alınmasında, satın alan işletme öteden beri faaliyetini sürdüren bir işletme olabileceği gibi yeni kurulan bir işletme de olabilir. Hisselerin satın alınmasında, bir işletme diğer bir işletmenin ortaklık haklarının tümünü veya kontrolü sağlayan şekilde bir kısmını satın alır. Bu durumda satın alan ana işletmeyle, satın alınan işletme arasında bir ana şirket-bağlı şirket ilişkisi ortaya çıkabilir (Örten ve diğ. , 2007: 677).

1.2.3. Devralma (Merger)

Türk Ticaret Kanunu, devralma yoluyla birleşmede, birleşmenin genel kurul kararıyla olacağını (TTK md. 148-385), birleşmenin noter onaylı yazılı bir sözleşme ile yapılması gerektiğini (TTK md. 434/7) yasal kurala bağlamıştır. Ayrıca, bir anonim şirketin, diğer bir anonim şirket

tarafından aktif ve pasifi ile birlikte devralınması yasal olarak mümkündür. (TTK md. 451/1). Bununla birlikte birden çok anonim şirketin mallarının yeni kurulacak bir anonim şirket tarafından devralınması da yasal olarak mümkündür (TTK md. 452/1).

Bu tür birleşmelerde bir şirket sona ererken, diğer şirket varlığını devam ettirir. Bu süreçte devralınan şirketin varlıkları ve borçları devralan şirkete geçer ve devralan şirket, devraldığı şirketin hisselerini, kendi hisse senetlerini, tahvillerini vererek veya nakden ödeme yaparak satın alır (www.businessstomorrow.net.htm, 05/08/2011).

1.3. STRATJİK BİRLEŞİM KARARLARI

Literatürde birleşmeler; yatay birleşmeler, dikey birleşmeler ve karma (çapraz) birleşmeler olarak üç şekilde sınıflandırılmaktadır.

1.3.1. Yatay Birleşmeler

Yatay birleşmeler aynı tüketicilere yönelik faaliyet gösteren rakip şirketler arasında gerçekleşmektedir. Örnek olarak, Tansaş ile Migros, Shell ile Türk Petrol ve Yapı Kredi ile Koçbank birleşmeleri gibi. Bu birleşmelerin esas amacı şirketlerin faaliyette buldukları sektördeki pazar paylarını arttırmaya yöneliktir. Bu birleşmelerin genel ekonomi açısından dezavantajı ya da tehlikesi, tekelleşmeye yol açabilmesidir. Ancak bu durum, çeşitli ülkelerde anti-tröst yasalarla engellenmeye çalışılmaktadır (www.kobitek.com, 05/08/2011).

Yatay birleşmelerin işletmelere sağladıkları faydaları şu şekilde sıralamak mümkündür (Asomedia, 2000:34).

- Ölçek ekonomilerinden yararlanma,
- Uzman personel kullanma,
- Finansal imkanların genişletilmesi,
- Dağıtım kanallarının daha etkin kullanımı,
- Maliyetlerin düşmesi,
- İleri teknolojiyi kullanma olanağı.

Yatay birleşmelerin işletmeler için yukarıda sayılan bir çok faydalarının yanında hem işletmeler hem de makro ekonomik göstergeleri etkilemek bakımından bazı zararları da söz konusudur (Özden, 2006:12).

Birleşme ile organizasyon yapısının yeterince planlanması halinde, yönetsel sorunlar doğabilir ve işletmeler arasında koordineli hareket etme imkanı güçleşebilir. Bu yöndeki birleşme ile organizasyonun büyümesi, yönetim masraflarını arttırır. Ayrıca, yatay birleşmeye giderken, talep projeksiyonlarının iyi yapılması pazarın doyuma ulaştığı durumlarda işletmeyi olumsuz yönde etkileyebilir. Bununla beraber, bu yöndeki birleşmede çeşitlendirmenin olmaması nedeniyle diğer birleşme yönlerine kıyasla daha fazla risk vardır. Ayrıca, pazar payını yüksek oranda arttırmaya yönelik ve bunun bir sonucu olarak da pazardaki rekabeti engelleyecek çaptaki birleşme ve satın almalar bazı kanuni yaptırımlara tabidir. Çünkü, birleşme ve satın alma yoluyla pazarda monopol haline gelebilecek rakip işletmeler, pazarda rekabeti engelleyebilmekte ve etkin hakim durumları ile pazar yapısını ve fiyat mekanizmasını bozabilmektedirler. Serbest pazar ekonomisini zedeleyen bu tür yapılanmalara, çağdaş pazar ekonomilerinde izin verilmemektedir (Ülgen ve Mirza, 2004: 316).

1.3.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşme, aynı sektörün farklı alt sektörlerinde faaliyet gösteren, alıcı veya satıcı ilişkisi olan şirketlerin biraraya gelmesidir (www.kobitek.com, 23/08/2011). Örneğin; bir ayakkabı üreticisi ayakkabının perakendecisi ile birleşirse bu birleşme (ileriye doğru) dikey birleşmedir. Şayet üretici daha sonra bir deri üreticisini de satın alırsa (geriye doğru) dikey birleşmenin daha büyük bir derecesini oluşturur (www.kobitek.com, 23/08/2011).

İşletmeleri dikey birleşmelere yönelten unsurlar şu şekilde açıklanabilir (Eren, 2000: 240):

- İşletme kendisinin mal satın aldığı veya mal sattığı işletmelerin kâr marjlarını kendisine mal ederek nihai mamullerinin maliyetlerinin

azaltılmasını amaçlayabilir. Böyle hallerde rakiplerden daha avantajlı durumlara erişecektir.

- Bu tür birleşme işletmenin stratejik dış baskı ve güçlerini çözümlenme gayesiyle yapılabilir. Örneğin; faktör tedariki ya da üretilen malların satışı konularındaki güçlükler böylece çözümlenmiş olabilir.
- İşletmenin mal satın aldığı veya ürünlerini sattığı işletmelerin teknolojik yenilikler yönünden yetersiz veya tatminkar bir düzeyde bulunmaması, işletmeyi endüstri kolunda daha etkin hale gelebilmek bakımından dikey birleşmeye yöneltebilir.

Bu tür birleşme faaliyetlerine girmenin genel ekonomik faydaları ise, üretim süreci içerisinde firmaya hammadde sağlanması ve firmanın üretimini tamamladığı malın müşteri talebini karşılaması konusunda istikrar sağlanması konularında ortaya çıkmaktadır (İçke, 2006:16).

1.3.3. Karma (Çapraz) Birleşmeler

Karma birleşme, bir işletmenin kendi esas faaliyeti dışındaki sektörlerde yatırım yapması ve ya başka iş kollarında faaliyette bulunan işletmeleri satın alması, yönetimleri ele geçirmesi ya da onlarla birleşmesidir. Bazı holdingler ya da yatırım holding şirketleri riski yaymak, dağıtmak isteyen işletmeler daha çok karma büyüme stratejisini izlemektedirler. Bir ilaç şirketinin motor üreten bir şirketle birleşmesi bu yöndeki birleşmeye örnek olarak verilebilir (Akgüç, 1998:890).

Karma birleşmeler üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar (Bulut, 2002:21):

- **Üretimde Genişlemeyi Amaçlayan Birleşmeler (Product Extention Mergers):**

Şirketlerin üretim ve dağıtım bölümlerinin benzer yayınları bir araya getirerek oluşturdukları birleşmelere üretimde genişlemeyi amaçlayan birleşmeler denir. Örneğin; bir gazete şirketinin bir dağıtım şirketi ile birleşmesi gibi.

- **Pazar Genişletme Birleşmeleri (Market Extention Margers):**

Farklı bölgelerde faaliyetlerini sürdüren ve aynı ürünü üreten Şirketlerin birleşmesidir. Örneğin; Nazilli’de tekstil içi yapan bir Şirketin İstanbul’daki bir Şirketle birleşmesi gibi.

- **Saf Karma Birleşmeler (Pure Conglomerate Margers):**

Birbiri ile ilgisi olmayan Şirketlerin birleşmesidir. Örneğin; kağıt üreten bir Şirketin, mobilya üreten bir Şirketle birleşmesi gibi.

Birleşmenin başarılı olması en uygun birleşme Őeklinin seçilmesi ile yakından alakalıdır. Birleşme Őeklinin seçiminde Şirketin gelecekteki plan ve stratejilerinin yanısıra ekonomik koşullardaki gelişmelerin de dikkate alınması gereklidir (zden, 2006: 15).

1.4. ŞİRKET BİRLEŞMESİNE YÖNELTEN SEBEPLER

Temel hedefi krlılığın maksimum kılınması olan işletmeler bu hedefi geręekleřtirirken aynı zamanda da büyürler. Özellikle, ekonomide yapısal değişmenin hızlandığı son yıllar, işletmelerde büyüme sürecine ivme kazandırmıştır. Pazarın genişlemesi ve artan talep karşısında iş kolunda kalmak isteyen firmalar için büyüme kaçınılmaz olmuştur. Büyümeyi başaramayan işletmeler yeni teknolojileri uygulama fırsatı bulamaz. Rekabet yeteneğini kaybeden bu işletmeler büyüyen firmalar karşısında dayanamayıp pazarı terk etmek zorunda kalırlar. Bazıları ise, büyüyen başarılı işletmeler tarafından satın alınır (Berk, 2009: 455).

Büyüme çabası içinde olan işletmelerin bunu birleşme yoluyla sağlamalarının pek çok sebebi vardır ve bunlar ülkelerin sosyoekonomik koşullarına, işletmelerin özelliklerine ve zamana göre çeşitlilik gösterir (Aydın, 1990:14).

Firmalar arası birleşmenin temel amacı, bağımsız olarak faaliyetlerini sürdüren firmaların birleşmeleri halinde, varlığını koruyacak firmanın veya yeni oluşacak firmanın, birleşmeye katılacak firmaların bireysel pazar değerleri toplamından daha yüksek bir değere sahip olmasıdır (Akgüç, 1998: 892). Dolayısıyla, birleşmeden

güdülen amaç işletmenin net bugünkü değerini artırmaktadır. Bu durum şu formülle ifade edilebilir (Elmas; 2007:10):

$$NBD_{ab} > NBD_a + NBD_b$$

Burada,

NBD_{ab} = Birleşme sonucu oluşan yeni işletme değeri

NBD_a = a işletmesinin tek başına değeri

NBD_b = b işletmesinin tek başına değerini göstermektedir.

Şirket birleşmelerinin altında yatan nedenler incelendiğinde, makro ekonomik konjonktürün ülkelerin birleşme, vergi ve diğer yasal konulardaki düzenlemelerinin ve sektörel etkenlerinde önemli olduğu görülmektedir (Elmas, 2007: 10).

Yapılan tüm açıklamalardan sonra şirket birleşmelerinin nedenlerini şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Ölçek ekonomilerinden yararlanma
- Sinerji etkilerinden yararlanma
- Birleşmenin içsel büyümeden daha avantajlı olması
- Çeşitlendirme yoluna gidilerek riskin azaltılması
- Kaynak sağlama kapasitesini genişletme
- Finansal nedenler
- Değerli sınai haklara sahip olma
- Psikolojik nedenler
- Hisse senetlerinin fiyat/gelir oranını yükseltme
- Vergi avantajları
- Prestij sağlama
- Rekabetle sağlanan avantajlar

1.4.1. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

Birleşme nedeni ile birleşen işletmelerin bireysel nakit akışları toplamından daha fazla nakit akışı meydana gelmesi, büyük ölçekte faaliyette bulunmanın sağladığı ekonomilerden kaynaklanmaktadır (Akgüç, 1998: 893). Birleşme sonucu büyük ölçekte faaliyette bulunmanın sağladığı avantajlar şu şekilde daha somut bir şekilde ifade edilebilir (Elmas, 2007: 12).

- Üretim artışına paralel olarak sabit giderlerin daha geniş bir üretim hacmine yayılması sonucu ortalama birim üretim maliyetinde düşme sağlanacaktır.
- Birleşmeler büyük ölçekte faaliyette bulunma avantajlarından yararlanma imkanı sağlamaktadır. Birleşme sonucu büyük ölçekte faaliyette bulunma, mevcut makine ve gereçlerin daha verimli bir şekilde kullanılması ve atıl üretim araçlarının üretim sürecine girmesine olanak verdiği gibi üretimin pahalı olmakla beraber verimi ve kapasitesi daha yüksek makinelerle gerçekleştirilmesini ekonomik olarak mümkün kılmaktadır.
- Birleşme, firmalar arası teknik bilgi akışını kolaylaştırdığı gibi araştırma ve geliştirme projelerinin uygulanmasına da olanak vermektedir. Tek bir firma açısından, firmanın ölçeğinin küçük olması nedeniyle ekonomik bulunmayan bir AR-GE projesi, birleşme halinde ekonomik hale gelip finansmanı daha kolay sağlayabilmektedir.
- Firmalar, birleşerek büyümenin bir sonucu olarak bazı girdilerini daha ucuza temin etmek olanağını elde etmektedirler. Alımlar büyüdükçe miktar indiriminin artması, büyük parti mal alımlarında taşıma giderlerinde sağlanan tasarruflar, daha ucuz girdi temini olanağına örnek teşkil etmektedir.
- Örgütlenmede de birleşme ile önemli tasarruflar sağlanabilmektedir. Firmalarda aynı fonksiyonları yapan servislerin birleştirilmesi sonucunda önemli personel tasarrufu sağlanabileceği gibi, daha iyi bir teşvik sistemi ile personelin yaratıcılık kapasitesi geliştirilebilmekte ve yaratıcı fikirler daha geniş bir alanda kullanılabilir.

1.4.2. Sinerji Etkilerinden Yararlanma

Sinerji etkisi, tümün kendini oluşturan parçaların toplamından daha fazla bir değere sahip olmasını, parçalar arasındaki ilişkinin bir fazla değer yaratmasıdır (Koçel, 1999,329).

Şirket birleşmelerinde sinerji ise, birleşen şirketlerin değerinin şirketlerin birleşmeden önce ayrı ayrı değerlerinden daha büyük olmasıdır (Bulut, 2002: 25).

Şirket birleşmesinden doğan sinerji etkisi dört ana başlık altında toplanabilir (Yörük ve Ban, 2006: 91).

- **Faaliyetsel sinerji:** iki işletmenin ölçek ekonomilerinden yararlanma amacıyla birleşerek yönetim, dağıtım, üretim, pazarlama gibi faaliyetleri sırasında sinerji oluşturmasıdır.
- **Finansal sinerji:** Düşük işlem maliyetlerine karşılık hisse senetlerinin değerinin artmasıdır.
- **Çeşitlendirme:** Birleşmeden sonra yönetimi zayıf olan tarafın yönetiminin daha güçlü hale gelmesi, yönetimi güçlü olan tarafın ise daha verimli hale gelmesi ve yönetimi zayıf olan şirketin varlıklarının daha verimli kullanılmasıdır.
- **Pazar gücü:** Rekabetin azalması nedeniyle işletmenin pazar gücünün artmasıdır.

1.4.3. Birleşmenin İçsel Büyümeden Daha Avantajlı Olması

Şirketlerin içsel büyümeleri ve bu içsel büyümelerini uygun bir biçimde gerçekleştirmeleri zor ve yavaş olmaktadır. Oysa dışsal büyüme, içsel büyümeye göre daha az maliyetlidir. Birleşmenin içsel büyümeye göre bazı avantajları vardır. Bunlar (Bulut, 2002: 27):

- Hızlı, dengeli büyüme,
- Düşük maliyet,
- Finansman kolaylığı,
- Riskin az olması,

- Firmalar arası rekabetin azalması.

1.4.4. Çeşitlendirme Yoluna Gidilerek Riskin Azaltılması

Çeşitlendirme, işletmenin faaliyet gösterdiği alanın dışında büyümesini ifade eder. Böyle bir büyüme, yeni üretim tesislerinin kurulması ile gerçekleştirilebileceği gibi, esas faaliyet alanının dışındaki işletmelerle birleşme biçiminde de gerçekleştirilebilir (Bulut, 2002: 28).

İşletmeleri birleşmeler yoluyla çeşitlendirmeye yönelten amaçların başında, satın alan-ele geçiren işletmenin daha kârlı ve büyüme potansiyeline sahip bir endüstri kolunda faaliyet gösterme isteği gelmektedir. Ana işletmenin faaliyet gösterdiği endüstrinin uygunluk düzeyine erişmiş olması, büyüme amacının yavaşlaması, bu endüstrideki yoğun rekabetin kârlılığı azaltması, işletmeyi çeşitlendirme yoluyla genişletmeye sevk edebilir (Elmas, 2007:14).

1.4.5. Kaynak Sağlama Kapasitesi Genişletme

Şirketler birleşme yolunu kullanarak kaynak bulma olanaklarını artırabilirler. Birleşme sonucunda varlığını devam ettirecek olan şirketin borç kullanma kapasitesi, birleşmeden önceki şirketlerin borç bulma kapasitesinden daha fazladır. Şirketlerin birleşmesinin borç bulma kapasitesinin artmasından başka bazı faydaları da vardır. Birleşme sayesinde şirketler daha ucuz maliyetli borç bulma imkanına sahip olabilmektedirler (Bulut, 2002: 28).

1.4.6. Finansal Nedenler

Özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletme sahipleri, iç kaynaklarla işletmelerini büyütme sorunuyla karşı karşıya kalırlar. Böyle bir durumda büyük bir işletmenin birleşme önerisini kabul etmekte ve işletmelerinin bedelinin, nakden değil satın alan işletmeye ait pay senetleriyle yapılmasını tercih edebilmektedir. Öte yandan,

satın alan işletme açısından da nakit çıkışı olmadığından, ek fon gereksinimi büyük ölçüde azalmaktadır (www.ekodialog.com, 23-09-2011). Birleşmenin finanslanma biçimi işletmeleri içsel büyümeden çok dışsal büyümeye itmektedir. Şöyle ki, halka pay senedi satarak toplanacak fonlarla yeni kapasite elde etmeğe yönelmektense kurulu kapasiteye sahip bir gruba katılacakları işletmenin pay senetlerini vererek onların elindeki hazır kapasiteyi ele geçirmek çoğu zaman yöneticilere daha çekici gelmektedir (Özden, 2006: 7).

Şirketi birleşmeye yönelten finansal nedenler iki grupta toplanır:

- **Atıl Fonların Kullanılması:** Elinde nakit fazlası olan şirketler bu fonları genelde ortaklarına dağıtmaktadırlar. Oysa birleşme yoluyla şirketler bu fazlalığı karlı yatırım alanlarında değerlendirme olanağına sahip olurlar (Bulut, 2002: 28).
- **Sermaye Maliyetinin Düşmesi:** Şirketlerin birleşmesi sonucu oluşan finansal sinerji etkisiyle sermaye maliyeti azalır. Şöyle ki, birleşen işletmelerde birinin kullanılmamış borç kapasitesi varsa, bu borç kapasitesi birleşmenin finansmanında kullanılabilir. İki işletmenin birleşmesi sonucunda varlığını sürdüren veya birleşme sonucu ortaya çıkan işletmenin borçlanma kapasitesi birleşmeye giren işletmelerin ayrı ayrı borçlanabilme kapasitesinden yüksek olmaktadır. Borç verenler açısından risklilik derecesi düşmüş olacağından daha ucuza borçlanma mümkün olabilmektedir (Özden, 2006: 9).

1.4.7. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma

Şirketler değerli sınai haklara sahip olmak için de birleşme yoluna gidebilirler. Alıcı şirket, hedef şirketin gelecekte pazar içinde iyi bir yerde olacağını tahmin ediyorsa, söz konusu şirketi satın almakla yeni buluş kapasitesini genişletecek veya patent hakkını elde etmek suretiyle rekabeti önlemek yoluna başvurabilecektir (Akgüç, 1998: 896).

1.4.8. Psikolojik Nedenler

Özellikle halka kapalı şirketlerin sahipleri için şirketlerinin varlığını sürdürdüğünü görmek, daha büyük bir şirket yönetmeyi arzulamak, bu konuda başarılı olabileceğini kanıtlamak şirketin başarısının devamı için genç ve yetenekli kadrolar yetiştirmek gibi psikolojik nedenler önemli olabilmektedir (www.pdf.com: 23/09/2011).

1.4.9. Hisse Senetlerinin Fiyat/Gelir Oranını Yükseltme

Alıcı şirket, hedef şirkete birleşmeyi gerçekleştirdikten sonra hisse senetlerinin fiyat/gelir oranlarında bir yükselme olacağını tahmin ediyorsa, bu durumda alıcı şirket hedef şirketle birleşmenin gerçekleşmesini isteyebilir (Akgüç, 1998: 896).

1.4.10. Vergi Avantajları

Bir birleşme vergilendirilebilir veya vergilendirilemeyen karakterde olabilir. Vergilendirilebilir birleşme de hisselerini satan hisse sahiplerine hisselerini satmış ve bu durumda ortaya çıkan kâr sebebiyle vergi ödemek zorunda oldukları şeklinde devralınır ve işlemler buna göre yapılır (www.pdf.com, 23/09 2011).

Vergilendirilmeyen birleşmede ise, hisselerini satan hisse sahipleri eski hisselerini yenileriyle değiştiriyor gibi düşünülür. Bu durumda, sermaye kazancı veya zararı ortaya çıkmaz (www.pdf.com, 23/09/2011).

Türkiye'deki vergi yasalarına göre, satıcı şirketin varlıklarını defter değerinin üzerinde devretmesi halinde, aradaki fark vergi yükümlülüğü doğmasına neden olmaktadır (GVM mükerrer md. 80/1).

Alıcı şirket, satıcı şirketin hisse senetleri yüksek bedelden satıldığı takdirde, satıcı şirketin varlıklarını, eski tarihi maliyetleri üzerinden amortise etmeye devam edecektir (GVK md. 81/2). Alıcı şirketin satıcı şirketin varlıklarını yüksek bedelle alması durumunda ise, amortisman cari değerler üzerinden ayrılacak ve satın alınan varlıklar için bunların defter değerinin üzerinde bir bedel ödendiği takdirde aradaki fark

şerefiye olarak değerlendirilecektir. Bu şerefiye beş yıl içerisinde itfa edilebilecektir (VUK md. 326).

1.4.11. Prestij Sağlama

Alıcı şirket, birleşmeyi pazar içinde şirketin prestijini artıran bir unsur olarak görüyorsa, birleşmeyi tercih edebilir (Bulut, 2002: 30).

1.4.12. Rekabetle Sağlanan Avantajlar

Birleşmeler ile rekabetin azaltılması ya da artırılması mümkündür. Birleşmeler çeşitli alanlarda pazarın ele geçirilmesi için kullanılabilir. Birleşme ile rekabette sağlanabilecek avantajlar şöyle sıralanabilir (ASOMEDYA, 2000: 36).

- Yeni pazar bulma,
- Pazar payını artırma,
- Fiyat tespitinde etkili olma,
- Pazarda kontrol gücünü sağlama.

1.5. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

Yukarıda sayılan şirketleri birleşmeye teşvik eden nedenler, birleşmelerin avantajlarını oluşturmaktadır. Bu avantajlarının yanında birleşmelerin dezavantajları da bulunmaktadır. Şirket birleşmelerinin dezavantajları şunlardır (msxlabs.org, 14/10/2011).

- Kontrol kaybı,
- Kültür çatışması,
- Çıkar çatışmaları,
- Beklenen değerlerin oluşmaması,
- Verilen garantiler nedeniyle yükümlülük altına girilmesi,
- Ortaklıklarda zamanla şirketin iyi olmayan şartlarla kaybedilmesi.

1.6. BİRLEŞME SÜRECİ

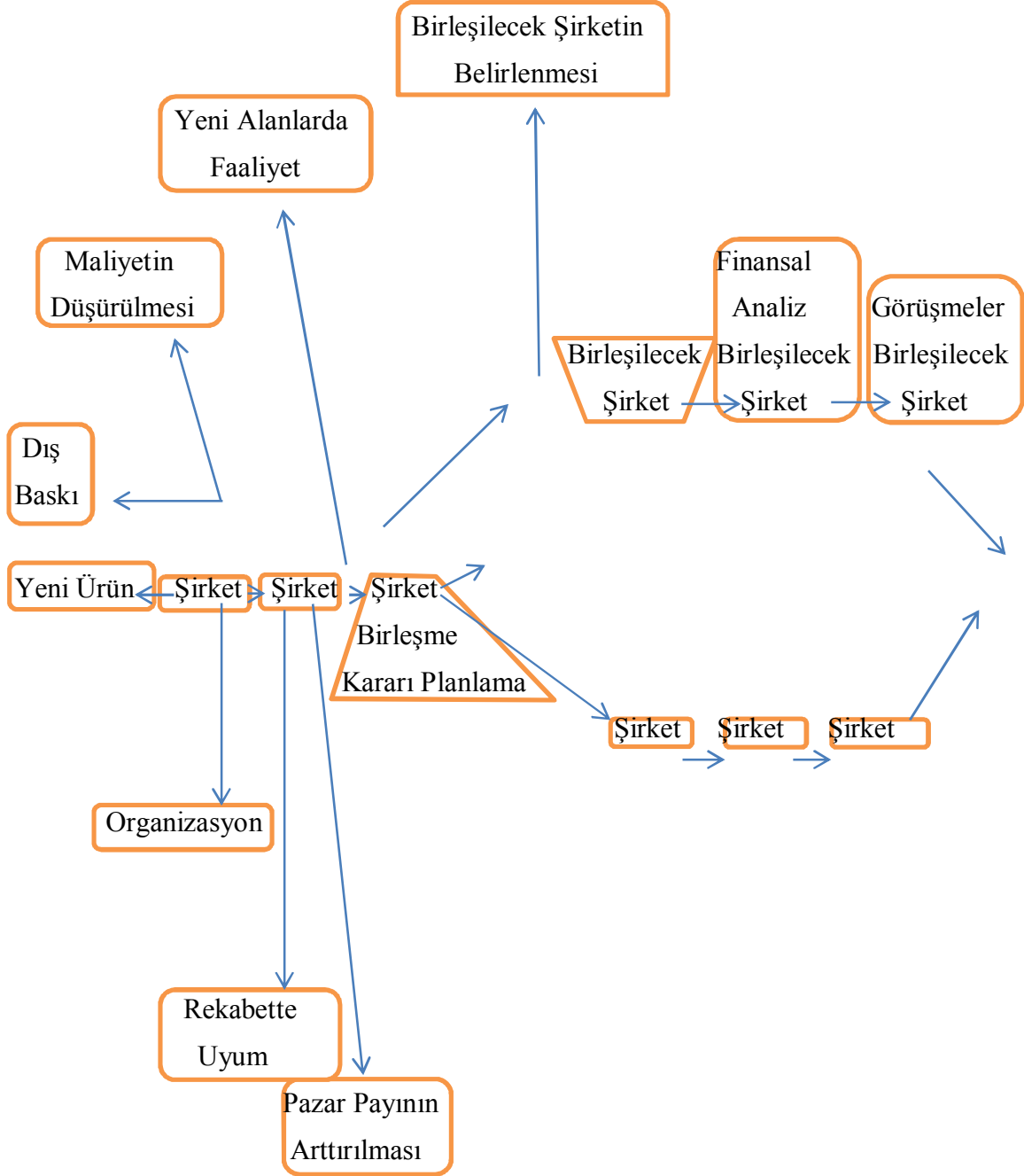
Birleşme yoluyla büyüme stratejisi izleyen bir firmanın amacına uygun bir birleşme politikası olmalıdır. Niçin bir işletmeyle birleşilmektedir? Sorusunun ekonomik, finansal, yönetsel nedenlere dayanan akılcı bir yanıtı olmalıdır. İşletmeler bu soruya akılcı bir yanıt verebilmek için ayrıntılı inceleme süreci yürütmektedirler (Akgüç, 1998: 900).

Birleşmeye taraf olan işletmeler, yapacakları anlaşmanın başarısızlıkla sonuçlanması riskini azaltmak ve şirket değerini maksimize etmek amacıyla “ayrıntılı inceleme” adı verilen ilgili şirketin finansal, yasal, örgütsel açıdan tüm verilerin toplanması, analiz edilmesi ve faydalı sonuçlara dönüştürülmesini içeren bir süreç yürütürler (İçke, 2006: 20).

Birleşme sürecinde ayrıntılı inceleme, birleşmeye taraf olan şirketlerin her birinin birleşme öncesi dönemde hedef şirket hakkındaki bilgileri ayrıntılı olarak bir araya getirmesi ve incelemesidir. Şirket yönetimi hedef şirketin örgütsel yapısı, mali yapısı, çalışanların özellikleri, örgüt kültürü hakkındaki bilgi ve belgeleri yazılı olarak bir araya getirir. Şirketin hangi alanlarda güçlü, hangi alanlarda zayıf olduğunu sistematik olarak belirler. Böylelikle söz konusu birleşmenin avantaj ve dezavantajları açık bir şekilde ortaya konmuş olur (Aslan, 2003: 11).

Şirketlerin birleşme süreci şekil 1.1’de sunulmaktadır.

Şekil 1.1: Şirketlerin Birleşme Süreci



Kaynak: Asomedy,2007:37

Şekil 1.1 incelendiğinde, şirket birleşme sürecinin karışık ve emek isteyen tüm aşamaları ayrıntılı biçimde görülebilmektedir.

1.6.1. Birleşmenin Planlanması

Şirketler birleşme faaliyetlerine girmeden önce, bu süreci her yönüyle planlamalıdır. Birleşme süreci karışık ve emek isteyen bir süreçtir. Bu sürecin alıcı ve satıcı firmaların kaynakları, işlemleri ve sorumlulukları tarafından kuşatıldığını, her birinin sırasıyla bütünleştirilmesi ve sonuçta firmanın genel stratejisi ve kültürüyle uyumlaştırılması gerektiğini düşünmek doğru olur. Birleşme hazırlığı genel olarak 3 alanı kapsar; stratejik, işletimsel, ve psikolojik hazırlık. Stratejik hazırlık, birleşmenin sinerji yaratacak kaynaklarını açıklığa kavuşturmak için yapılacak analizlerle ilgilidir. İşletimsel hazırlık, iki tarafın yapısı ve kültürünün ışığı altında potansiyel sinerjileri ve iki firma arasında arzu edilen ilişkilerin kurulmasını içerir. Psikolojik hazırlık, insanların başlangıçta ve birleşme sürecinde geliştirdikleri fikirleri anlamaya yönelik hareketleri kapsar (www.ikademi.com, 23/10/2011).

Planlama aşamasında yer alan aşamalar şöyle sıralanabilir (www.ikademi.com, 23/10/2011).

- Şirketin uzun dönemli amaçlarının belirlenmesi,
- Belirlenen amaçlara ulaşmada araçların seçilmesi,
- Birleşmenin işletmenin uzun dönemli amaçlarıyla uygunluğunun araştırılması,
- Potansiyel şirketlerin analiz etmek için gerekli kriterlerin gerçekleştirilmesi.

1.6.2. Birleşilecek Aday İşletmenin Araştırılması ve Seçimi

Bu aşamada, planlama aşamasında açıklanan kriterler ve işletmenin kendi yapısına uygun olarak belirlediği kriterler çerçevesinde birleşecek aday işletme araştırılır. Daha sonra, elde edilen sonuçlara göre en uygun işletme seçilir. Gerçekte geliştirilen kriterlere tam olarak uyan adayın bulunması zor ise de istenilen kriterlerin çok üzerinde ya da altında olan adayların elimine edilmesi sağlanmış olması açısından

önemli olmaktadır. Bu bağlamda, ideal adayın belirlenmesi, şirketin sahip olmadığı tamamlayıcı gücü elde etmesini sağlayacaktır. Diğer şeyler sabitken, zayıflıklar birleşilecek şirketin güçlü yönleriyle eşleşecektir. Örneğin; bir şirketin kendilerinden tam olarak yararlanmadığı yetenekli bir yönetim kadrosu varsa, en uygun birleşme adayı hızla büyüyen ve fakat bu büyüme eğilimini destekleyecek yönetim kadrosundan yoksun bir firma olabilecektir (Elmas, 2007: 21).

1.6.3. Birleşecek Aday İşletmenin Değerinin Belirlenmesi

İşletme değerinin belirlenmesi, işletme ile ilişkisi olan bir çok taraf için son derece önemlidir. İşletme değeri ile ilgilenenler sadece şirkete yatırım yapanlar değil, şirkete borç verenler, şirket ortakları ve yöneticileri gibi kesimlerde ilgilenmektedirler. Örneğin; işletmeye borç verenler bakımından işletmenin değerini belirlemek, özellikle verdikleri kredinin geri dönebilirliği açısından önemlidir. Bu şekilde şirkete borç verenlerin şirketin likiditesini ve kredi yeterliliğini görmeleri gerekir. Bunun yanı sıra şirket birleşmelerinde de birleşen işletmelerin değerinin belirlenmesi son derece önem arz etmektedir (Elmas, 2007: 21).

Birleşmelerde taraf şirketlerin değerlerinin belirlenmesi mali tablolardan yararlanarak yapılır. Mali tablolarda yer alacak kalemlerin doğru bir şekilde değerlendirilmesi için kullanılan (defter değeri, tasfiye değeri gibi) çeşitli yöntemleri vardır.

1.7. BİRLEŞME GÖRÜŞMELERİ

Şirket birleşmeleri dostça birleşmeler ve düşmanca birleşmeler olmak üzere 2 şekilde incelenebilir.

1.7.1. Dostça Birleşmeler

Başka bir şirketle birleşmek isteyen şirket, olası bir hedef şirket belirledikten sonra birleşme sonrasında hedef şirketin hisse senedi sahiplerine ödeyebileceği uygun bir fiyat ya da fiyat aralığı belirlemesi gerekir. Yöneticiler bu fiyatla, hedef şirketin

yönetiminin birleşmeyi onaylayacağına ilişkin inandığı nedenler varsa, o zaman sadece birleşmeyi teklif edecek ve uygun bazı koşulları belirlemeye çalışacaktır. Eğer bir anlaşmaya varılırsa, iki yönetim grubu hisse senedi sahiplerine teklifleri götürecektir ve birleşmeyi onaylamalarını önereceklerdir. Böyle bir işlem ‘dostça birleşmeler’ olarak tanımlanır (Brigham, 1996: 141).

Birleşme programında ki aşamalar incelendiğinde, başarılı bir görüşme stratejisi için şu anahtar faktörlerin varlığından bahsedilebilir (Altınırnak, 2004: 224-225):

- Hedef firmanın alıcı için değerini bilmek,
- Hedef firmanın diğer potansiyel alıcılar ve var olan sahiplerine göre değerini belirlemek,
- Diğer potansiyel alıcılar ve var olan sahiplerin finansal şartlarını belirlemek,
- Strateji belirlemek ve diğer potansiyel alıcılar ve var olan sahiplerin dürtülerini belirlemek,
- Başka kurumlar veya bir müzakere aracısının kullanılıp kullanılmayacağını belirlenmesi ve bu kurumların gelişmiş yaklaşımlarını takip etmek,
- Bir teklif stratejisi oluşturmak, ilk teklifteki değer potansiyel değişmelerine odaklanarak, potansiyel teklif verenlerin ve ilk sahiplerin durumlarını takip etmek,
- Birleşme karşıtı hazırlıkların etkilerini belirlemek.

1.7.1.1. Birleşme Anlaşmalarının Müzakere Edilmesi

Şirket birleşmelerinde müzakere bir sanattır. Müzakere takımı dikkatle seçilmeli, hedef firmanın finansal şartları ve sahiplik yapısı belirlenmeli, zaman iyi değerlendirilmeli, teklif stratejisi önceden hazırlanmalı, müzakereye düşük bir fiyatla başlanıp, daha sonra geri mi çekilmeli yoksa müzakere edilemeyecek bomba bir fiyat mı teklif edilmeli, tüm bu konuların önceden planlanması gerekmektedir (Altınırnak, 2004: 230).

Her anlaşmanın müzakeresinde 4 aşamadan geçilir. Her bir aşama tecrübeli firmaların dikkatle ele alınmasını öğütledikleri faktörleri içermektedir. Bu aşamalar şu şekilde sıralanabilir (Altınırnak, 2004:230).

- **Potansiyel anlaşmaya uymak:** Sadece fiyata odaklanmak, anlaşmanın başarısı için kritik detayları tanımlamak, hedef firmanın yöneticilerini anlamak.
- **Gayret sarf etmek:** Detaylarda gizli kritik faktörleri görmek, plana uygun hareket etmek.
- **İşlem dönemini belirlemek:** Eş zamanlı birçok öncelikleri müzakere etmek, anlaşma için alternatiflerin olduğuna emin olmak, rekabeti beklemek.
- **Sonuçlandırmak:** Belirlenen işlem dönemi geçtiğinde en kısa zamanda işlemi bitirmek.

1.7.2. Düşmanca Birleşmeler

Düşmanca şirket birleşmesinde, genellikle şirketin yönetiminin birleşme teklifini reddetmesi durumunda alıcı şirket doğrudan hedef şirketin hisse senetleri sahiplerine teklif götürür. Hisse senedi sahiplerine teklifte, doğrudan doğruya hisse senedi hisse senedi sahiplerine başvurulduğu için, hedef şirket yönetimi tarafından onaylanmayı gerektirmez. Böyle bir durumda dikkatli olunması gereken nokta ortaklara teklif yapılıncaya kadar bu amacın gizli tutulmasıdır. Bunun tersi durumda, söz konusu şirketin yöneticileri birtakım savunma taktiklerine başvurarak birleşmeyi önlemek için harekete geçebilir (Elmas, 2007: 35).

1.7.2.1. Düşmanca Birleşme Taktikleri

Uygulamadaki bazı düşmanca birleşme taktikleri şunlardır.

- Vekaleten oy kullanma yöntemi,
- Satın alma teklifi götürme,
- Bear Hug,

- Altın paraşüt yöntemi.

1.7.2.1.1. Vekaleten Oy Kullanma Yöntemi

Vekalet mücadelesi, dışarıdakilerin hissedarların oyları için yönetim ile mücadele ettiği ele geçirme girişimidir. Bir grup yatırımcı, işletmenin yönetim kurulu ve emrindeki ekibin değiştirilmesi gerektiğine inanması halinde vekalet mücadelesine girebilir. Vekalet bir hissedarın bir başka hissedara kendi adına oy kullanma yetkisini vermesidir. Vekalet mücadelesinde, muhalif hissedarlar kendi adaylarını yönetim kuruluna seçtirmeye yetecek kadar vekalet elde etmeye çalışır. Muhalif hissedarlar kontrolü ele geçirdiği zaman, yönetim değiştirilebilir (Elmas, 2007: 35).

Türkiye’de de vekaleten oy kullanma imkanları vardır ve çok defa şirketler ortaklarına genel kurul davetiyesine ekli olarak boş vekaletname göndererek doldurup iade edilmesini isteyebilir. Ancak, Türkiye’de bu gibi vekaletnamelerin yalnız ilk genel kurulda geçerli olduğu, müteakip genel kurullar için tekrar vekalet almak gerektiği kabul edilmektedir (www.kobitek.com, 29/09/2011).

1.7.2.1.2. Satın Alma Teklifi Götürme

İkinci bir alternatif ise, birleşmek isteyen şirketin direkt olarak birleşmek istediği şirketin hissedarına bir satın alma teklifi yapmasıdır. Hedef şirketin, yeni birleşilmek istenilen şirketin yönetimi hissedarlara bu teklifi kabul etmelerini tavsiye edebilir veya öneriye karşı çıkabilir (www.kobitek.com, 29/09/2011).

1.7.2.1.3. Bear Hug

Bu yöntemde birleşmek, satın almak isteyen şirketin diğer şirketin yöneticilerine bir mektup göndererek satın alma talebini ve yöneticilerin belirli ve kısa bir süre içerisinde teklife cevap vermeleri gereğini bildirir. Eğer yöneticilerden olumlu bir yanıt çıkmazsa ve yönetimdekiler şirketin kontrolü için gerekli hisse oranına sahip değillerse birleşmek isteyen şirket, hedef şirketin diğer hissedarlarına direkt olarak satın alma

teklifi götürebilir. Bu durumda da istenmeyen birleşme söz konusu olabilecektir (www.angelfire.com, 29/09/2011).

1.7.2.1.4. Altın Paraşüt Yöntemi

Birleşmek istenen ancak yöneticilerden olumsuz tepki olan şirketlerin uygulanabileceği bir başka yöntem de “altın paraşüt” yöntemidir. Burada varsayılan birleşmek isteyen bir şirketin olması, hedef şirketin hissedarlarının çoğunluğunun da bunu desteklemesi ancak yönetimdekilerin, (bu yalnızca şirket başkanı da olabilir) psikolojik nedenlerle bu birleşmeye karşı olmalarıdır. Bu durumda hedef şirket, birleşmek isteyen şirketle işbirliği halinde, birleşmeye karşı olan bu bir veya birkaç yöneticiye birleşme sonrasında pozisyonlarını ya da işlerini kaybetmeleri halinde ödenecek tazminat konusunda anlaşabilirler. Buna “altın paraşüt” denmektedir (www.kobitek.com, 29/09/2011).

1.7.2.2. Düşmanca Birleşmeleri Önleme Yöntemleri

Uygulamada düşmanca birleşmeleri önlemek için birtakım yöntemler kullanılmaktadır. Kullanılan yöntemlerden bazıları şunlardır: Yeniden yapılanma, zehirli haplar gibi.

1.7.2.2.1. Yeniden Yapılanma

İstenmeyen birleşmelerde hedef şirketlerin genel olarak finansal yapısı düşük borçlanma yani, ağırlıklı olarak öz sermaye ile çalına şeklindedir. Yeniden yapılanmada amaç, borçla satın almaktır ve bir bakıma hedef şirketin varlıkları bu borcun kolaylıkla ödenebileceğine dair bir teminattır. Dolayısıyla, kendini bir anda hedef durumunda bulan bir şirketin olabileceği bir önlem, bu minimum borç seviyeli finansal yapıyı bir şekilde bozarak şirketi cazip halden çıkartmaktadır. Bunun için şirketin optimum borç seviyesi belirlenerek örneğin tahvil çıkarmak yoluyla borçlanmak yoluna gidilebilir. Eğer yasal engeller yoksa, bu borçla şirketin piyasadaki hisselerinin

gerekli olan kısmı yeniden satın alınabilir ve böylece hisse senedine doğacak taleple hisse senetleri fiyatı arttırabilir. Böylece hem yüksek seviyede borç oranı hem de eskisinden daha yüksek seviyede belirlenen hisse fiyatlarıyla şirket cazip bir hedef olmaktan çıkabilir (www.angelfire.com, 29/09/2011).

1.7.2.2.2. Zehirli Haplar

“Zehirli haplar almak” terimi, bir birleşmeyi engelleyebilmek için sanal olarak intihara kalkışmayı ifade etmektedir. Yani, hedef şirketi diğer şirketin gözünde cazip halden çıkarmak için hedef şirkete zarar verebilecek önlemler alınmasıdır. Bu durum şu örneklerle açıklanabilir (www.angelfire.com, 29/09/2011):

- Öyle şartlarda anlaşarak borçlanılabilir ki, bu borçlanma şartları şirket bir şekilde devralındığı zaman, daha önce alınmış olan tüm borçların vadelerinin beklenmeden ödenmesini gerektirebilir. Bu da daha önce şirketi cazip göstermiş olan varlıklarının değerlerinin altında kelepirci fiyata satılmasına sebep olabilecektir.
- Altın paraşüt mekanizması tersine çevrilerek şirketin yöneticilerine öyle yüksek tazminatlar verilmesi gerektiği belirlenilebilir ki birleşme olursa bu tazminatlar nedeniyle çekilecek nakit miktarı şirketi nakit açısından zor durumda bırakabilir. Bunun önceden bilinmesi de şirketi cazip olmaktan çıkaracaktır.
- Bir başka şirketle savunma amaçlı birleşme yoluna giderek, şirketi değeri tam olarak belirlenemeyen varlıklar ve ödenecek borçlarla doldurulabilir.

1.7.2.2.3. Diğer Savunma Taktikleri

Satın alınmak istenmeyen hedef şirketler genelde böyle zor bir durumda kaldıklarında yatırım bankalarına ve istenmeyen birleşmelerini engelleme konusunda uzman olan hukuk bürolarına başvururlar. Diğer bazı savunma taktikleri ise şunlardır (www.angelfire.com, 29/09/2011):

- Şirket ana sözleşmesini yönetimdekilerin her yıl yalnızca 1/3'ünün seçilerek değiştirilebilmesi ve/veya böylece bir birleşmeyi onaylamak için %50 yerine %75 kabul oyunun gerektiği şeklinde değiştirmek,
- Karşı tarafın teklif ettiği fiyatın çok düşük olduğuna, şirketin gerçek değerini yansıtmadığına hissedarları inandırmak,
- Yeniden yapılanma yoluyla tahvil çıkararak borçlanmak mümkünse, piyasadan şirketin kendi hisselerini satın almak ve piyasada işlem gören hisse senedi fiyatının karşı tarafın teklif ettiği fiyatın üstüne çıkmasını sağlamak.

1.8. BİRLEŞMEYE ADAY ŞİRKETİN FİNANSAL ANALİZİ

Birleşilecek şirketin finansal analizi oldukça önemli bir konuyu oluşturur ve bu analizin odak noktasında kazançların doğrulanabilirliği ve niceliği, net aktif değeri, işletme sermayesi, olağan giderler, proforma kazançlar ve verginin doğurabileceği risk ve fırsatlar yer almaktadır. Bu faktörlerden elde edilen kazançların doğrulanabilirliğini ve niteliğini etkileyen faktörleri şöyle sıralanabilir (Bulut, 2002, 67):

- Dağıtım kanalı, ürün hattı, ürün ve/veya müşteri kârlılığı,
- Satış fiyatı/brüt kâr ve birim satış üzerinde yaratacağı etki,
- Hammadde, işgücü ve/veya sabit giderler,
- Satış giderleri, genel giderler ve genel yönetim giderlerindeki eğilimlerin tahminlenmesi,
- Olağan dışı gelir ve giderlerin kayıt altına alınması,
- Başabaş analizi,
- Şirketler arası satış hesaplarının tasfiyesi, şirketler arası yapılan tedarik ve hizmet anlaşmaları.

Birleşme sürecinin en önemli aşamalarından birisi olan birleşmeye aday şirketin finansal analizi aşamasında amaç; birleşilecek şirketin gerçek değerinin saptanmasıdır. Şirketin değerini ise, pek çok faktör etkilemektedir. Şirketlerin birleşme şartlarını

etkileyen faktörleri niteliksel ve niceliksel olmak üzere iki grupta toplamak mümkündür (Asomedya, 2000: 37).

1.8.1. Niteliksel Faktörler

Birleşme şartlarına etki eden faktörler rakamsal olarak ifade edilmesi güç, ancak şirketin değerine olumlu katkıda bulunan değerlerdir. Birleşme şartlarını etkileyen niteliksel faktörlerde şöyle sıralanabilir (Bulut, 2000: 68).

- Satıcı şirketin sahip olduğu patent, telif, marka gibi sınai haklar,
- Şirketin piyasada yüksek bir prestije sahip olması,
- Ar-Ge faaliyetlerine verilen önem,
- Yönetim kademesinin yetenekli insanlardan oluşması.

1.8.2. Niceliksel Faktörler

Birleşme şartlarına etki eden niceliksel faktörler şunlardır (Bulut, 2002: 68):

- Pazar Değeri,
- Gelecek dönem kazançları ve büyüme hızı,
- Kâr payları,
- Net çalışma (işletme) sermayesi ve varlıkların etkin kullanımı.

1.8.2.1. Pazar Değeri

Belirli bir malın piyasada mübadele edilebileceği fiyata pazar değeri denir. Bu değer doğru olarak tespit edilebilmesi için pazar analizinin yapılması gerekir. Bir şirket açısından sabit varlıkların ilk satın alındıklarındaki maliyeti o malın pazar değerini oluşturur ve maliyet bedelleri geçmişteki pazar değerini verir. Bugün pazar değeri belirli bir zaman noktasında değişik kişilerin değer konusundaki tahminlerini oluşturur (Bulut, 2002: 69).

1.8.2.2. Gelecek Dönem Kazançları ve Büyüme Hızı

Eğer bir şirket geçmişte başarılı bir performans göstermişse ve piyasada güçlü bir konumda ise, bu şirketin gelecekte de elde edeceği gelirlerin artacağı beklenir. Birleşme esnasında ödenecek fiyatın saptanması aşamasında hedef şirketin gelecekte elde edilmesi beklenen kazançları da hedef şirkete ödenecek fiyatı etkiler. Bir şirketin büyüme hızını fiyat/kazanç oranı gösterir. Başka bir deyişle, fiyat/kazanç oranı, şirketten beklenenlerin bir göstergesidir. Fiyat/kazanç oranının yüksek olması o şirketin büyüme hızının yüksek olduğu anlamına gelir. Şirket birleşmelerinde bu durum göz önüne alınmalıdır. Alıcı şirketin kendinden daha yüksek fiyat/kazanç oranına sahip olan bir şirket ile birleşmesi, uzun dönemde büyüme hızının artmasına ve söz konusu şirketin hisse senetlerini elinde bulunduran kişilerin hisse başına kazancının artmasına yol açar (Bulut, 2002: 71).

1.8.2.3. Dağıtılan Kâr Payları

Ortakların fiilen elde ettikleri kazancı gösteren dağıtılan kâr payları, şirket birleşmelerinde göz önünde bulundurulması gereken önemli unsurlardandır. Alıcı firma, hedef firmanın ortaklarını birleşmeye ikna etmek için kendi kâr payı dağıtım oranını yüksek gösterebilir. Daha yüksek oranda kâr elde edeceğini bekleyen hedef firmanın ortakları, birleşmeyi bu nedenle kabul edebilir. Ayrıca, şirketlerin dağıtmış oldukları kâr payları da hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde etkide bulunan faktörlerden birisidir. Özellikle, büyüme hızı yavaşlayan ve buna bağlı olarak kârlılığı azalan sektörlerde dağıtılan kâr payı hisse senetlerinin piyasa fiyatı üzerindeki en önemli etkenlerden birisidir (Akgüç, 1998: 905).

1.8.2.4. Net İşletme (Çalışma) Sermayesi ve Varlıkların Etkin Kullanımı

Satın alınacak şirketin net işletme sermayesi durumu da birleşme kararını etkiler. Şöyle ki; likiditesi yüksek, buna karşılık borçları az olan bir şirketin satın alınması alıcı şirketin likidite durumunu güçlendirir. Şirketin likiditesi yüksek bir şirketle birleşmesi, yabancı kaynak bulmak kapasitesini artırır (Akgüç, 1998: 910).

1.8.3. Finansal Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Birleşmelerin esas amaca uzun dönemde şirket değerini maksimum hale getirmek olduğunda, birleşme öncesinde her iki şirketin ve sonrasında faaliyetine devam eden şirketin yalnız maddi varlıklarının değerlendirilmesi yeterli olmayacak, maddi olmayan varlıkların da değerlendirilmesi gerekecektir. Bu değerlendirmelerde kullanılabilir yöntemler şunlardır (www.angelfire.com, 20/10/2011):

- Defter Değeri Yöntemi,
- İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi,
- Tasfiye Değeri Yöntemi,
- Gerçek Değer Yöntemi,
- İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi,
- Net Aktif Değer Yöntemi,
- Piyasa Değeri Yöntemi,
- Hisse Başına Kar Analiz Yöntemi,
- Tümdeğerleme Yöntemi.

1.8.3.1. Defter Değeri Yöntemi

Bir hisse senedinin defter değeri, o hisse senedinin özkaynak değeridir. Bu değer, şirketin özkaynak toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Özkaynak değeri belirlenirken dikkat edilmesi gereken nokta, şüpheli alacaklar karşılığı, amortisman, toplam borç ve birikmiş zarar gibi kalemler varlığı çeşitli muhasebe sistemleri açısından kullanımı ve yapısıdır (www.angelfire.com, 20/10/2011).

Defter değeri, temel olarak bir şirketin belli bir tarihteki muhasebe değerini, yapılmış tarihi yatırımları gösterdiğinden, uzun yıllar boyunca enflasyona maruz kalmış ekonomilerde bu değer giderek şirketin ekonomik değerini yansıtmaktan uzaklaşmaktadır. Dolayısıyla, birleşmelerde şirket değerinin belirlenmesinde defter değeri genellikle fazlaca göz önüne alınmamaktadır. Defter değeri sadece cari değerleri göstermemesi nedeniyle değil aynı zamanda, farklı şirketlerde farklı muhasebe

yöntemleri kullanılması nedeniyle de sorun yaratabilir. Şirket değerinin belirlenmesinde defter değerinin önemli olduğu durumlar şunlardır (www.angelfire.com, 20/10/2011):

- Şirketin hisse senetlerinin defter değeri cari piyasa değerinden önemli ölçüde yüksek olduğu durumda,
- Bankalar gibi varlıkların önemli bir bölümü “parasal varlıklar” olan finansal kurumlarda.

1.8.3.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, faaliyetin kesin bir şekilde durdurulması durumunda şirketin değeridir. Tasfiye değeri, iradi yada mecburi bir tasfiye düşünülüp düşünülmediğine göre farklılık göstermektedir. Zira, bu durumlarda tasfiyenin az çok zor şartlarda gerçekleştirilmesi söz konusudur. İradi tasfiye, her aktif kalemi için en iyi fiyatın elde edilmesi amacıyla aktif varlıkların makul bir süre zarfında satılmasıdır. Mecburi tasfiyede ise, aktif varlıklar mümkün olduğunca çabuk bir şekilde, çoğunlukla bir seferlik açık artırmada satılmaktadır (www.finpazşirketdeğerleme.com, 1/11/2011).

1.8.3.3. Gerçek Değer

Bir hisse senedinin ve dolayısıyla şirketin gerçek değeri, şirketin sahip olduğu varlıkların karlılık durumu, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer bir anlamda, yatırımcıların şirketin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinde bu şirketten bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, şirkete biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu şirket ve hisse senetleri için normal buldukları değerdir (www.kobitek.com, 1/10/2011).

1.8.3.4. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri (going-concern-value), pazar değerinin araştırılmasında kullanılan bir kavramdır. İşletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde bulunacak

değer olarak tanımlanır. Sinerji etkisine göre, bütünün değeri parçaların değerlerinin toplamından daha fazla olacaktır. Dolayısıyla, işleyen teşebbüs değerine göre işletmenin bir bütün olarak değeri onun parçalarının değerleri toplamından daha büyüktür. Bu yöntemde değer hesaplanmasında işletmenin mevcut kazançlarının yanında gelecekte elde edebileceği potansiyel kazançlarının da dikkate alınması gerekmektedir (www.finpazsirketdegerleme.com, 1/11/2011).

1.8.3.5. Net Aktif Değer

Net aktif değer en basit şekilde, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarı olarak tanımlanabilir. Varlıkların elde tutulmayıp, normal koşullar altında satılmaları durumunda sağlanacak gelirlere, yapılan giderlerin çıkarılması ile net aktif değere ulaşılmaktadır. Diğer bir anlatımla, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır (www.finpazsirketdegerleme.com, 01/11/2011).

1.8.3.6. Yeniden Kurma Değeri

Piyasada artan talebin karşılanması için yeterli üretim kapasitesine sahip makine parkının elde edilmesi amacı ile gerçekleştirilen birleşmelerde yeniden kurma değeri önem kazanmaktadır. Yeniden kurma değeri ile alıcı şirket, yeni bir tesis kurmak için zaman harcamayarak kurulu bir şirketi satın almaktadır (Bulut, 2002: 80).

1.8.3.7. İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi daha çok içsel yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılsa da, son yıllarda özellikle ABD’ de şirket değerinin saptaması için de kullanılabilir hale gelmiştir. Bunun sebebi ise, bu yöntemde şirketin gelecekteki performansının ve verimliliğinin göz önüne alınmasıdır. İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi temel varsayımları, paranın bugünkü değeri gelecekteki değerinden farklı olacağı ve gelecekteki nakit akışlarının uygun bir şekilde

tahminlenebileceği düşünceleridir. Enflasyonist ekonomilerde, bu varsayımların birincisinin doğruluğu kesin iken, aynı olgu, ikinci varsayımının doğruluğuna ters yönde etki yapmaktadır. Bu yöntemin şirket birleşmelerine uygulanmasında karşılaşılan zorluklar şunlardır (www.angelfire.com, 20/10/201):

- Birleşmenin doğuracağı sinerji etkisinin önceden tahmin edilmesinin ve bu değer in analize katılmasının zorluğu,
- İskonto oranının belirlenmesinin zorluğu,
- Nakit akışları tahmininin zorluğu.

İskonto oranının belirlenmesinde ilgili sektörün özellikleri, normal kazancı, konjktür durumu, şirketin dönemsel değişimlerden etkilenme derecesi, rakip şirketin karlılık oranları yeni yatırımlardan beklenen minimum verim oranı, alternatif verim oranı ve şirketin sermaye maliyetinden faydalanılmaktadır. Bu oranın belirlenmesinde isabetlilik, büyük ölçüde, şartları değerlendirme yeteneğine ve tecrübeye bağlıdır. Teorik olarak, nakit akışları tahmin edilirken şirketlerin geçmiş performanslarından yararlanır. Ancak ülkemiz gibi, ekonomik istikrardan söz etmenin zor olduğu ekonomilerde nakit akışlarının tahmini de geçmiş dönem performanslarına fazlaca güvenilmediği gibi, nakit akışlarının tahminleneceği süre uzadıkça, analizin kullandığı varsayımlardaki belirsizlik de artacak ve analizin vereceği sonuçlar ile gerçekleşenler arasında sapma büyüyebilecektir. Ülkemiz şartlarında böyle bir analiz için inceleme süresinin 3-5 yılı aşmaması gerekmektedir (www.angelfire.com, 20/10/2011).

1.8.3.8. Hisse Başına Kâr (HBK) Yöntemi

Hisse başına düşen kardan faydalanılarak bir şirketin değerinin belirlenmesinde başlıca iki uygulama bulunmaktadır. Bunlar (www.kobitek.com, 01/10/2011):

- Şirketin en son yıla ait cari gelir rakamının kullanılarak hisse başına kar bulunması,
- Cari gelir yerine gelecekte elde edilmesi beklenen yıllık ortalama gelir rakamının tahmin edilmesi.

Hisse başına düşen kârın bu iki yolla da belirlenmesinden sonraki adım fiyat/kazanç (F/K) oranının belirlenmesidir. Bu oran da iki şekilde bulunabilir (www.kobitek.com, 01/10/2011):

- Piyasada aynı risk sınıfına giren, aynı sektörde faaliyet gösteren, benzer büyüklükteki şirketlerin fiyat/kazanç oranından yararlanmak,
- Finansal analistler tarafından belirlenecek fiyat/kazanç oranını kullanmak.

Hisse senetlerindeki yüksek bir F/K oranı genellikle hızlı bir büyümeyle birlikte görülür. Bir şirketin hisse senetlerinin F/K oranının diğer işletmelerden daha yüksek oluşu, diğer koşullar aynı kalmak koşuluyla, o şirketin büyüme hızının daha fazla olmasının bir göstergesidir. Birleşilecek şirketin büyüme hızı, alıcı şirketin büyüme hızından daha fazla ise, başlangıçta varlığını devam edecek şirketin HBK'larında (hisse başına kâr) bir düşme görülse bile, büyüme hızının artması nedeniyle, hisse başına daha fazla gelir elde etmelerine olanak verecektir. Daha fazla F/K oranlı bir şirketle birleşmenin HBK'lerdeki başlangıç etkisine bakarak karar vermenin sakıncalı yönü, birleşmeden sonra varlığı devam edecek şirketin pay senetlerinin değerinde olacak artışın gözardı edilmiş olmasıdır (www.kobitek.com, 01/20/2011).

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI, ÖNEMİ VE BELİRLENMESİ

Günümüzde sermaye piyasalarının hızla gelişimi, firma birleşme ve satın almaları ile halka açılma eğilimlerinin artması, firma sahiplerini ve yöneticileri firmanın değerini doğru bir şekilde belirlemeye yönlendirmiştir. Bu bölümde firma değerinin kapsamı, firma değerine etki eden faktörler ve firma değerinin belirlenmesinde kullanılan temel yöntemler ile birleşmelerde uygulanma biçimi ele alınacaktır.

2.1. DEĞER, FİYAT VE DEĞERLEME KAVRAMI

Değerleme alanında fiyat, maliyet, pazar ve değer kavramları öne çıkmaktadır. Fiyat, bir mal ya da hizmet için istenen, teklif edilen veya ödenen miktardır. Fiyat ayrıca, özel koşullar altında alıcı ve satıcı tarafından bir mal veya hizmet üzerine konulan değer göreceli ifadesidir. Maliyet, bir mal ve hizmet için istenen miktardır. Mal ve hizmet tamamlandığında maliyet tarihsel bir gerçek olur ve mal ve hizmet için ödenen fiyat alıcının maliyetini oluşturur. Pazar, alıcılar ve satıcılar arasında bir fiyat mekanizmasıyla malların ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı bir ortamdır. Pazar kavramı, mal ve hizmetlerin alıcılar ve satıcılar arasında iki tarafın da faaliyetlerini aşırı şekilde kısıtlamayacak biçimde el değiştirmesini belirtir. Her iki taraf da kendi kapasite ve bilgileri, mal ve hizmetlerden alacağı göreceli fayda anlayışı ve kişisel ihtiyaç ve istekleri kadar arz ve talep ilişkisine ve diğer fiyat faktörlerine cevap verecektir. Değer, satın almaya uygun olan bir mal veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır. Değer, satın almaya uygun olan bir mal veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır. Değer bir gerçek olmayıp, başka bir şekilde tanımlamak gerekirse, belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenecek olası fiyatın bir tahminidir. Ayrıca, bir varlığın, düşünce veya hizmetin taşıdığı yararlı bir özellik olarak da tanımlanabilir. Her varlığın doğası ve özellikleri gereği sahibi için bir değeri vardır. Değer söz konusu özelliklerin sahibine sağlayacağı faydalar sonucunda ortaya çıkar (Chambers, 2009: 5).

Bir varlığın değerinin tespit edilmesi süreci değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme, iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir firmanın bira, arsa, makine teçhizat, mal stoğu şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir. Başka bir deyişle değerlendirme bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir nesnenin kıymetini belirlemek amacıyla söz konusu nesnenin özellikleri hakkında görüş bildirmektir. Firma değerlemesinin amacı firmanın uygun ve makûl piyasa değerinin saptanmasıdır. Bir başka amacı ise, gelecek döneme ilişkin beklentileri güçlü olan sektörlerdeki en iyi firmaların belirlenmesi olarak düşünülebilir (Chambers, 2009: 6-7).

2.2. FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI

Bir firmanın değeri, tam bilgiye sahip alıcı ve satıcıların herhangi bir zorlama olmadan takdir ettikleri alım ve satım bedeli olarak tanımlanmaktadır. Firma değerlemesi de, firmanın uygun ve makul alım-satım bedelinin belirlenmesidir. Firmalar çeşitli nedenlerle zaman zaman değerlemeye ihtiyaç duyarlar. Bu nedenler, şu şekilde belirtilebilir (Dikmen, 2003: 51):

- Firma birleşmelerinde,
- Firmaların hisse senetlerinin pazarlanmasında,
- Firmaların halka açılmasında,
- Firma ortaklarının kar dağıtım oranlarının belirlenmesinde,
- Firmaya ortak alma veya ayrılma durumlarında,
- Kredi güvenilirliğinin araştırılmasında
- Şahıs şirketlerinin sermaye şirketlerine dönüştürülmesinde,
- Özelleştirmelerde,
- Firmaların tasfiye edilmesinde ve yeniden yapılandırılmalarında.

Firma değerinin tespit edilmesi, finans teorisinin en fazla tartışılan, en karmaşık konularından biridir. Finansal yönetimin temel politikalarının ortak noktası, firma değerinin hissedarlar açısından maksimum kılınmasıdır. Firmanın finansman politikasında, “firmanın kaynaklarının yapısı ne olmalıdır ki firmanın değeri maksimum olsun” sorusuna cevap aranmaktadır. Yatırım politikasında da amaç, “firmanın

kaynakları hangi varlıklara hangi şartlarda bağlanmalıdır ki firmanın değeri maksimum olsun” sorusuna cevap aramaktır. Temettü politikasında da “firma nasıl bir temettü politikası izlemelidir ki izlediği bu politika firmanın değerini maksimum kılınsın” konusu açıklığa kavuşturulmaya çalışılmaktadır. Görüldüğü üzere, bütün bu politikadaki ortak amaç, firma değerinin maksimum kılınmasıdır (Yıldız, 2006: 47).

2.3. FİRMA DEĞERİNİN ÖNEMİ

Günümüzde sermaye piyasaları hızlı bir gelişim göstermektedir. Sermaye piyasalarında etkinliğin ve güvenin sağlanması firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesine ve bulunan değerinin gerçeği yansıtmasına bağlıdır. Sermaye piyasalarının bu hızlı gelişimine bağlı olarak firma birleşme ve satın almaları ile firmalarda halka açılma eğilimlerinin artması firma sahiplerini ve yatırımcıları firma değerini doğru bir şekilde belirlemeye yöneltmiştir. Firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi, halka arz işlemi gerçekleştirilirken, borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararı verirken ve özelleştirme kapsamındaki kuruluşların değerlerinin belirlenmesinde oldukça önemlidir. Bunlara ilaveten hisse senetleri borsada işlem görmeyen ve özelleştirme kapsamında olmayan firmalar için de firma değerinin belirlenmesi aynı derecede önemlidir. Firma değeri, finansal analizin de odak noktasını oluşturmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000: 6-9).

2.4. FİRMA DEĞERİNE ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Firmaların değerini etki eden başlıca faktörler şunlardır (Yıldız, 2006: 48):

- **Firmanın Yasal Yapısı, Kuruluş Yeri:** Firmanın anonim şirket, limited şirket veya şahıs şirketi olup olmaması yasal ve vergisel yükümlülükleri farklı kılacağından firma değerini de etkileyecektir. Yine, firmanın kuruluş yerine göre mevzuat değişebileceği için firma değeri de farklı olacaktır.
- **Firmanın Halka Açık Olup Olmaması:** Halka açık firmaların menkul değerleri halka açık olmayan firmaların menkul değerlerine göre daha kolay el değiştirebileceğinden likiditesi de daha yüksek olacaktır. Bu da

maliyetleri azaltacaktır. Bu nedenle aynı özelliklere sahip firmalar arasında halka açık olan firmanın değeri daha yüksek olacaktır.

- **Firmanın Faaliyette Bulunduğu Endüstri Kolu:** Firmanın faaliyette bulunduğu endüstrinin özellikleri, gelişmişlik düzeyi, değişim hızı gibi faktörler de firma değerini etkilemektedir. Sektörün değişim hızı arttıkça firmanın riski de artacaktır. Risk, karlılık ve firma değeri arasında sıkı bir ilişki mevcuttur. Karı yükseltmek için alınan kararlar genelde riski artırmaktadır. Burada önemli olan husus, firma değerini en yüksek düzeye ulaştıracak optimal risk-karlılık bileşimini sağlamaktır.
- **Sermaye Piyasalarının Gelişmişlik Düzeyi:** Sermaye piyasalarının yapısı, firmaların gelir ve giderlerindeki değişime temel oluşturmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren bir firmanın gelirleri, gelişmiş bir piyasada faaliyet gösteren firmaya göre daha fazla değişkenlik göstermektedir. Bu nedenle gelişen piyasalarda firmaların faaliyet riskleri daha fazla olacağından değerleri de daha düşük olacaktır.
- **Finansal Kararlar:** Firma ile ilgili olarak verilen kararlar, saptanan politikalar da firma değerine etki etmektedir. Finansal yönetimin temel politikalarıyla ilgili olarak verilen kararlar firma değerini daha fazla etkilemektedir.

2.5. TEMEL FİNANSAL UYGULAMALAR VE FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

Temel finansal uygulamaların firma değerine etkisi şu başlıklar altında incelenebilir:

- Finansal kaldıraçın firma değerine etkisi,
- Finansal sıkıntı maliyetleri ve firma değerine etkisi,
- Asimetrik bilginin firma değerine etkisi,
- Temettü politikası ve firma değerine etkisi,
- Entelektüel sermaye ve firma değerine etkisi.

2.5.1. Finansal Kaldıraçın Firma Değerine Etkisi

Kaldıraç, firmanın maliyetli varlık ya da fonlarını, firmanın getirilerini arttırmak için kullanma yeteneği olarak tanımlanabilir. Sabit maliyeti olan firmalar kaldıraçtan yararlanabilirler ve firmanın sabit maliyetleri ile değişken maliyetleri arasındaki ilişki genellikle kaldıraç yardımıyla açıklanır. Sermaye maliyeti ile kaldıraç arasındaki yakın bir ilişki vardır. Finansal kaldıraç arttıkça, finansal risk ve bunun sonucunda işletmenin sermaye maliyeti de artmaktadır. Faaliyet kaldırıcı ise, kâr artışı ile değişken ve sabit maliyetler karşılanarak pay başına gelirin maksimum kılınmasına imkan vermektedir (Chambers, 2009: 121).

Finansal kaldıraç; alınan borçlar ya da ayrıcalıklı hisse senetleri gibi sabit maliyetli unsurların, firma sermaye yatırımlarındaki getirilerini arttırmak amacıyla kullanımına ilişkin bir finans tekniği olarak tanımlanabilir. Varlıklardan elde edilen getiri, bu varlıklar için harcanan fonlardan yüksek olduğu sürece firmaya dönen getiri artacaktır. Bu durum pozitif finansal kaldıraç olarak adlandırılır (Chambers, 2009: 122).

Varlıkların finansmanı için borç ve özsermayenin birlikte kullanılması durumunda finansal kaldıraç devreye girmektedir. Yalnızca, özsermaye ile finanse edilen bir firma için finansal kaldıraç etkisinden söz edilemez. Finansal kaldıraç varlıkların ne kadarının borçlarla finanse edildiğini (borç/varlık toplamı) belirler. Borcun belirli bir düzeye kadar kullanımı firmanın özsermaye kârlılığını arttırabilecektir. Ancak, bu düzey aşılarak borç kullanımına devam edildiğinde firmanın özsermaye karlılığı düşecek ve firma çeşitli finansal problemlerle karşılaşabilecektir. Bu da göstermektedir ki, finansal kaldırıcının özsermaye üzerinde yukarıda bahsedilen pozitif etkisinin yanısıra negatif olmak üzere iki yönlü etkisi söz konusudur. Dolayısıyla, finansal kaldıraç düzeyinin belirlenmesi önem taşımaktadır (Chambers, 2009: 122).

2.5.2. Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Firma Değerine Etkisi

Finansal sıkıntı, kredi açanlara karşı yükümlülüklerin yerine getirilememesi durumunda ortaya çıkar. Borçluluk düzeyi arttıkça, finansal sıkıntı olasılığı da artar. Bu durumda firma, kredi verenlere karşı anapara ve faizin geri ödeme yükümlülüğünü

yerine getiremeyebilir. Bu durumda firma iflas ettiğini veya borçlarını yeniden yapılandırmak zorunda olduğunu açıklayabilir. Firmanın iflas etmesi, firma değerindeki düşüşün bir nedeni değil, sonucudur. Finansal sıkıntının yarattığı diğer bir maliyet, kaçırılan yatırım fırsatlarıdır. Firmanın finansal sıkıntıya düşmesi durumunda yeni yatırımlar için ek kaynak bulma imkanı ortadan kalkmaktadır. Firmanın finansal sıkıntıda olması nedeniyle bu önemli yatırımların kaçırılma ihtimalinin yüksek olması, potansiyel olarak firma değerini azaltan bir unsurdur (Yıldız, 2006: 50).

2.5.3. Asimetrik Bilginin Firma Değerine Etkisi

Şeffaflık, etik değerlere saygı gibi kavramların temelinde bilgilerin her kesime açık olması yatmaktadır. Yatırımcı güveninin sağlanmasında en önemli faktör doğru bilgilenmedir. Doğru bilgilenen yatırımcı kararlar alır, risklerini tahmin edebilir ve piyasaya güvenebilir. Asimetrik bilgi, piyasadaki oyunculardan bir kısmının diğerlerinden daha fazla bilgiye sahip olması halidir (Toprak, 2001: 7).

Asimetrik bilginin yani bilgi eşitsizliğinin düzeyi, firmanın büyüklüğüne, organizasyon yapısına ve karmaşıklığına bağlı olarak değişiklik gösterir. Hisse senetleri milyonlarca yatırımcıya dağılmış büyük firmalarda, hisse senedi sahipliği ortaklarda olmakla beraber, kontrol yetkisi yöneticilerin elindedir. Bu tip büyük firmalarda hisse senedi sahipleri bireysel olarak şirketin çok küçük bir kısmını ellerinde bulundururlar. Bu nedenle, yönetimin aldığı kararları takip etmezler, ayrıca yönetimin aldığı kararlara bir itirazları olsa dahi, çok az bir paya sahip oldukları için kararları etkileme şansları pek yoktur. Bu tür firmalar bilgi eşitsizliğinin en yüksek düzeyde olduğu firmalardır. Küçük, ortak sayısı az olan firmalarda bilgi eşitsizliği daha düşük düzeydedir. Finans literatüründe bilgi eşitsizliğinin önemli olmasının sebebi, firmalara bir maliyetinin olmasındandır. Örneğin, firmanın geleceği, hakkında daha fazla bilgiye sahip olan içerdeki kimseler, firmanın piyasadaki hisse senetlerini alıp satarak çok büyük kazançlar elde edebilirler. Dışarıdakiler, bilgi dezavantajı nedeniyle firmanın hisse senetlerinin adil bir şekilde alınıp satıldığı konusunda inançlarını kaybederler. Firma sermaye artırımına gittiğinde, yatırımcılar gerçek değerinden fazla ödedikleri endişesiyle firmaya fon aktarma konusunda isteksiz davranabilirler. Finansman sağlamadaki güçlük de, firmanın önemli yatırımları, fırsatları kaçırmaya sebep olabilir. İçerdekilerin

ticaretinden, kaynaklanan bu maliyet, hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla firma değerini düşürmektedir (Üreten ve Ercan, 2000: 45-46).

2.5.4. Temettü Politikası ve Firma Değerine Etkisi

Temettü politikası, dağıtılmayarak firmada bırakılacak kâr miktarı ile dağıtılabilecek kâr miktarlarının belirlenmesi açısından önemlidir. Finans yöneticisinin en önemli fonksiyonlarından birisi de dağıtılabilecek kârı, temettü ve firmada bırakılacak kâr olarak bölmektir. Çünkü, hisse senetlerinin cari değeri, temettünün bir fonksiyonu olarak görüldüğünden hiç temettü dağıtmama, ortağın elde edeceği dönemsel gelirin azalmasına neden olur. Firmanın izlediği temettü politikası, firmanın hisse senetlerinin değerine etki eder. Hisse senetlerinin değeri, arz ve talebe göre belirlenir. İstikrarlı temettü dağıtımını yapan firmaların hisse senetlerine daha fazla talep olması, bu hisse senetlerinin değerlerinin yükselmesine neden olur. Bu yüzden firma, hisse senedi değerinin dolayısıyla firma değerini maksimum kılacak temettü dağıtım politikasını tespit etmeli ve uygulamalıdır (Yıldız, 2006: 52).

2.5.5. Entelektüel Sermaye ve Firma Değerine Etkisi

Bilginin artık daha hızlı ve maliyetsiz bir şekilde elde edilebilmesi ve teknolojik ilerlemenin maliyetindeki azalma, bilgi ekonomisine doğru hareket etmekte olmasından dolayı entelektüel sermayenin de maddi varlıklar veya finansal sermaye gibi bir kaynak olarak ele alınmasından firmalar açısından hayati öneminin olduğunun üzerinde durulmaktadır. Bilgi ekonomisine geçiş sürecinde, işletmelerin defter değerleri ile piyasa değerleri arasındaki fark giderek artmakta ve firmaların toplam varlıkları içerisinde maddi olmayan varlıklarının oranı son yıllarda yüksek boyutlara ulaşmaktadır. Bu nedenle, entelektüel sermaye kaynaklı kazançların toplam kazançlara da gün geçtikçe daha fazla maddi olmayan varlıklara bağımlı olacağı gözükmektedir. Bunun sonucunda da firmaların artık öğrenmenin hayati bir unsur olduğunu anlamaları ile birlikte stratejik çabaların somut varlıkların yönetiminden ziyade soyut varlıkların yönetimine doğru kaydırmaları gerektiği bir gerçektir. Bu nedenle, entelektüel sermaye

kavramının önemi yıllar geçtikçe artmakta olup firmalar açısından söz konusu bilgilerin çıkar gruplarına nasıl yansıtılmakta olduğu da önem taşımaktadır (Demirkol, 2006: 119).

Entelektüel sermayenin firma değerine etkisinin ölçülmesi ve yönetimi, bu gün artık üzerinde en çok tartışılan ve de araştırılan bir çalışma haline gelmiştir. Yatırımcılar, her zaman, sermayelerini en fazla getiriye sağlayacak alanlara yatırmak ve yatırım yapacakları alanların ekonomik performanslarının ve değerlerinin doğru olarak ölçülmesini istemektedirler. Firmalar ekonomik performanslarının ölçümü ve firma değerinin tespiti için çeşitli yöntemler uygulamaktadır. İşletme değerinin tespitinde yaygın olarak kullanılan defter değeri, fiyat kazanç oranı, özkaynak verimliliği, hisse senedi başına kazanç gibi muhasebe yaklaşımlarının yanında maddi olmayan varlıkların ölçülmesine dayanan entelektüel sermaye kavramının önemi gün geçtikçe artmaya başlamakta ve firma değerinin tespit edilmesinde önemli bir unsur haline gelmektedir (Demirkol, 2006: 120).

2.6. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE KULLANILAN

YÖNTEMLER

2.6.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntem

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine (İNA) göre firmanın değeri, hali hazırdaki şirketin yapısı, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilmektedir. Söz konusu yönetim, gelecekte şirketin yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihi itibarıyla bugüne indirgenmesi olarak ifade edilebilir. Firmanın değeri bu yöntemde indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıklarının toplamından muhtemel finansal borçların düşülmesi ile bulunur (www.activefinans.com, 01/11/2011).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi daha çok içsel yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılsa da, son yıllarda özellikle ABD’ de şirket değerinin saptanması içinde kullanılmaktadır. Bunun nedeni, bu yöntemde şirketin gelecekteki performansının ve verimliliğinin göz önüne alınmasıdır. İndirgenmiş nakit akımları

yönteminin temel varsayımları paranın bugünkü değerinin gelecekteki değerinden farklı olacağı ve gelecekteki nakit akımlarının uygun bir şekilde tahmin edilebileceği bir yöntemdir. Enflasyonist ortamlarda, bu varsayımların birincisinin doğruluğu kesin iken, aynı olgu, ikinci varsayımın doğruluğuna ters yönde etki yapmaktadır. Bu yöntemin uygulamalarda karşılaşılan zorluklar, iskonto oranının belirlenmesi ve nakit akımlarının tahmin edilmesi olarak özetlenebilir (www.ntvmsnbc.com, 01/11/2011).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile hesaplama yapılırken şu aşamalar takip edilmelidir (www.geocities.com, 05/11/2011):

- Varlıkların ve yükümlülüklerin ayrımı yapılır, unsurlar tanımlanır (gelirler, yatırımlar, amortismanlar, vergiler, işletme sermayesi, diğer varlıklardaki artışlar/azalışlar),
- Geçmiş yılların nakit akımları incelenir,
- Nakit akımlarını etkileyen kalemlerin tahmini yapılır,
- Genel varsayımlar ve çeşitli senaryoların (iyimser, kötümser ve normal varsayımları belirlenir,
- Nakit akımları tahmin edilir,
- İskonto oranı tahmin edilir,
- Nakit akımları iskonto oranı ile indirgenir,
- İndirgenmiş nakit akımları ile kullanılmayan fazla arsa, arazi ve stokların değeri toplanır, bu toplamdan borçların bugünkü değeri çıkarılarak firma değerine ulaşılır,
- Sonuçlar analiz edilir.

Bu faktörler dikkate alındığında, indirgenmiş nakit akımı yönteminde üç temel aşama söz konusudur:

- Nakit akımları tahmini,
- İskonto oranının belirlenmesi,
- Nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması.

2.6.1.1. Nakit Akımları Tahmini

Gerçekte bir işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını tam olarak belirlemek mümkün değildir. Ancak, her geçen gün geliştirilen tekniklerle işletmelerin sağlayabilecekleri nakit akımlarının tahmininde hata ihtimali azaltılmaktadır. Firmaya ait serbest nakit akımları, nakit girişleri ve nakit çıkışları olmak üzere iki başlık altında incelenebilir. Nakit girişleri, firmanın mal ve hizmet satışından kaynaklanır. Dolayısıyla, nakit girişleri analiz edilirken satılan mal ve hizmetlere ilişkin miktar, fiyat, kalite, ürün çeşitleri, vade, satış sonrası hizmetler gibi pek çok faktör dikkate alınmalıdır. Bunlara ilaveten satışlardaki muhtemel artışlar, maliyet yapısı, işletme sermayesi ihtiyacı, yatırım, araştırma harcamaları gibi faktörler de göz önünde bulundurulmalıdır (Yıldız, 2006: 54).

Nakit çıkışları; işletme faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışları, yatırım faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışları, faiz ve kâr payı ödemeleri şeklinde sınıflandırılabilir. İşletme faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışları, işletmenin faaliyet konusunu oluşturan mal-hizmet üretimi için gerekli girdiler ve işçilik ödemelerinden oluşur. Faaliyetlere ilişkin vergi ödemeleri de bu sınıfa dahil edilebilir. Yatırımlara ilişkin nakit çıkışları ise, üzerinde çok daha önemle durulması gereken bir husustur. Çünkü, yatırım kararlarında yapılacak bir hata işletmeyi uzun yıllar etkileyebilecektir. Modernizasyon, yenileme, genişleme gibi yatırımlarda kullanılan kaynaklar da bu sınıftaki nakit çıkışlarını oluşturur. Faiz ve kâr payı ödemeleri de nakit çıkışı gerektiren diğer işlemlerdir. Nakit girişleri ve nakit çıkışları dikkate alınarak serbest nakit akımları şu şekilde belirlenmektedir (Yıldız, 2006:55):

Brüt Satışlar

-Hasılattan İndirimler

Net Satışlar

-SMM

-Genel Yönetim Giderleri

FAİZ VE VERGİ ÖNCESİ KÂR

-Faiz Giderleri

VERGİ ÖNCESİ KÂR

-Vergi

VERGİ SONRASI KÂR

+Amortismanlar

SERBEST NAKİT AKIMLARI

Firmanın geçmiş performansı analiz edilerek bu verilere ulaşıktan sonra, izlenmesi gereken yol firmanın gelecekteki performansının tahmin edilmesidir. Gelecekteki performans tahmin edilirken de firmanın geçmiş ve cari durumu dikkate alınır. Bunlara ilaveten şu hususlara da dikkat edilmelidir (Üreten ve Ercan, 2000:89-92):

- Ekonomide meydana gelebilecek değişimler, büyüme hızı dikkate alınmalıdır.
- Sektör özellikleri, firmanın rekabet avantajları ve dezavantajları dikkate alınarak firmanın stratejik pozisyonu değerlendirilmelidir.
- Gelecekte tüketici tercihlerinde ne gibi değişiklikler olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- İşletme sistemi; yani ürün dizaynından, üretimine, pazarlamasına ve satış sonrası hizmetlere kadar uzanan süreç analiz edilmeli, bunlarda meydana gelebilecek değişimler tahminlerde göz önünde bulundurulmalıdır.

2. 6. 1. 2. İskonto Oranının Belirlenmesi

İskonto oranının belirlenmesi varsayımlara dayanmaktadır. İskonto oranının hesaplanmasında, firmanın faaliyet gösterdiği pazarın genel durumu ve firmanın özel konumuna göre bir risk faktörü belirlenmeli ve bu faktörün iskonto oranına yansıtılmasına özen gösterilmelidir. İndirgenmiş nakit akımı analizinde, iskonto oranı olarak genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır. Ancak, genel ekonomik duruma, değerlendirilecek firmanın halka açık olup olmamasına, hisse senetlerinin sık işlem görüp görmemesine, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyine bağlı olarak AOSM'yi hesaplamada farklı güçlükler ortaya çıkmaktadır. Ayrıca dikkat

edilmesi gereken diğer önemli husus, değerlemede nominal nakit akımlarının mı, yoksa reel nakit akımlarının mı kullanılacağıdır. Çünkü, bu durum iskonto oranını da etkileyecektir. Nominal nakit akımları kullanılıyorsa, iskonto oranının enflasyon oranını da içermesi gerekmektedir. Eğer, enflasyondan arındırılmış reel nakit akımları kullanılıyorsa, nakit akımları indirgenirken reel iskonto oranı kullanılmalıdır. Yapılan değerlemelerde, nominal nakit akımlarının ve iskonto oranının kullanılması daha yaygın bir uygulamadır. Çünkü, piyasada oluşan veriler ve finansal tablolardaki veriler nominaldir. (Demirkol, 2002, 9).

Bir firmanın bilançosunda kaynaklar (pasifler) bölümüne bakıldığında, firmanın kaynak ihtiyacını yabancı kaynaklar ve öz kaynaklar vasıtasıyla sağladığı görülmektedir. Yabancı kaynaklar kalemini oluşturan kısa, orta ve uzun vadeli borçların maliyeti göz önüne alınarak borçların ağırlıklı ortalama maliyeti hesaplanmaktadır. Aynı şekilde, öz kaynakları oluşturan kalemlerin maliyetleri de firma sermayesinin ağırlıklı ortalama maliyetini ortaya çıkarmaktadır. Bu bilgiler dahilinde AOSM şu şekilde hesaplanabilir (Yıldız, 2006: 56-57):

$$AOSM = [(B / TV) \times (1-t) \times BM] + [(Ö / TV) \times ÖM]$$

Burada,

B = Borçları,

BM = Borçlanma maliyetini,

t = Vergi oranını,

Ö = Öz kaynakları,

ÖM = Özkaynak maliyetini,

TV = Toplam varlıkları göstermektedir.

Borçlanma nedeni ile ödenecek finansman giderleri, vergi öncesi kârdan düşülebildiği için vergi oranı kadar bir maliyet avantajı sağlanmaktadır. Bu nedenle, borçlanma maliyeti (1-t) ile çarpılarak vergi etkisi de AOSM'ye yansıtılmaktadır.

2.6.1.3. Nakit Akımlarının Bugünkü Değerinin Hesaplanması

Nakit akımları ve iskonto oranı belirlendikten sonra sıra nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasına gelmektedir. Nakit akımlarının belirlenen iskonto oranıyla indirgenmesiyle nakit akımlarının net bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Net bugünkü değer, hissedarların servetine yapılacak katkıyı gösterir. Buna göre, net bugünkü değer şu şekilde hesaplanabilir (Yıldız,2006: 57-58):

$$NBD = \left[\frac{NG_1}{(1+k)} + \frac{NG_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{NG_n}{(1+k)^n} \right] - NÇ$$

Burada,

NG = Yıllar itibariyle gerçekleşen nakit girişlerini,

NÇ = Nakit çıkışlarını,

k = İskonto oranını (AOSM),

n = Dönem sayısını göstermektedir.

Bu yöntemle göre, bir yatırım projesinin kabul edilebilmesi için, nakit girişlerinin bugünkü değerinin nakit çıkışlarının değerinden fazla olması, yani NBD'nin pozitif olması gerekmektedir.

Firma değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre belirlenmesi durumunda, nakit akımları için 5-10 yıl gibi süreleri kapsayan tahminler yapılır. Bu yöntemde temel varsayım, firmanın ömrünün yani değer yaratma süresinin sonsuza kadar süreceğidir. İndirgenmiş nakit akımları yönetimine göre yapılan değerlendirme çalışmalarında kullanılan bu varsayım ve hesaplama yöntemine ilaveten geleceğin belirsizliği nedeniyle yapılacak hata ihtimalini en aza indirmek için bazı analizlerden faydalanılmaktadır. Bunlar üç başlıkta toplanır (Yıldız, 2006: 60):

- **Duyarlılık Analizi:** Değişkenlerin herhangi birinde meydana gelecek bir değişimin proje üzerindeki etkilerinin analiz edilmesidir.
- **Senaryo Analizi:** Değişkenlerin birbirleriyle farklı, ancak tutarlı değişimler gösterdiği varsayımlar bütünü 'senaryo' olarak adlandırılmaktadır.
- **Başabaş Analizi:** Bugünkü değerın sıfır olduğu, yani kazançların ve maliyetlerin eşit olduğu nokta 'başabaş noktası' olarak tanımlanmaktadır.

Başa baş analizi de bu noktadaki nakit akımlarının belirlenmesidir.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firma değerinin artırılabilmesi için ya nakit girişlerini artırmak, ya sermaye maliyetini düşürmek ya da ikisini birlikte yapmak gerekmektedir. Ancak sermaye maliyetini etkileyen unsurlar büyük ölçüde piyasada oluşmaktadır. Yani firmaların sermaye maliyetini düşürmek konusunda yapabilecekleri son derece sınırlıdır. Bu yüzden firmalar nakit akımlarını artırma yoluna gitmelidirler (Yıldız, 2006: 60).

2.6.1.4. İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Birleşmelerde

Uygulanması

Birleşmelerde firma değeri belirlenirken sermaye bütçelemesi tekniklerinden faydalanılmaktadır. Firma birleşmelerinde, firmaların değerlendirilme yöntemleri, birçok yönleriyle sermaye bütçelemesine benzemekle birlikte daha karmaşık bir özelliğe sahiptir. Tipik bir yatırım projesinin ömrü yaklaşık 20 yıl ya da daha azdır. Birleşmelerde ise, yatırım bir işletmeye yapılacağından işletmenin ömrü süresizdir. Birleşmelerde birleşilecek firmanın sermaye yapısının da analize dahil edilmesi, sermaye bütçelemesi ile karşılaştırıldığında ortaya çıkan önemli bir zorluktur (Yıldız, 2006: 60).

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı, firma değerinin belirlenmesinde yaygın olarak kullanılmakta, dünyadaki firma birleşmelerinin çoğunda da bu yöntem uygulanmaktadır. Günümüzde firma birleşmelerinin büyük boyutlarda olduğu ABD’de birleşen büyük firmalardan tamamına yakınının bu yöntemi uyguladığı görülmektedir. Yöntem, sadece ABD’de değil, İngiltere ve diğer Avrupa ülkelerinde de yaygın bir şekilde kullanılmaktadır (Aydın, 2004: 200).

Birleşme ve satın almalarda yaygın olarak kullanılan bu yöntemle göre firma değeri belirlenirken, her bir işletmenin gelecekte beklenen nakit akımlarının tahmin edilmesiyle işe başlanır. Nakit akımlarının tahmininde alıcı firmanın satıcı firmayı ayrı bir birim olarak faaliyetlerine devam edecek bir işletme olarak görmesi, olayı kolaylaştırması açısından faydalı olacaktır. Yani, birleşmeden dolayı oluşacak herhangi bir artışın dikkate alınmaması gerekmektedir. Ancak, bu ilave kazanç (sinerji etkisi), alınan firmaya ödenecek nihai fiyatın belirlenmesi aşamasında dikkate alınmalıdır.

Nakit akımlarının tahmin edilmesi aşamasında, firmaların geçmişteki faaliyet sonuçları ve mali tabloları dikkate alınarak hazırlanan proforma tablolar yardımıyla gelecekteki nakit akışları tespit edilmeye çalışılır (Yıldız, 2006: 61).

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin birleşmelere uygulanmasında başlıca şu aşamalar takip edilmelidir (Yıldız, 2006: 61):

- **Geçmiş Performansın Analizi:** Nakit akımlarının belirlenmesi aşamasında satıcı yani hedef firmanın geçmiş kazançları analiz edilmelidir. Çünkü firmanın önceki ve cari yıllardaki başarısı, gelecek yıllardaki başarısının temel göstergesidir. Geçmiş performans analiz edilirken öncelikle finansal durum analizi yapılmalıdır. Daha sonra değer bileşenleri, vergiden sonraki net kâr ve yatırılan sermayenin kârlılığı hesaplanmalıdır. Bu hesaplamalar yapılırken belirli bir dönem baz alınmalıdır. Bu, uygulama da genellikle 3-5 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Nakit akımları tahmin edilirken satışlarda beklenen muhtemel artışlar, maliyet yapısı, çalışma sermayesi ihtiyacı, yatırım, araştırma, yenileme ihtiyaçları gibi birçok faktör dikkate alınmalıdır. Halka kapalı firmaların geçmiş gelirleri analiz edilirken daha dikkatli davranılmalıdır. Bu tür firmalarda gerek psikolojik faktörler, gerekse vergi ödemelerinden kaçınmak gibi ekonomik faktörlerin etkisiyle maliyet kalemleri artırılabilir. Bu tür kalemler titizlikle incelenmelidir. Geçmiş performansın analizi aşamasında dikkat edilmesi gereken diğer bir faktör de, firmanın geçmiş finansal tablolarının firma değerlemesinde kullanılacak analiz biçimine dönüştürülmesidir.
- **İşletme Sisteminin Analizi:** İşletme sistemi ürünün dizaynından, üretimine, pazarlamasına ve satış sonrası hizmetlere kadar uzanan süreci ifade etmektedir. İşletme sisteminin analiz edilmesi, firmanın nasıl bir rekabet üstünlüğüne sahip olduğunu ortaya koyar. Bu üstünlük, düşük maliyet, sermayenin daha verimli kullanılması veya tüketiciye daha iyi bir hizmet şeklinde olabilir. Birleşmelerde alıcı firma hem kendi işletme sistemini, hem de hedef firmanın işletme sistemini dikkatli bir şekilde analiz etmeli, üstünlükleri ve zayıflıkları tespit ederek birleşmeden doğacak kazanç ve maliyetleri ortaya koymalıdır.

- **Faaliyette Bulunulan Sektörün Analizi:** Sektör yapısının analizinde, sektörün kârlılığını etkileyen unsurların neler olduğu tespit edilmeye çalışılır. Michael Porter tarafından ortaya konulan sektör yapı analizine göre, sektörün potansiyel kârlılığını belirleyen temel faktörler; ikame ürünler, satıcıların pazarlık gücü, alıcıların pazarlık gücü ve sektöre giriş-çıkış kolaylığıdır. Tüm bu faktörler dikkate alınarak hedef firmanın gelirleri ile sektör ortalamaları karşılaştırılır. Sektör bazındaki karşılaştırmalarda net satış hasılatları, vergi öncesi kârlar, kâr marjları, varlıkların devir hızları gibi faktörler dikkate alınmaktadır.
- **Gelecekteki Gelirlerin Tahmini:** İşletme sisteminin ve faaliyette bulunulan sektörün analizi yapıldıktan sonra gelecekte oluşacak nakit akımları tahmin edilmeye çalışılır. Gelecekteki nakit akımlarının tahmininde dikkat edilmesi gereken en önemli nokta büyüme oranı ve bu orana göre nakit akımlarının nasıl değişeceği.

Bu aşamalardan sonra, sıra birleşmenin net bugünkü değerinin hesaplanmasına gelmiştir. Bu aşamada, birleşmeden doğacak maliyetler ve kazançlar tahmin edilir. Birleşmenin kazanç ve maliyetleri, yatırımcıların gelecekte bir birleşme olabileme ihtimalini öğrendikleri anda başlayıp, birleşme görüşmelerinin çözümlendiği ana kadar devam eder. Bu dönemler arasında hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimler yatırımcılara birleşmenin kazanç ve maliyetleri konusunda bir fikir verecektir. Nakit girişlerinin bugünkü değeri, nakit çıkışlarının bugünkü değerinden yüksekse yani, net bugünkü değer pozitif ise, birleşmeye karar verilir. Bazı firmalar birleşme analizlerine hedef firmanın gelecekteki nakit akımlarını tahmin ederek başlarlar. Her türlü gelir artışı ve maliyet azalışı tahminlere dahil edilir ve bugüne indirgenir. Bulunan bu değer satın alma fiyatıyla karşılaştırılır ve net bugünkü değer tespit edilir. Firma birleşmelerinde kazanç, birleşme sonrasındaki firma değeri ile birleşen işletmelerin ayrı varlıklar olarak değerleri arasındaki pozitif farktır. Birleşme kazancı, birleşmenin ortaya çıkardığı kazanç artırıcı veya maliyet azaltıcı etkiye bağlı olarak, yeni oluşan firmanın piyasa değerinde meydana gelen artıştır. Birleşme sonucunda oluşan yeni firmanın bugünkü değerinin daha yüksek olması, birleşme kazançlarının birleşme maliyetlerinden fazla olması durumunda oluşabilecektir (Yıldız, 2006: 64).

Nakit ile finanse edilen bir birleşme işleminin satın alan veya ele geçiren işletmeye maliyeti, hedef işletmeye, ayrı bir varlık olarak sahip olduğu değer üzerinde yapılan ödemedir. Buna göre;

Birleşme Maliyeti = Nakit Ödeme – Hedef İşletmenin Ayrı Varlık Olarak Değeri (NBD_B)

Nakit işlemin bugünkü değeri ise, şu şekilde oluşacaktır:

$NBD = \text{Birleşme Kazançları} - \text{Birleşme Maliyetleri}$

$NBD = [NBD_{AB} - (NBD_A + NBD_B)] - [\text{Nakit Ödeme} - NBD_B]$

Bunlar şöyle bir örnek yardımıyla açıklanabilir:

A işletmesinin B işletmesini, bedelini nakit olarak ödeyerek satın aldığını kabul edelim. A işletmesinin piyasa değeri 200 Milyon \$, B işletmesinin piyasa değeri ise 50 Milyon \$ dır. Bu durumda birleşmeden sağlanan kazanç yani kâr 25 Milyon \$ olacaktır. Bu bilgiler formüle yerleştirilecek olursa;

$25 \text{ Milyon } \$ = NBD_{AB} - (200 \text{ Milyon } \$ + 50 \text{ Milyon } \$)$

$NBD_{AB} = 275 \text{ Milyon } \$$

B firmasının 65 Milyon \$ nakitle satın alındığı varsayıldığında;

Birleşme Maliyeti = 65 Milyon \$ - 50 Milyon \$ = 15 milyon \$ olacaktır.

$NBD = 25 \text{ Milyon } \$ - 15 \text{ Milyon } \$ = 10 \text{ Milyon } \$$ olarak gerçekleşecektir.

B firması için fazladan (değerinin üstünde) ödenen 15 Milyon \$ B firmasının kazancı, AB firmasının maliyeti olacaktır. Yani, bu 15 Milyon \$ birleşmenin kazancı olan 25 Milyon \$'dan indirilecektir. Sonuç olarak, A firmasının hissedarları, birleşme kazancından B firması hissedarlarının kazancı düşüldükten sonraki kısım kadar kazanç elde edebileceklerdir. Bu varsayımlar dikkate alınarak, NBD şu şekilde de hesaplanabilmektedir.

$NBD = \text{Birleşmeden Elde Edilen Kazanç} - \text{Birleşme Öncesi Değer}$

$NBD = (NBD_{AB} - \text{Nakit Ödeme Tutarı}) - NBD_A$

$NBD = (275 \text{ Milyon } \$ - 65 \text{ Milyon } \$) - 200 \text{ Milyon } \$$

$NBD = 10 \text{ Milyon } \$$

Birleşmenin ilan edilmesiyle B firmasının hisse senetlerinin piyasa değeri 50 milyon \$'dan 65 Milyon \$'a yükselmekte yani %30 artmaktayken; A firmasının hisse senetlerinin piyasa değeri 10 Milyon \$ yükselerek sadece %5 artmaktadır.

Birleşme hisse senedi değişimi yoluyla gerçekleştiriliyorsa maliyeti tahmin etmek daha zor olacaktır. Örneğe tekrar dönülecek olursa, A firmasının dolaşımında her biri 100 \$ değerinde 1 milyon adet hisse senedinin olduğunu varsayalım. A firması, B firmasına 65 Milyon \$ nakit ödenmek yerine, 650.000 adet hisse senedi önermeye karar versin. A'nın hisse senedi fiyatı 100 \$, B firmasının hisse senetlerinin piyasa değeri 50 Milyon \$ olduğu için birleşme maliyeti yine 15 Milyon \$ olarak gözükacaktır.

$$\text{Birleşme Maliyeti} = (650.000 \times 100 \$) - 50 \text{ Milyon } \$ = 15 \text{ Milyon } \$$$

Ancak görünen maliyet, gerçek maliyete eşit olmayabilir. A firmasının hisse senedi fiyatı birleşme açıklandıktan sonra değişecektir. Birleşmenin 25 Milyon \$ değerinde maliyet tasarrufu yaratacağını ve birleşme sonucunda oluşacak yeni firmanın değerinin 275 Milyon \$ olacağı varsayılmıştı. Birleşmeden sonra dolaşımdaki hisse senedi sayısı 1.650.000 adet olacaktır. Dolayısıyla, hisse senedi fiyatı şu şekilde gerçekleşecektir;

Yeni Hisse Senetlerinin Fiyatı = 275 Milyon \$ / 1.650.000 \approx 166,67 \$ olacaktır. Bu, yeni firmanın B firması hissedarlarına verilen hisse senetlerinin değeridir. Bu durumda birleşmenin gerçek maliyeti şu şekilde gerçekleşecektir;

$$\text{Gerçek Maliyet} = (650.000 \times 166,67 \$) - 50 \text{ Milyon } \$ = 58.335.500 \$$$

NBD ise şu şekilde gerçekleşecektir;

$$\text{Kazanç} = 25.000.000 \$$$

$$\text{Maliyet} = 58.335.500$$

$$\text{NBD} = \text{Birleşme Kazancı} - \text{Birleşme Maliyeti}$$

$$\text{NBD} = 25.000.000 \$ - 58.335.500 = - 33.335.500 \$$$

Örnekte görüldüğü, gibi bir birleşmenin nakitle veya hisse senediyle finanse edilmesi durumunda oluşacak kazanç ve maliyetler farklılık göstermektedir. Nakitle finanse edilmesi durumunda NBD pozitif olurken, hisse senedi ile finanse edilmesi durumunda negatif olabilmektedir.

Birleşmelerin nakitle veya hisse senedi ile finanse edilmesi arasında önemli bir ayrım vardır. Eğer finansman aracı olarak nakit önerilirse, birleşmenin maliyeti kazançtan etkilenmez. Ancak, eğer hisse senedi önerilirse, maliyet kazançla bağlı olarak

değişiklik gösterecektir. Çünkü kazanç, birleşme sonrası hisse senedi fiyatlarında ortaya çıkacak değişime bağlı olacaktır (Yıldız, 2006: 65).

2.6.2. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Firma değerinin belirlenmesinde kullanılan bir diğer yöntem de ekonomik katma değer yöntemidir. Yabancı literatürde Economic Value Added (EVA) şeklinde tanımlanmaktadır. EKD, genel olarak işletmenin bir dönem içinde, sahip olduğu kaynakları kullanarak yarattığı değeri hesaplamayı amaç edinir. İşletme faaliyetleri açısından bakıldığında, işletme faaliyetlerindeki farklılaşmalar EKD'nin kullanımını yaygınlaştırmaktadır. Günümüzde “yeni ekonomi” olarak ifade edilen yeni işletme modelleri daha çok hizmete, dış kaynaklardan yararlanmaya ve yenilik yaratmaya yönelik işletme faaliyetlerine dayalıdır. Bu faaliyetler ile geleneksel finansal performans ölçütleri tam olarak örtüşmemektedir. Geleneksel finansal performans ölçütlerinin yeni işletme modellerindeki üretim, pazarlama ve yönetim ilişkilerini tam olarak yansıtamaması işletme ile ilişkisi olan taraflar için önemli bir sorundur (Çelik, 2002; 22-23).

Dünyada son yıllarda gittikçe artan birleşme ve devralma vakaları, yöneticilerin şirketlerin etkin yönetimine daha fazla yoğunlaşmalarını sağlamaktadır. Bazı iş tanımlarının elimine edilmesi ve teknoloji harcamalarının artırılması, firmaların kâr marjlarını korumalarına yardımcı olacaktır. Buna ilaveten üretilen mal ve hizmetlerin kalitesinin artırılması ve firma içi yeniden yapılandırmaya gidilmesi, firmaların etkin yönetimine katkıda bulunacaktır. Bu gelişmeler ışığında, firmaların performansını ölçen daha güçlü ve karmaşık finansal ve finansal olmayan performans ölçüsü göstergelerine ihtiyaç artmıştır. Firmaların yönetiminde kullanılan geleneksel ölçümler ve analizler, günümüzün iş hayatında ve ekonomik çevresinde yetersiz hale gelmiştir (Korkmaz ve Özdemir, 2003: 1). Bu açıdan EKD, yeni işletme modellerinin gereksinimini karşılayan, aynı zamanda birleşme ve satın alma gibi firma açısından oldukça önemli kararlarda yöneticilere ışık tutan bir değerlendirme yöntemidir. EKD, bir değerlendirme yöntemi olmasının yanı sıra, firmalarda değere dayalı yönetim anlayışının en önemli araçlarından biri olarak da kabul edilmektedir. EKD, Almanya'da Siemens ve RWE, Amerika'da AT&T, Coca Cola, General Electric gibi büyük firmalar tarafından

kullanılan yaygın bir yöntemdir (Yıldız, 2006: 66).

EKD'nin hesaplanabilmesi için, öncelikle yatırımın net getiri oranının hesaplanması gerekir. Yatırımın net getiri oranı, işletmenin yatırımlardan elde ettiği getiri oranının sermaye maliyetini aşan kısmı olarak ifade edilebilir. Yatırımın net getiri oranı (Return on Investment-ROI) yani işletmenin yatırımlarından elde ettiği getiri, bu getiriye elde etmek için kullanılan sermayenin maliyetini aşmadığı sürece ilave bir katma değer sağlanamayacaktır. Örneğin, yatırımın getiri oranının %13, sermaye maliyetinin %10 olduğu varsayıldığında; yatırımın net getiri oranı $\%13 - \%10 = \%3$ olarak hesaplanacaktır. Bu durumda işletmeye yatırım yapanlar, bu yatırımlar için kullandıkları kaynakların maliyeti çıkarıldıktan sonra net olarak %3 ilave getiri elde edebileceklerdir. Tersi durumda, yani yatırımın net getiri oranının negatif olması durumunda işletmeye yatırım yapanlar, kullandıkları kaynakların maliyetinin altında getiri elde etmiş yani ilave bir getiri elde edememiş olacaklardır. Sonuç olarak, EKD'nin pozitif olması, işletmenin faaliyet dönemi içerisinde katma değer yaratmış olduğunu; negatif olması ise işletmenin faaliyet döneminde daha önceki dönemlerde yaratmış olduğu katma değeri kullandığı anlamına gelmektedir. Bu bilgiler dahilinde ekonomik katma değer şu şekilde formüle edilebilir (Üreten ve Ercan, 2000: 57).

$$\text{EKD} = \text{Yatırılan Sermaye} \times (\text{Yatırımın Net Getiri Oranı} - \text{Sermaye Maliyeti})$$

Örneğin, yatırılan sermaye 2000 \$, yatırımın net getiri oranı %10, sermaye maliyeti de %8 olarak varsayılırsa;

$$\text{EKD} = 2000 \$ \times (\%10 - \%8) = 2000 \$ \times \%2 = 40 \$ \text{ olarak hesaplanacaktır.}$$

EKD, işletme faaliyetlerinden elde edilen net faaliyet kârından işletmeye yatırılan sermayenin net tutarının çıkarılması yoluyla da elde edilebilir (Çelik, 2002: 26-27).

$$\text{EKD} = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - (\text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

EKD, firma tarafından herhangi bir dönemde yaratılan değeri ölçer. Bu açıdan diğer değer tespit yöntemlerinden üstündür (Üreten ve Ercan, 2000: 57). Ancak EKD'nin hesaplanmasının görece olarak kolay olması ve EKD'nin dayalı olduğu teorik yapının

görelî olarak basit olması, uygulamada kolay olacağı anlamına gelmemektedir. EKD'nin hesaplanmasında uygulamacılar önemli sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Bunlardan en önemlisi yatırılan sermayenin tam ve doğru olarak hesaplanamamasıdır. Buradaki zorluk, geleneksel muhasebe verileri ile gerçek değerler arasındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Bu farklılıklar muhasebe teorisinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Değer hareketlerinin muhasebe verilerine maliyet değeri ile yansıtılması ve muhasebe kayıtlarının tahakkuk esasına göre yapılması, finansal tablolarda raporlanan faaliyet sonuçları ile gerçek faaliyet sonuçlarının farklı olmasına yol açmaktadır. Bu açıdan raporlanan sonuçların gerçek duruma göre düzeltilmesi gerekmektedir.²⁴⁴ Ancak düzeltme yapılırken de sübjektif davranılmaması gerekmektedir. Çünkü, bu verileri belirleyen unsurlar, firma yönetimi tarafından manipüle edilmeye elverişlidir. EKD yönteminde karşılaşılan diğer önemli sorun, sermaye maliyetinin doğru olarak hesaplanamamasıdır. Teorik güçlüklerin yanı sıra, firmaların kendi özel koşulları da sermaye maliyetinin hesaplanmasında güçlükler doğurmaktadır. Örneğin hisse senetleri borsada işlem gören bir firmanın sermaye maliyetinin hesaplanması, hisse senetleri borsada işlem görmeyen bir firmaya oranla daha kolay olabilecektir. Çünkü, hisse senetleri borsada işlem görmeyen bir firmanın öz sermaye maliyetinin hesaplanması daha zordur. Bu sorun indirgenmiş nakit akımları yönteminde de görülmektedir (Çelik, 2002: 27-28).

2.6.3. Fiyat Katsayılarını Esas Alan Değerleme Yöntemi

Fiyat katsayıları; piyasa fiyatının, değerlemede esas alınan performans kriterlerine bölünmesi yoluyla elde edilen katsayılar olarak tanımlanabilir. Analistler tarafından değerlendirme yapılırken en çok kullanılan fiyat katsayıları Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)'dir. Katsayılar ile değerlendirme yapılırken, firmaların şu andaki fiyatlarının niçin bu seviyede olduğu veya ne olması gerektiği belirlenmeye çalışılmamaktadır. Benzer firmaların katsayılarına göre hesaplanan ortalama değerler kullanılarak tahmini bir fiyat belirlemeye çalışılmaktadır. Bu nedenle, katsayılara göre değerlendirme yapılırken doğru katsayının seçilmesi, aynı zamanda karşılaştırılabilir firmaların doğru bir şekilde tespit edilmesi önemlidir. Fiyat katsayılarıyla değerlendirilmede en önemli husus, piyasa fiyatı ile birlikte hangi performans

ölçütünün (net kâr, brüt kâr, faaliyet kârı, satışlar, defter değeri) kullanılacağıdır. Bu durum, fiyat belirlenirken tek bir katsayı yerine birden fazla katsayıyı birlikte kullanmayı zorunlu hale getirmektedir. Fiyat katsayılarından biri veya birkaçı bir sektör için en iyi sonucu verebilirken, diğer bir sektörde durum farklılaşabilmektedir. Bu nedenle, fiyat katsayılarına göre değerlendirme yaparken en önemli konu, sektörlerde görece olarak fiyatı en iyi şekilde tespit eden katsayının seçilmesidir (Üreten ve Ercan, 2000: 121-122).

Fiyat katsayılarıyla değerlendirme yapılırken takip edilecek aşamalar şunlardır (Üreten ve Ercan, 2000: 123):

- **Karşılaştırılabilir Firmaların Seçilmesi:** Analiz edilecek firmanın değerini tespit etmek için öncelikle firmaya en yakın özelliklerdeki firmalar tespit edilmelidir. Karşılaştırılabilir firmaların seçiminde aynı sektörde, aynı iş kolunda faaliyet gösteren firmaların esas alınması uygulamada daha doğru sonuçlar vermektedir. Ancak birbirine çok benzemesine rağmen aşırı değerlendirilmiş veya düşük değerlendirilmiş firmalar sektör ortalamasını etkileyecek, bu da yanlış sonuçlara ulaşmamıza sebep olacaktır. Bu etkiyi azaltabilmek için karşılaştırma yapmak için mümkün olduğunca çok firma seçilmelidir.
- **Kullanılacak Katsayının Seçilmesi:** Katsayılar ile yapılan değerlemede genellikle net kâr, defter değeri, satışlar gibi büyüklük ölçüleri dikkate alınmaktadır. Ancak, sektöre en uygun olan katsayının tespit edilmesi aşamasında zorluklar ortaya çıkmaktadır. Örneğin, havayolu firmaları için uçulan saat başına fiyat kullanılırken, çimento firmaları için ton başına fiyat kullanılmaktadır.
- **Sektördeki Benzer Firmaların Ortalamasının Bulunması:** Karşılaştırılabilir firmalar belirlendikten sonra sıra ortalamaların bulunmasına gelmiştir. Kullanılacak katsayıda gerekli olan büyüklüğe göre firmaların ortalamaları hesaplanır.
- **Değerleme Yapılacak Firmanın Performansının Tahmin Edilmesi:** Bu

aşamada sektör ortalamasıyla karşılaştırmalar yapılarak firmanın gelecek yıllardaki performansı tahmin edilmeye çalışılır. Bu aşamada sadece yakın gelecekteki performansa ağırlık verilmemeli, tahminler mümkün olduğunca uzun vadeli olmalıdır. Özellikle birleşme ve satın almalar gibi etkisi uzun yıllar devam edecek yatırımlarda uzun vadeli tahminlerde bulunmak daha doğru sonuçlar doğuracaktır.

2. 6. 3. 1. Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı

Fiyat/Kazanç (F/K) oranıyla ilgili tanımlamalar birinci bölüm içerisindeki birleşme ve satın alma koşullarını etkileyen nicel faktörler başlığı altında ele alınmıştır. Ancak, genel olarak bir tanımlama yapılacak olursa ; F/K oranı, bir firmaya ait hisse senetlerinin bugünkü piyasa fiyatının, hisse başına vergi sonrası net kâra bölünmesiyle hesaplanan katsayıdır. F/K oranı şu şekilde formüle edilebilir (Üreten ve Ercan, 2000: 130).

$$F/K \text{ Oranı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Net Kâr}$$

F/K oranı, hisse senedi değerlemesinde sıkça kullanılan katsayıların başında gelmektedir. F/K oranı gerek hesaplanmasındaki basitlik, gerekse borsa ile ilgili analizlerde en çok yayımlanan katsayı olması nedeniyle yatırımcıların en çok kullandığı katsayılar arasındadır.

F/K oranının hesaplanması genelde iki şekilde yapılır. Birinci yöntemde, net kâr olarak geçmiş yılın net kârı kullanılmaktadır (tarihi F/K). İkinci yöntemde ise, gelecek yıl için tahmin edilen net kâr tutarı esas alınır (tahmini F/K). Ancak, uygulamada genellikle geçmiş yılın net kârı esas alınmaktadır. Fiyat ise, her iki yöntemde de değerlemenin yapılacağı tarihte geçerli olan piyasa fiyatıdır (Üreten ve Ercan, 2000: 132).

F/K oranına göre firma değeri belirlenirken, sektördeki eşdeğer firmaların F/K oranıyla karşılaştırmalar yaparak firmaya tahmini bir F/K oranı atanır. Daha sonra firmanın geçmiş yıl net kârı dikkate alınarak hisse senedinin piyasa fiyatı belirlenmeye

çalışılır. Bulunan hisse senedi başına kâr payı da toplam hisse senedi adedi ile çarpılarak firmanın değeri tespit edilir. F/K oranı birleşmelerde satın alınacak firmanın piyasa fiyatının, dolayısıyla değerinin belirlenmesi aşamasında da sıklıkla kullanılmaktadır (Yıldız, 2006: 70).

2. 6. 3. 2. Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) Oranı

Yatırımcıların ve analistlerin firma değerlemesinde F/K oranıyla birlikte en sık kullandıkları diğer bir oran, Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) oranıdır. Bu katsayının özellikle yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin sebebi, firmanın piyasa değerinin bilançodaki defter değerinin ne kadar altında veya üstünde olduğuna bakarak ve sektördeki diğer firmalarla karşılaştırmalar yaparak hisse senedinin aşırı veya düşük değerlendirildiği konusunda bir fikir edinebilmektir (Üreten ve Ercan, 2000: 132).

PD/DD oranı, bir hisse senedinin bugünkü piyasa değerinin, hisse başına defter değerine bölünmesi yoluyla elde edilmektedir. Diğer bir ifade ile, bu oran şirketin piyasa(borsa)'da değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu ifade eder (Meder Çakır ve Küçükkaplan, 2012:75). Defter değeri, firmanın bilançosunda yer alan özkaynakların toplam değerini ifade etmektedir. Hisse başına defter değeri de, toplam öz kaynak tutarının hisse senedi sayısına bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır (Yıldız, 2006: 71).

$$PD/DD = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Senedi Başına Özkaynak}$$

PD/DD oranı ile yapılan firma değerlemesinde, öncelikle firmanın hisse başına düşen özkaynağı hesaplanır. Daha sonra sektörde faaliyet gösteren eşdeğer bir firmanın PD/DD ile karşılaştırmalar yapılarak firma değerine ulaşılır.

PD/DD oranını pratik olmakla birlikte genellikle sağlıklı sonuçlar vermemektedir. Firmaların kullandıkları farklı muhasebe uygulamaları özkaynak tutarını büyük ölçüde etkileyecektir. Bu da, hem karşılaştırma yapılacak firmalar açısından hem de değeri tespit edilecek firma açısından oldukça önemli bir dezavantajdır. Bu yüzden PD/DD oranı uygulamada sadece bir ön fikre sahip olabilmek amacıyla kullanılmaktadır (Yıldız, 2000: 71).

2. 6. 3. 3. Diğer Fiyat Katsayıları

Fiyat katsayılarıyla firma değeri belirlenirken sadece net kâr veya defter değeri kavramları kullanılmaz. Bunlara ilaveten, uygulamada tercih edilen diğer fiyat katsayıları da mevcuttur. Genel olarak, bu fiyat katsayılarını şu şekilde sıralanabilir (Çelik, 2002: 34):

- **Fiyat / Satışlar Oranı:** Bu oran, firmanın hisse senedi fiyatının, hisse başına düşen satış tutarına bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Bu oranın tersi olan Satışlar/Fiyat Oranı da finans dünyasında kullanılan bir orandır. Satışlar/Fiyat Oranı'nın hisse senedi getiri oranları üzerindeki belirleyiciliğinin Fiyat/Kazanç Oranının belirleyiciliğinden daha yüksek olabileceği ifade edilmektedir. Bir firmanın uzun vadeli kâr elde etme potansiyelinin değerlendirilmesi konusunda, firmanın yıllık satışlarına dayalı Satış/Fiyat Oranının daha güvenilir bir gösterge olabileceği görüşü de finans literatüründe taraftar bulmaktadır. Bu oran, özellikle aynı endüstride çalışan firmalar tarafından sıkça kullanılmaktadır. Satış tutarı, farklı muhasebe uygulamalarından da etkilenmemektedir. Bu açıdan, bu oran PD/DD oranına göre daha doğru sonuçlar vermektedir.
- **Fiyat / Duran Varlık Oranı:** Duran varlık katsayısı, brüt olarak hesaplanabileceği gibi, amortismanlar düşüldükten sonra net olarak da hesaplanabilir. Ancak net olarak hesaplanmasında, firmaların farklı amortisman yöntemleri kullanmasından kaynaklanan farklılıklar oluşabilmektedir. Buna ilaveten, duran varlık katsayısının hesaplanmasında firmaların kapasite kullanım oranları, etkinlik oranları ve büyüme potansiyelleri de dikkate alınmalıdır. Bu katsayılara ilaveten, piyasa fiyatıyla birlikte brüt satış kârı, esas faaliyet kârı veya faaliyet kârı da dikkate alınabilir. Brüt satış kârının esas alındığında, sadece satılan malın maliyeti dikkate alınmakta, böylece firmaların faaliyet giderleri ve finansman giderleri hariç etkinlikleri karşılaştırılmaktadır. Esas faaliyet kârı esas alındığında, firmaların araştırma ve geliştirme, pazarlama satış ve dağıtım giderleri ve genel yönetim giderleri konusundaki etkinlikleri de dikkate alınmaktadır. Faaliyet kârında ise, firmaların faaliyet giderleri ile birlikte finansman politikalarının bir sonucu olan finansman giderleri de

dikkate alınmakta, böylece vergi öncesi etkinlikleri de karşılaştırılabilmektedir.

Fiyat katsayıları, birleşmelerde gerek devir alan, gerek devir edilen firmaların özkaynak değerlerinin mevcut olmaması veya güvenilir bilgilerin bulunmaması durumunda değerlendirilecek firmaya benzeyen ve piyasa değerleri mevcut olan diğer firmaların verileri kullanılarak karşılaştırma olanağı sağlaması açısından kullanışlı olabilir. Ancak, fiyat katsayıları kullanıldığında, birleşmelerdeki performans artışı sadece kazançlarla ölçülmekte, yeni politikalar yaratılması, işletme sermayesinin daha iyi yönetilmesi ve hissedarlara daha fazla kâr payı ödenmesi gibi önemli faktörler göz ardı edilmektedir. Ayrıca, fiyat katsayıları sadece hedef firma kazançlarının değerlendirilmesine odaklanmaktadır. Birleşmenin sağlayacağı kârı ikinci plana atmaktadır. Bu açıdan, birleşmelerde değer tespiti yapılırken fiyat katsayılarının tek başına kullanılması sakıncalıdır (Üreten ve Ercan, 2000: 135).

Katsayıları kullanarak değerlendirme yapmak çok çabuk ve basittir. Basitlik, pek çok gerçeğin göz ardı edilmesi ve pek çok sorunun cevapsız kalması anlamına yöntem diğer yöntemlerle birlikte, karşılaştırma yapmak amacıyla kullanılmalıdır (Yıldız, 2006: 72).

Sonuç olarak, firma değeri tespit edilirken her bir yöntemin yarar ve sakıncaları göz önünde bulundurulmalı, buna göre firmaya en uygun değer tespit metodu bulunmalı ve uygulanmalıdır.

2.7. ŞİRKET BİRLEŞMELERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

Şirketleri birleşmeye yönelten başlıca neden büyüme isteğidir. Buna bağlı olarak şirketler karlılıklarını arttırmak ve getirilerini yükseltmeyi istemektedirler. Bu nedenle birleşme faaliyetleri sonucunda şirketlerin bu işlemlerden elde edecekleri kazançlar göz önünde bulundurulmalıdır. Şirketlerin birleşmelerinin sonuçları birleşmeye konu olan şirketlerin yanı sıra, diğer yatırımcıları da ilgilendirmektedir.

2.7.1. Şirket Birleşmelerinde Firma Değerine Etki Eden Faktörler

Firma değeri, gerek firma içi, gerek firma dışı birçok faktörden etkilenmektedir. Bu faktörleri genel olarak şu şekilde özetleyebiliriz; (Akgüç, 1998:865-868).

- **Enflasyon:** Hisse senetleri, enflasyona karşı en dirençli finansal varlık türüdür. Enflasyonla birlikte firmaların satış ve kârlarının artması, dağıtılan kâr paylarında da artışa yol açar. Bu açıdan hisse senetleri, enflasyon dönemlerinde sabit getirili varlıklara göre daha çok tercih edilmekte, bu da fiyatları artırmaktadır. Ancak enflasyonun çok yüksek olması, riski artıracağından hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilmektedir.
- **Faiz Oranlarındaki Değişimler:** Faiz oranlarında meydana gelen değişimler, piyasada işlem gören hisse senetlerinin performansını da etkilemektedir. Faiz oranlarının artması, diğer şartlar sabit kalmak koşuluyla hisse senedi performansını, dolayısıyla fiyatını ters yönde etkilemektedir. Faiz oranları yükseldiğinde hisse senedi fiyatları genellikle düşmektedir.
- **Firmanın Mali Yapısı:** Firmanın mali yapısının zayıf olması, yükümlülüklerini yerine getirememesi, hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilmektedir.
- **Firmanın Yönetimi:** Firmaların başarıları büyük ölçüde yönetim kadrolarının yeteneklerine bağlıdır. Yönetim hataları, hisse senedi performansını etkileyen çok önemli bir faktördür. Çünkü etkin yönetilmeme sonucunda, firmanın satışları ve kârı azalırken riski de artacaktır. Böyle bir durumda yatırımcılar bu hisselerle yatırım yapmayacak ve hisse senedi fiyatları düşebilecektir.
- **Kâr Payı Dağıtımı:** Firmaların kâr payı dağıtımları yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmakta, talep artmakta ve hisse senedi fiyatları yükselmektedir. Ancak, kârlılığı ve büyüme oranı yüksek firmalarda dağıtılan kâr payının, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerinde fazla bir etkisi yoktur.
- **Gazete ve Dergilerde Yayımlanan Görüşler:** Etkin piyasalarda haberler çok hızlı bir biçimde yayılmakta, yatırımcılar piyasadaki her türlü gelişmeden anında haberdar olmaktadır. Yatırımcıların haber almada faydalandıkları uzman görüşleri ve piyasa söylentileri, tavsiye edilen hisse

senetlerine olan talebi artırmakta, dolayısıyla o hisse senedinin fiyatı yükselmektedir.

- **Diğer Faktörler:** Bu faktörlere ilaveten sektördeki değişimler, politik ortamın dolayısıyla uygulanan politikaların değişmesi, yatırımcılarının risk beklentilerindeki farklılıklar gibi birçok faktör hisse senedi performansına etki edebilmektedir

2.7.2. Şirket birleşmelerinin Firma Değerine Kısa ve Uzun Dönemli Etkileri

Şirket birleşmelerinde hisse senedi performansı analiz edilirken birleşme işlemlerinin uzun dönemde ve kısa dönemdeki değişimleri de dikkate alınmıştır.

Kısa dönemde analizler yapılırken birleşme duyurusu öncesi, duyuru anı ve duyuru sonrasını kapsayan kısa dönemli hisse senedi performansı hem satın alan firma hem de hedef firma için yapılmaktadır. Uzun dönemli analizler söz konusu olduğunda ise, birleşme duyurusunu takip eden 3 ila 5 yıl için ölçümler yapılmaktadır.

Kısa dönemli analizlerin sonuçlarına bakıldığında, hedef firmalar çoğu zaman istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif aşırı getiri elde etmektedirler. Satın alan firmaların ise, genellikle 0 ya da negatif aşırı getirilerle karşılaştığı gözlenmektedir. Uzun dönemli analizlerin sonuçlarına bakıldığında ise satın alan firmalar yine zarar etmektedir (İçke, 2006:92).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB'DE İŞLEM GÖREN FİRMALARDAKİ BİRLEŞME KARARLARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ

3.1. ARAŞTIRMA

Bu çalışma, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Ocak 2005-Aralık 2011 döneminde birleşme ve devralma faaliyetine konu olmuş ve finans sektörü şirketleri dışında kalan şirketleri kapsamaktadır. Bu çalışmada amaç, çalışmaya konu olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarının şirket birleşme ve devralmalarına karşı nasıl hareket ettiklerini olay etüdü yöntemiyle incelemektir.

3.1.1. Olay Etüdü Yöntemi

Bu çalışmanın amacı, firmaların birleşme kararı ile ilgili duyurularının, bu firmaların hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olup olmadığının olay etüdü yöntemiyle ortaya konulmasıdır. Ayrıca bu yolla, İMKB'nin yarı-kuvvetli etkinliği de test edilecektir.

Olay etüdü, herhangi bir firma ile ilgili belirli bir olayın, o firmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmeye yarayan bir yöntemdir ve günümüzde yaygın olarak kullanılmaktadır.

Olay etüdünün amacı, bir olayın piyasaya ilk duyurulduğu tarih etrafında fazla bir getirinin elde edilip edilemeyeceğinin tespit edilmesidir. Fazla getiriler, ilgili haberlerin piyasaya duyurulmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek ve ya düşük olan getirilerdir. Bu getiriler, genellikle olay tarihindeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve “anormal getiriler” yada “aşırı getiriler” olarak adlandırılır (Rao, 1995:189).

Bir olay etüdünün sadece belirli bir şirkete ait belirgin bir olaya dayanılarak yapılması ve bir sonuç çıkarılması oldukça yanıltıcı olabilir. Olay etütleri yoluyla sadece tek bir firmaya ait haberlerle o firmanın değerinin arttığını kesin olarak belirleyebilmek, bazı istatistiksel nedenlerden ötürü olanaksızdır. Böylece, olay etütleri benzer olayları kapsayan büyük bir örneklerle yapılır. Örneğin, bir finansal analist yeni bir

ürünün bilgisayar firmalarının hisse senetleri üzerindeki etkisini ölçebilmek için bir olay etüdünden yararlanabilir. Bu durumda, analist piyasaya yeni ürün süren pek çok firmayı ve ilgili olay günlerini gazete, dergi, bülten ve benzeri kaynaklardan sağlar. Daha sonra analist ilgili firmalar için belirli bir zaman aralığına (örneğin bir ay) ait “fazla getiri” hesaplar (Bekçioğlu, Öztürk ve Kaderli, 2004:44).

Olay etüdü ile yapılan çalışmalar çok uzun bir geçmişe sahiptir. Konuya yönelik olarak yayımlanmış ilk çalışma 1993 yılında Dolley tarafından gerçekleştirilmiştir. Dolley çalışmasında, firmaların hisse senetlerinin bölüneceği zamandaki nominal fiyat değişimleri üzerinde çalışmak suretiyle, hisse senedi bölünmelerinin fiyata etkilerini incelemiştir. 1930’lu yılların başından 1960’lı yılların sonuna kadar yapılan çalışmalarda olay etütlerinin karmaşıklık düzeyi artmıştır. Bu geçen zaman içerisinde, Myers ve Bükey 1948 yılında; Barker 1956, 1957 ve 1958 yıllarında; Ashley 1962 yılında çeşitli olay etüdü çalışmaları yapmışlardır. Ancak, günümüzde kullanılan olay etüdü metodolojisini ortaya koyan ve konu ile ilgili yeni ufuklar açan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown tarafından gerçekleştirilmiştir. Ball ve Brown, firma kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir. Bir diğer çalışma ise 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada da, eş zamanlı temettü artışlarının etkileri ortadan kaldırıldıktan sonra, hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara etkisi araştırılmıştır. Bu öncü çalışmalardan sonra temel metodolojiyle ilgili bazı değişiklikler öne süren çalışmalar yapılmıştır. Bu değişiklikler önceki çalışmalarda kullanılan istatistiksel varsayımların ihlal edilmesinden doğan karmaşıklıklardan kaynaklanmış ancak daha belirli hipotezlerin yerleşmesini sağlamıştır. Brown ve Waner, 1980 ve 1985 yıllarında yapmış oldukları çalışmalarda bu değişikliklerin birçoğunun önemini tartışmışlardır. 1973 yılında Spangler ve 1980 yılında Ahorony ve Swary yaptıkları çalışmalarla, firmaların kar payı duyurularının hisse senetlerine etkisini araştırmışlar ve bu duyuruların hisse senedi getirisi üzerinde olumlu etkilere sahip olduğunu tespit etmişlerdir (Kaderli ve Demir, 2009:48).

Ülkemizde de olay etüdü çalışmaları bulunmaktadır. Ancak, bu çalışmalarda “olay” firmaların yatırım yapacaklarına dair duyurular değildir. Kıymaz 1996 ‘da halka arz edilen firmaların arasında kurulan işbirliği duyurularının; Bekçioğlu, Öztürk ve Kaderli 2004’de firmalar arasında kurulan işbirliği duyurularının; Kaderli 2007’de firmaların yaptığı ihracat bağlantısı duyurularının ve Bayazıtlı, Kaderli ve Gürel 2008’de firmaların ödeyeceği kâr payı duyurularının, ilgili firmaların hisse senedi

getirilerine etkisini olay etüdü ile incelemiş ve bu duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edilebileceğini tespit etmişlerdir (Kaderli ve Demir, 2009:49).

3.1.2. Çalışmada Kullanılan Veriler ve Verilerin Çalışma İçin Hazır Hale Getirilmesi

Araştırma 2005-2011 yıllarını kapsayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ve finans sektörü dışında faaliyet gösteren ve birleşme ve devralma işlemine konu olmuş şirketleri kapsamaktadır. Araştırmaya konu olan şirket birleşmeleriyle ilgili veriler Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Rapor'larından 2005-2011 yıllarına ait olanlarından derlenmiştir.

Raporlara göre, Türkiye'de toplam birleşme işlemleri sayısı Tablo 3.1'de verilmiştir (Rakamlara İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ve görmeyen tüm firmalar dahildir).

Tablo 3.1. Türkiye'deki tüm birleşme ve devralmalarının yıllara göre dağılımı (2005-2011)

YILLAR	ŞİRKET SAYISI
2005	164
2006	154
2007	182
2008	172
2009	116
2010	241
2011	264

Bu raporlarda yer alan firmalar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın İnternet sitesinde yer alan şirket haberleri sayfasındaki bilgilere göre düzenlenmiş ve çalışmaya hazır hale getirilmiştir. Buna göre, yukarıda belirtilen şirketler finans sektörü dışında,

İMKB’de işlem görenleri saptanmış ve belirlenen firmalar çalışmaya dahil edilmiştir. Çalışmada kullanılan firmaların sayısı Tablo 3.2’de verilmiştir.

Tablo 3.2. Çalışmaya Konu Olan Şirketler ve Yıllara Göre Dağılımı (2005-2011)

YILLAR	ŞİRKET SAYISI
2005	8
2006	12
2007	14
2008	8
2009	10
2010	22
2011	25

Analiz kapsamında Ernst&Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Raporları’ndan ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın internet sitesinde yer alan şirket haberleri sayfasındaki bilgilerden derlenen veriler ışığında bu şirketlerin birleşme tarihleri olay günü olarak belirlenmiştir. Bu firmalar hedef firma ve satın alan firma olarak gruplandırılmıştır.

2005 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.3. 'te verilmiştir. Tablodaki IMKB işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır.

Tablo 3.3. 2005 yılı için çalışmaya dahil edilen şirketler

BİRLEŞME TARİHİ	HEDEF FİRMA	SATIN ALAN FİRMA	BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİĞİ SEKTÖR
02.09.2005	İnternational Hospital	Acıbadem (ACIBD)	Sağlık
17.11.2005	İnova	Anel Telekom (ANELT)	Bilişim
28.12.2005	Cadbury	Kent Gıda KENT	Gıda ve içecek
10.10.2005	Lala Paşa Çimento	Çimentaş (CMENT)	Çimento
11.10.2005	Standart Çimento	Çimsa (ÇİMSA)	Çimento
08.04.2005	Konfurt (KNFRT)	Dinter GMBH	Gıda ve İçecek
29.12.2005	Oyak-Arcelar	Erdemir Ereğli (EREGL)	Demir-Çelik
20.10.2005	İzmir Demir Çelik (IZMDC)	Şahin-Koç Çelik Sanayi	Demir-Çelik

2006 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.4.'te verilmiştir. Tablodaki IMKB işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır

Tablo 3.4. 2006 yılı için çalışmaya dahil edilen şirketler

BİRLEŞME TARİHİ	HEDEF FİRMA	SATIN ALAN FİRMA	BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİĞİ SEKTÖR
04.08.2006	Aplus Hastane Otelcilik Hizmetleri	Acıbadem (ACIBD)	Sağlık
29.03.2006	Merko Gıda (MERKO)	Aetna SA	Gıda ve içecek
21.11.2006	Akkur Enerji	Akenerji (AKENR)	Enerji
16.11.2006	Doğan Tv (DYHOL)	Aksel Springer	Medya ve Eğlence
04.08.2006	Liman Liman Hizmetleri	Batı Anadolu Çimento Sanayi (BTCIM)	Çimento
22.09.2006	Elazığ Çimento	İzmir Çimento (CMENT)	Çimento
22.05.2006	Ser Enerji Üretim Tic. A.Ş	Enerjisa (SAHOL)	Enerji
30.10.2006	Ti Ro Ro Denizcilik	Gentaş (GENTS)	Denizcilik
13.06.2006	Karadeniz Örme Sanayi	İndex Bilgisayar (INDES)	Bilişim
04.04.2006	Petrol Ofisi (PTOFS)	OMV	Enerji
28.06.2006	Kelebek Mobilya (KLBMO)	Özbıyık ve Göknaç Aileleri	İmalat
12.05.2006	A-Tel	Turkcell (TCELL)	Telekomünikasyon

2007 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.5.'te verilmiştir. Tablodaki IMKB işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır

Tablo 3.5. 2007 yılı için çalışmaya dahil edilen şirketler

BİRLEŞME TARİHİ	HEDEF FİRMA	SATIN ALAN FİRMA	BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİĞİ SEKTÖR
16.08.2007	Acıbadem (ACIBD)	Abraj Limited	Sağlık
24.10.2007	AFM Uluslararası Filmcilik (AFMAS)	Velios	Medya ve Eğlence
06.03.2007	Aslı Plus	Batı Anadolu Çimento (BTCIM)	Çimento
15.05.2007	Bim (BİMAŞ)	Ülker Gıda	Parekende
28.05.2007	Demirdöküm (TUDDF)	Vaillant	Üretim
05.03.2007	Eczacıbaşı (ECILC)	Zentiva	İlaç
09.10.2007	Entek Elektrik	Aygaz (AYGAZ)	Enerji
15.08.2007	Gıdasa (SAHOL)	MGS Marmara Gıda	Gıda
08.10.2007	Havaş	TAV Hava Limanı (TAVHL)	Hizmetler
22.03.2007	İskenderun Çimento	Adana Çimento (ADANA)	Çimento
14.05.2007	Mem Enerji	Akenerji (AKENR)	Enerji
31.01.2007	Olkusan Oluklu	Tire Kutsan (TIRE)	Üretim
30.11.2007	Mir Madencilik	İhlas Madencilik (IHEVA)	Maden

2008 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.6.'da verilmiştir. Tablodaki IMKB işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır

Tablo 3.6. 2008 yılı için çalışmaya dahil edilen şirketler

BİRLEŞME TARİHİ	HEDEF FİRMA	SATIN ALAN FİRMA	BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİĞİ SEKTÖR
08.10.2008	Akenerji (AKENR)	CEZ	Enerji
01.07.2008	Başken Elektrik	Verbund-Enerjisa (SAHOL)	Enerji
05.08.2008	Bossa (SAHOL)	Akkardan Tekstil	Tekstil
23.06.2008	Kereviş (KERVİT)	Yıldız Holding	Gıda ve İçecek
05.06.2008	Lükskadife (LUKS)	Küçük Çalık Mefruşat	Tekstil
26.03.2008	Monrol Nükleer Ürünler	Eczacıbaşı (ECILC)	İlaç
25.09.2008	Meram Elektrik	Alsim Alarko (ALARK)	Enerji
15.08.2008	Tekel Bira	Anadolu Efes Biracılık (AEFES)	Gıda ve İçecek

2009 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.7.'de verilmiştir. Tablodaki IMKB işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır

Tablo 3.7. 2009 yılı için çalışmaya dahil edilen şirketler

BİRLEŞME TARİHİ	HEDEF FİRMA	SATIN ALAN FİRMA	BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİĞİ SEKTÖR
20.04.2009	Dardanel Su (DARDL)	Ege Marina Su	Gıda ve İçecek
24.07.2009	Eczacıbaşı (ECILC)	Zentiva	Sağlık
24.03.2009	Egemen Enerji	Ak Enerji (AKENR)	Enerji
03.03.2009	Güney Akçakoca Alt Havzası	Petrol Ofisi (PTOFS)	Enerji
04.02.2009	Kerevitaş (KERVİT)	Yıldız Holding	Gıda ve İçecek
12.06.2009	Klimasan (KLMSN)	Lider Metalfrio Solutions Soğutma San.	İmalat
23.03.2009	Mikes Mikrodalga	Aselsan Elektronik (ASELS)	Bilişim
06.03.2009	Sandras Su	Coca Cola İçecek (COLA)	Gıda ve İçecek
20.07.2009	Serhat Atık Geri Kazanım	Çimento İzmir Çimento Fabrikası (CMENİT)	Hizmetler
25.08.2009	Tekel Bira	Anadolu Efes Biracılık (AEFES)	Gıda ve İçecek

2010 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.8’de verilmiştir. Tablodaki IMKB işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır.

Tablo 3.8. 2010 yılı için çalışmaya dahil edilen şirketler

BİRLEŞME TARİHİ	HEDEF FİRMA	SATIN ALAN FİRMA	BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİĞİ SEKTÖR
07.07.2010	AFM (AFMAS)	Esas Holding	Medya ve Eğlence
31.08.2010	Akfen GYO (AKFEN)	Akfen Holding	Gayri Menkul
30.07.2010	Ancoker Su Ürünleri	Kerevitaş Gıda (KERVT)	Gıda
07.12.2010	Bolu Çimento (BOLUC)	Sinpaş Yapı	İmalat
27.05.2010	Borases Enerji	Batiçim Enerji (BTCIM)	Enerji
03.12.2010	Clup Magic Life Kemer Otel	İş GYO (ISGYO)	Turizm
14.07.2010	Denteks	Sanko Holding (SANKO)	Tekstil
01.10.2010	Ds Smith Copikas Kağıt	Olmuksa (OLMKS)	İmalat
05.10.2010	DYO Boya (DYOBY)	Euroresinis	Kimya
27.12.2010	Enbatı Elektrik Üretim	Kardemir (KRDMD)	Enerji
19.03.2010	Envitec	Rhea (RHEAG)	Enerji
28.09.2010	Frigo-Pak (FRIGO)	Doysan Tarım ve Ali Haydar Güçlü	Gıda ve İçecek
30.06.2010	İpek Giyim Mağzaları	CarrefourSA (CARFA)	Parekende
30.09.2010	Kare Dış Ticaret	Karsan (KARSN)	Otomativ
12.05.2010	Kovada 1,2 Hes	Aksu Enerji (AKSUE)	Enerji
07.10.2010	Lykia Lorge Kapadokya Hotel	İş GYO (ISGYO)	Turizm
17.06.2010	Mikro Elektronik ARGE	Aselsan (ASELS)	Bilişim
24.09.2010	Netsafe Bilgi Teknolojileri	Rhea (RHEAG)	Bilişim
14.12.2010	Reysaş GYO (RYGYO)	Templeton	Gayrimenkul
15.04.2010	Tat Yenişehir Fab. (TATKS)	Anadolu Efes	Gıda ve İçecek
07.10.2010	Unica Teknoloji Yatırım	Escort Teknoloji Yatırım (ESCOM)	Bilişim
09.08.2010	Trakya Edaş	Aksa Elektrik (AKSEN)	Enerji

2011 yılı için çalışmaya konu olan şirketler Tablo 3.9’da verilmiştir. Tablodaki IMKB işlem kodlarıyla birlikte verilen şirketler üzerinden getiriler hesaplanmıştır.

Tablo 3.9. 2011 yılı için çalışmaya dahil edilen şirketler

BİRLEŞME TARİHİ	HEDEF FİRMA	SATIN ALAN FİRMA	BİRLEŞMENİN GERÇEKLEŞTİĞİ SEKTÖR
30.12.2011	Acıbadem Sağlık Grubu (ACIBD)	Integrreded Healthcare Holdings.	Sağlık
17.11.2011	Adnan Menderes Havalimanı	TAV (TAVHL)	Ulaştırma
14.01.2011	Aksu Temiz Enerji	Ayen Enerji (AYEN)	Enerji
17.08.2011	Alenka Enerji	Aksa Enerji (AKSEN)	Enerji
22.12.2011	Ardaş Mağzaları	Tesco Kipa (KIPA)	Parakende
24.10.2011	Banvit (BANVT)	Aabar Investments	Gıda ve İçecek
28.11.2011	Coretech Bilgi Teknoloji Hizmetleri	Logo Yazılım (LOGO)	Bilişim
22.02.2011	Samsun Otobüs Terminalleri	Avrasya GYO (AVGYO)	Ulaştırma
27.12.2011	Doğu And. Maden Arama Sondaj	Koza Altın (KOZAL)	Madencilik
11.10.2011	Gimkat Araç Üstü Ekipman	Katmerciler Araç Üstü Ekipman(KATMR)	Otomotiv
22.11.2011	Global İletişim	Turkcell (TCELL)	Hizmetler
26.09.2011	Gürtaş Tarım Ürünleri	Altınyag Kombinaları (ALYAG)	Gıda ve İçecek
27.05.2011	Klimasan (KLMSN)	Metalfrio Solutions	İmalat
30.11.2011	Koç.net	Vodafone Türkiye	Bilişim
22.07.2011	KPT Lojistik	İhlas Pazarlama Yatırım Holding (IHLAS)	Ulaştırma
25.02.2011	Kudret Enerji	Nuh Çimento (NUHCM)	Enerji
25.08.2011	Mel 4 Gayrimenkul	Rönesans Gayrimenkul (RGYAS)	Gayrimenkul
28.11.2011	Mintay Dış Ticaret	Ceylan Yatırım Holding (CEYLN)	Hizmetler
11.10.2011	Miranda Hotel	Avrasya Petrol ve Tur. Tesisleri (AVTUR)	Turizm
05.04.2011	Niğbaş	Çemaş Döküm (CEMAS)	Enerji
23.12.2011	Sintan Kimya	Soda Sanayi (SODA)	Kimya
28.12.2011	Socar&Turcas Enerji (TURCAS)	Socar	Enerji
09.12.2011	Uni Yazı Gereçleri	Serve Kırtasiye (SERVE)	İmalat
23.06.2011	Yalova Soğuk Hava Tesisleri	Merko Gıda (MERKO)	Gıda ve İçecek
31.01.2011	Zentiva Türkiye Çerkesköy Tesisi	Deva Holding (DEVA)	Sağlık

Belirlenen birleşme tarih olay anı olarak kabul edilmek üzere, birleşme faaliyetine konu olmuş her bir şirkete ait bu tarih çerçevesinde işlemin gerçekleşmesinin 5 gün öncesi ve 5 gün sonrasını gösteren (-5,5) olay aralığı ve işlemin gerçekleşmesinin 15 gün öncesi ve 15 gün sonrasını gösteren (-15,15) olay aralığı içinde kalan günler için bu şirketlerin hisse senedi fiyatları belirlenmiştir. Ayrıca, piyasa getirilerini hesaplayabilmek için bu olay aralıklarında piyasa fiyatları belirlenmiştir. Piyasa fiyatı olarak IMKB 100 verileri baz alınmıştır.

Çalışmada kullanılacak fiyatlar, günlük ve ikinci seans kapanış fiyatları olarak alınmıştır.

3.1.3. Aşırı Getirilerin Hesaplanması

Hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri analiz etmede kullanılan olay etüdü yönteminde ilk yapılması gereken olay tarihinin ve olay aralığının belirlenmesidir.

Olay aralığı belirlendikten sonra, her şirket için olay aralığındaki her bir gün için hisse senedinin tahmini getirisinin hesaplanması gerekmektedir. Tahmini getiriyi hesaplamak için gerekli olan veriler birleşmeye konu olan şirketin her bir gün için hisse senedi getirileri ve piyasa endeksi getirileridir. Bunun için ilk olarak, olay aralığı içindeki her bir gün için ilgili şirketin günlük hisse senedi getirilerinin ve piyasa endeksi getirilerinin hesaplanması gerekmektedir.

Hisse senedinin günlük getirisi şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

Burada, (1)

$R_{i,t}$: i şirketi hisse senedinin t gününde gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi,

$P_{i,t}$: i şirketinin hisse senedinin t günündeki piyasa fiyatını,

$P_{i,t-1}$: i şirketinin hisse senedinin t-1 günündeki piyasa fiyatını göstermektedir.

Piyasa endeksi getirisi ise şu şekilde hesaplanmaktadır.

$$R_{m,t} = \frac{(P_{m,t} - P_{i,m-1})}{P_{i,m-1}} \quad (2)$$

$R_{m,t}$: t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

$P_{m,t}$: t günündeki bileşik endeks kapanış fiyatını,

$P_{m,t-1}$: t-1 günündeki bileşik endeks kapanış fiyatını göstermektedir.

Bu çalışmada, normal getiri belirlenirken kullanılan istatistiksel modellerden biri olan piyasa modeli(market model) kullanılacaktır.

Piyasa modelinde; piyasa ve ortalama getiriler ile risk arasında ilişki kurulmaktadır (Weston vd, 1998: 218).

Çalışmada, piyasa modeli kullanılacağından dolayı tahmini getiri aşağıdaki gibi hesaplanacaktır. Piyasa modelinde şu denklem regresyon ile tahmin edilerek tahmini getiri elde edilecektir.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$R_{i,t}$: i şirketi hisse senedinin t gününde gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi,

$R_{m,t}$: t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

$\varepsilon_{i,t}$: t günündeki hisse senedinin hata terimini $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$ ve $var(\varepsilon_{i,t}) = \sigma^2$

α_i ve β_i : katsayıları göstermektedir.

Regresyonla en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilen modele göre aşağıdaki (4) numaralı denklem elde edilir.

$$\widehat{R}_{i,t} = \widehat{\alpha}_i + \widehat{\beta}_i \times R_{m,t} \quad (4)$$

$\widehat{R}_{i,t}$: i şirketi hisse senedinin t günündeki beklenen getirisini,

$R_{m,t}$: t günündeki bileşik endeks günlük getirisini,

$\widehat{\alpha}_i$ ve $\widehat{\beta}_i$: tahmin dönemi içinde tahmin edilen piyasa modeli parametrelerini göstermektedir.

Piyasa modeliyle tahmini getirinin ($\widehat{R}_{i,t}$) hesaplanmasından sonra olay aralığındaki her gün için aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Aşırı getiri (e_{it}), i firmasının t zamanında gerçekleşen getirisiyle (R_{it}) tahmini getirisi ($\widehat{R}_{i,t}$) arasındaki farktan oluşmaktadır. Aşırı getirilerin hesaplanmasından sonra aşırı getirilerin ortalaması hesaplanarak ortalama aşırı getiri $AR_t = \sum_{t=1}^n \frac{1}{N} e_{it}$ formülü ile bulunmaktadır. Son olarak, olay aralığında hesaplanan ortalama aşırı getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, “kümülatif ortalama aşırı getiriler” (CAR_t) hesaplanır. Küümülatif ortalama aşırı getiriler ise,

$CAR_t = \sum_{t=1}^n AR_t$ denklemi ile bulunmaktadır. Yapılacak işlemler sırasıyla şöyledir:

Öncelikle aşırı getiriler şu formül yardımıyla elde edilir.

$$e_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{i,t} \quad (5)$$

Burada,

e_{it} : i şirketinin t günündeki aşırı getirisini,

R_{it} : i şirketi hisse senedinin t günündeki gerçekleşen günlük getirisi yani fiili getiriyi,

$\widehat{R}_{i,t}$: i şirketinin t günündeki tahmini getirisini göstermektedir.

Ardından, ortalama aşırı getiriler(AR_t) hesaplanır:

$$AR_t = \sum_{i=1}^n \frac{1}{N} e_{it} \quad (6)$$

AR_t : t günündeki ortalama aşırı getiriyi,

e_{it} : i şirketinin t günündeki aşırı getirisini,

N : şirket sayısını göstermektedir.

Nihayetinde, kümülatif ortalama aşırı getiriler elde edilir:

$$CAR_t = \sum_{i=1}^n AR_t \quad (7)$$

Burada,

AR_t : t günündeki ortalama aşırı getiriyi,

CAR_t : kümülatif ortalama aşırı getiriyi,

n = olay aralığındaki gün sayısını göstermektedir.

İşlemlerin sonucunda hesaplanan CAR_t değerleri 0'dan farklı bir değere sahip oluyorsa, ilgili olayın duyurulması firma hisse senetlerinin fiyatlarını etkileyerek o hisse senedinden anormal bir getiri elde edildiğini göstermektedir. Yani, bu piyasa “yarı güçlü formda” bile etkin değildir. Dolayısıyla, yatırımcılar kamuya açıklanan bazı duyurulardan yararlanarak anormal getiriler elde edebilirler. Ancak, hesaplanan CAR_t değerleri 0'a eşit ise, ilgili olayın kamuya duyurulmasının firmanın hisse senedi fiyatlarını etkilemediği ortaya çıkar. Bu durum piyasanın “yarı güçlü formda” etkin olduğunu gösterir. Yatırımcılar böyle bir piyasada kamuya açıklanan duyurulardan yararlanarak anormal getiri elde edemezler (Bayazıtlı vd, 2008: 5).

Bu çalışmada test edilecek hipotezler şu şekilde olacaktır:

H_0 : $T_1 - T_2$ dönemi içerisinde birleşme ve satınalma faaliyetinde bulunan şirketlerin kümülatif ortalama aşırı getirisi (CAR_t) sifıra eşittir.

H_1 : $T_1 - T_2$ dönemi içerisinde birleşme ve satınalma faaliyetinde bulunan şirketlerin kümülatif ortalama aşırı getirisi (CAR_t) sıfırdan farklıdır.

Yani, H_0 hipoteziyle “ $T_1 - T_2$ dönemi içerisinde şirketlerin birleşme ve devralma faaliyetinde bulunmasına ilişkin duyuruların, hisse senedi getirisine hiçbir etkisi yoktur” kavramı, alternatif hipotez olan H_1 hipoteziyle “ $T_1 - T_2$ dönemi içerisinde şirketlerin birleşme ve devralma faaliyetinde bulunmasına ilişkin duyuruların, hisse senedi getirisine etkisi vardır.” kavramları test edilmiş olacaktır.

3.1.4. Çalışma Sonucunda Elde Edilen Bulgular

2005-2011 döneminde çalışmaya konu olan toplam 93 firmanın verileri olay etüdü yöntemiyle analiz edilmiştir. Analizler, anlık etkiyi görebilmek adına (-5, 5) gün aralığında ve daha uzun süreli etkiyi görebilmek adına da (-15,15) gün aralığında yapılmıştır. Yıllara göre analiz sonuçları aşağıdaki başlıklarda incelenmektedir.

3.1.4.1. 2005 Yılı Bulguları

2005 yılında Tablo 3.3.’teki birleşme gerçekleştirmiş firmalar analize dahil edilmiştir. Tabloda IMKB kodlarıyla birlikte verilen 8 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için Acıbadem (ACIBD), Çimsa (CIMS A) firmaları, (-15,15) olay aralığında ise Acıbadem (ACIBD), Anel Telekom (ANELT), Çimentaş (CM ENT), Çimsa (CIMS A), Erdemir Ereğli (EREGL), İzmir Demir Çelik Sanayi (IZMDC) firmaları anlamlı sonuçlar vermiş ve CAR_t hesaplamalarına dahil edilmiştir.

3.1.4.1.1. 2005 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %95 güven aralıklarında anlamlı olan 2 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 6 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 2 şirketin hepsi de satın alan firmalardır. Acıbadem (ACIBD) ve Çimsa (CIMS) bu firmalardır.

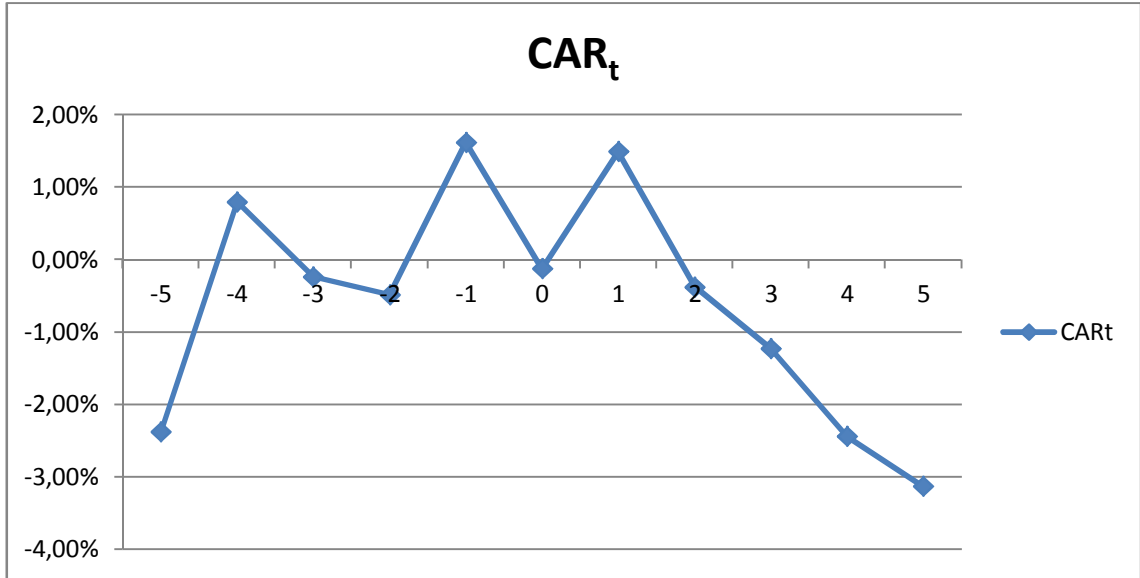
Buna göre Tablo 3.10.'da bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.11.'de ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 2'de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir

Tablo 3.10. 2005 yılı (-5, 5) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	ACIBD	imkb 100	beta	olay günü	CIMS	imkb 100	beta
-5	-0,008595989	0,015046185	1,605	-5	0,041390728	0,038596363	1,456
-4	0,014450867	0,006917181	1,605	-4	0,025437202	-0,023835088	1,456
-3	-0,005698006	-0,00017588	1,605	-3	-0,068217054	-0,036384058	1,456
-2	0,06017192	0,02974834	1,605	-2	-0,021630616	-0,002888059	1,456
-1	0,072972973	0,03364596	1,605	-1	0,027210884	0,002763844	1,456
0	-0,007556675	-0,00771035	1,605	0	-0,016556291	0,015944924	1,456
1	0,055837563	0,005609493	1,605	1	-0,053872054	-0,027078858	1,456
2	0,043269231	-0,00147274	1,605	2	-0,129893238	-0,032130137	1,456
3	-0,036866359	-0,01405765	1,605	3	-0,030674847	-0,019164644	1,456
4	0	0,003198342	1,605	4	0	0,013061374	1,456
5	0,019138756	0,022781042	1,605	5	-0,008438819	-0,008283968	1,456

Tablo 3.11. 2005 yılı (-5, 5) olay aralığı AR_t ve CAR_t verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-5	-0,023775346	-0,023775346
-4	0,031744941	0,007969595
-3	-0,010328792	-0,002359197
-2	-0,002499884	-0,00485908
-1	0,021078968	0,016219887
0	-0,017476829	-0,001256942
1	0,016194545	0,014937603
2	-0,018739394	-0,003801791
3	-0,008537482	-0,012339273
4	-0,01207535	-0,024414623
5	-0,006901089	-0,031315712



Şekil 2. 2005 yılı (-5, 5) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekillerden de anlaşılacağı gibi 2005 yılında (-5,5) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleriyle ilgili duyuru yapılmadan 5 gün öncesinden itibaren CAR_t değerlerinde bir miktar artış gözlenmiş fakat sonra bu değerler düşüşe geçmiş, sonra birden yükselerek tepe değerine ulaşmıştır. Olay anından bir gün öncesinde CAR_t değeri en yüksek değere ulaşmış fakat olay anında keskin bir düşüş izlemiştir. Olay gününden sonraki gün duyurunun etkisi yine tepe noktasına ulaşmış fakat sonraki günler düşüşe geçmiş ve hatta negatif bir seyir izlemiştir. Buda birleşme duyurusunun etkisinin yavaş yavaş kaybolduğunu gösterir. Buradan da anlaşılacağı gibi birleşme duyurularının hisse senedi getirileri üzerinde etkisi olduğunun göstergesidir.

3.1.4.1.2. 2005 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 5 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 3 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 5 şirketten Acıbadem (ACIBD), Anel Telekom (ANELT), Çimentaş (CMEN), Çimsa (ÇİMSA) satın alan firmalar, Erdemir Ereğli (EREGL) ise hedef firmadır.

Buna göre Tablo 3.12.'de bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.13.'de ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 3'de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir

Tablo 3.12. 2005 yılı (-15, 15) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	ACIBD	imkb 100	beta	olay günü	ANELT	imkb 100	Beta
-15	-0,022408964	-0,019248929	1,037	-15	-0,01694915	-0,005518484	0,039
-14	-0,017191977	-0,032148775	1,037	-14	0	-0,006173674	0,039
-13	-0,005830904	-0,003584265	1,037	-13	0,017241379	-0,006390265	0,039
-12	-0,008797654	0,006507939	1,037	-12	0,011299435	-0,00750768	0,039
-11	0	-0,012434509	1,037	-11	0,011173184	0,029816821	0,039
-10	0,014792899	0,003358384	1,037	-10	0,033149171	0,02590415	0,039
-9	0	0,016316429	1,037	-9	0	0,010981645	0,039
-8	0	0,017379992	1,037	-8	0,064171123	0,020451193	0,039
-7	0,017492711	0,00829527	1,037	-7	0	-0,002384563	0,039
-6	0	-0,014823153	1,037	-6	-0,0201005	0,002929235	0,039
-5	-0,008595989	0,015046185	1,037	-5	0	0,025447667	0,039
-4	0,014450867	0,006917181	1,037	-4	0,005128205	-0,017670302	0,039
-3	-0,005698006	-0,00017588	1,037	-3	0,005102041	0,002205223	0,039
-2	0,06017192	0,02974834	1,037	-2	0,025380711	0,00446366	0,039
-1	0,072972973	0,03364596	1,037	-1	0,004950495	0,015806123	0,039
0	-0,007556675	-0,007710354	1,037	0	0,064039409	0,007479084	0,039
1	0,055837563	0,005609493	1,037	1	0,013888889	0,005322635	0,039
2	0,043269231	-0,001472736	1,037	2	-0,00913242	0,009647081	0,039
3	-0,036866359	-0,014057645	1,037	3	0,02764977	-0,011242466	0,039
4	0	0,003198342	1,037	4	0,01793722	0,026242308	0,039
5	0,019138756	0,022781042	1,037	5	-0,01762115	0,020135829	0,039
6	0,03286385	0,015789689	1,037	6	0,031390135	-0,004007284	0,039
7	-0,018181818	-0,005197619	1,037	7	0,026086957	-0,003765517	0,039
8	0	0,002806604	1,037	8	0	0,023858955	0,039
9	-0,013888889	0,019571629	1,037	9	-0,02542373	0,015826817	0,039
10	0,007042254	0,000695799	1,037	10	0,008695652	0,005467771	0,039
11	0,062937063	-0,002195874	1,037	11	0,00862069	0,007227737	0,039
12	0,046052632	0,014994966	1,037	12	0,008547009	0,014440405	0,039
13	-0,044025157	0,004285973	1,037	13	-0,01694915	-0,005440992	0,039
14	-0,006578947	-0,011759158	1,037	14	0,025862069	-0,012236811	0,039
15	0	-0,006429287	1,037	15	0	0,003802652	0,039

Tablo 3.12.'nin devamı

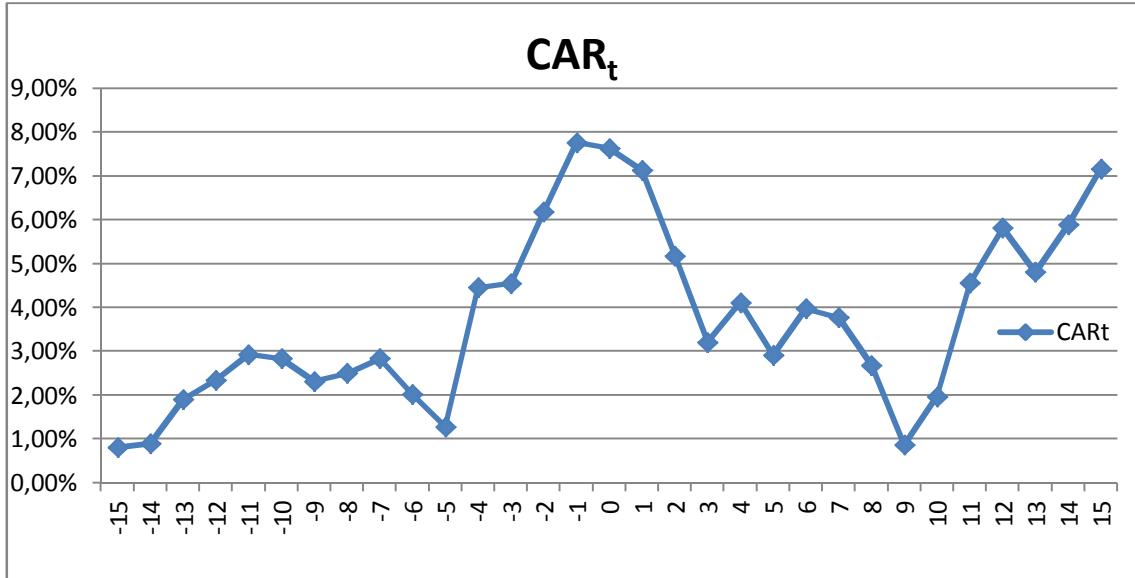
olay günü	CMENT	imkb 100	beta	olay günü	CIMSA	imkb 100	Beta
-15	0,04040404	-0,002195874	1,078	-15	0,0511883	0,014994966	1,384
-14	0,01618123	0,014994966	1,078	-14	0,012173913	0,004285973	1,384
-13	0,01433121	0,004285973	1,078	-13	0,010309278	-0,011759158	1,384
-12	-0,014128728	-0,011759158	1,078	-12	0,022108844	-0,006429287	1,384
-11	-0,02388535	-0,006429287	1,078	-11	0,036605657	0,007987561	1,384
-10	-0,014681892	0,007987561	1,078	-10	-0,009630819	-0,005873606	1,384
-9	-0,008278146	-0,005873606	1,078	-9	-0,037277147	-0,017234218	1,384
-8	-0,048414023	-0,017234218	1,078	-8	0,021885522	0,019889479	1,384
-7	0,050877193	0,019889479	1,078	-7	-0,016474465	-0,00188644	1,384
-6	-0,025041736	-0,00188644	1,078	-6	0,011725293	0,02903019	1,384
-5	0,034246575	0,02903019	1,078	-5	0,041390728	0,038596363	1,384
-4	0,127483444	0,038596363	1,078	-4	0,025437202	-0,023835088	1,384
-3	0,013215859	-0,023835088	1,078	-3	-0,068217054	-0,036384058	1,384
-2	0,007246377	-0,036384058	1,078	-2	-0,021630616	-0,002888059	1,384
-1	0,021582734	-0,002888059	1,078	-1	0,027210884	0,002763844	1,384
0	-0,033802817	0,002763844	1,078	0	-0,016556291	0,015944924	1,384
1	-0,064139942	0,015944924	1,078	1	-0,053872054	-0,027078858	1,384
2	-0,052959502	-0,027078858	1,078	2	-0,129893238	-0,032130137	1,384
3	-0,095394737	-0,032130137	1,078	3	-0,030674847	-0,019164644	1,384
4	0,061818182	-0,019164644	1,078	4	0	0,013061374	1,384
5	-0,023972603	0,013061374	1,078	5	-0,008438819	-0,008283968	1,384
6	-0,026315789	-0,008283968	1,078	6	-0,006382979	-0,025963986	1,384
7	-0,009009009	-0,025963986	1,078	7	0,014989293	0,020710372	1,384
8	0,018181818	0,020710372	1,078	8	-0,054852321	0,000787163	1,384
9	0	0,000787163	1,078	9	0,006696429	0,013270707	1,384
10	0,017857143	0,013270707	1,078	10	0,028824834	-0,005518484	1,384
11	-0,01754386	-0,005518484	1,078	11	0,047413793	-0,006173674	1,384
12	0,008928571	-0,006173674	1,078	12	-0,00617284	-0,006390265	1,384
13	0,008849558	-0,006390265	1,078	13	0,00621118	-0,00750768	1,384
14	0,024561404	-0,00750768	1,078	14	0,026748971	0,029816821	1,384
15	0,025684932	0,029816821	1,078	15	0,096192385	0,02590415	1,384

Tablo 3.12.'nin devamı

olay günü	EREGL	imkb 100	beta
-15	-0,011278195	0,003802652	0,707
-14	-0,038022814	-0,028288497	0,707
-13	0,011857708	0,018828851	0,707
-12	-0,01171875	-0,012054021	0,707
-11	0	0,003414526	0,707
-10	-0,027667984	-0,006310969	0,707
-9	0,008130081	0,002262196	0,707
-8	0,004032258	0,00645417	0,707
-7	-0,012048193	-0,006077693	0,707
-6	0,024390244	0,012743901	0,707
-5	0	0,003739312	0,707
-4	0,011904762	0,014767769	0,707
-3	-0,011764706	0,005641643	0,707
-2	-0,003968254	-0,00314826	0,707
-1	-0,007968127	0,005236588	0,707
0	0,016064257	0,015734251	0,707
1	0,007905138	-0,001495333	0,707
2	-0,023529412	0,000327319	0,707
3	-0,024096386	0,021983015	0,707
4	-0,020576132	0,017140599	0,707
5	0,004201681	0,00870185	0,707
6	-0,0041841	0,004386373	0,707
7	0	0,041126432	0,707
8	0,016806723	0,010270273	0,707
9	-0,041322314	-0,03298802	0,707
10	0,017241379	0,023985463	0,707
11	0,025423729	0,01879816	0,707
12	-0,004132231	-0,01381425	0,707
13	-0,008298755	0,013297631	0,707
14	0,025104603	0,029518253	0,707
15	0,004081633	0,000828922	0,707

Tablo 3.13. 2005 yılı (-15,15) olay aralığı AR_t ve CAR_t verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-15	0,008011607	0,008011607
-14	0,000924603	0,00893621
-13	0,010043434	0,018979644
-12	0,004480782	0,023460426
-11	0,005817428	0,029277854
-10	-0,00091024	0,028367615
-9	-0,00523782	0,023129794
-8	0,001868516	0,02499831
-7	0,003360991	0,028359301
-6	-0,00818469	0,020174607
-5	-0,00738193	0,012792679
-4	0,031772115	0,044564794
-3	0,000959128	0,045523921
-2	0,016324387	0,061848308
-1	0,015765512	0,07761382
0	-0,0012559	0,076357924
1	-0,00501186	0,07134606
2	-0,01953333	0,051812731
3	-0,01974963	0,032063098
4	0,009060656	0,041123754
5	-0,01197375	0,029150009
6	0,01058332	0,039733329
7	-0,00206563	0,037667697
8	-0,0108762	0,026791492
9	-0,01814884	0,008642649
10	0,011020103	0,019662751
11	0,026009929	0,045672681
12	0,012475241	0,058147922
13	-0,01011335	0,048034567
14	0,010865395	0,058899962
15	0,012779578	0,07167954



Şekil 3. 2005 yılı (-15,15) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de görüldüğü üzere 2005 yılında (-15,15) aralığında olay anı 16 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleriyle ilgili duyuru yapılmadan öncesinden itibaren CAR_t değerlerinde artış gözlenmiş olay anında bu durum tepe noktasına ulaşmıştır fakat olay sonrasındaki günlerde bu değer daha düşük bir seyir izlemiştir. Bu değerler olay öncesindeki değerlere göre daha yüksek bir seviyededir. Bu grafikteki CAR_t seyri, şirket birleşmelerinin hisse senedi getirileri üzerinde etkili olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilmektedir.

3.2.4.2. 2006 Yılı Bulguları

2006 yılında Tablo 3.4'te yer alan birleşmeler analize konu olmuştur. Tabloda IMKB kodlarıyla birlikte verilen 12 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için Merko Gıda (MERKO), Batıçim (BATICIM), Çimentoş (CMENT), Enerjisa (Sabancı Holdin) (SAHOL), İndeks Bilgisayar (INDES) firmaları, (-15,15) olay aralığında ise Merko Gıda (MERKO), Akenerji (AKENR), Doğan Yayıncılık Holding (DYHOL), Batıçim (BTCIM), Sabancı Holding (SAHOL), İndeks Bilgisayar (INDES), Petrol Ofisi (PTOFS), Kelebek Mobilya (KLBMO), Turkcell (TCELL) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir. CAR_t hesaplamalarına bu firmalar dahil edilecektir.

3.1.4.2.1. 2006 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 6 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 6 şirket ise anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamalarının dışında tutulmuştur.

CAR_t hesaplamalarında kullanılan 6 firmadan Merko Gıda (MERKO), Kelebek Mobilya (KLBMO) hedef firma, Batıçim (BTCIM), Çimentaş (CMENT), Sabancı Holding (SAHOL), İndeks Bilgisayar (İNDES) ise satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.14.'te bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.15.'te ise ortalama aşırı getiriler AR_t ve CAR_t hesaplamaları gösterilmektedir. Şekil 4'te ise bu aralık için hesaplanan CAR_t değerlerinin grafiği gösterilmektedir.

Tablo 3.14. 2006 yılı (-5, 5) olay aralığı getiri ve beta verileri

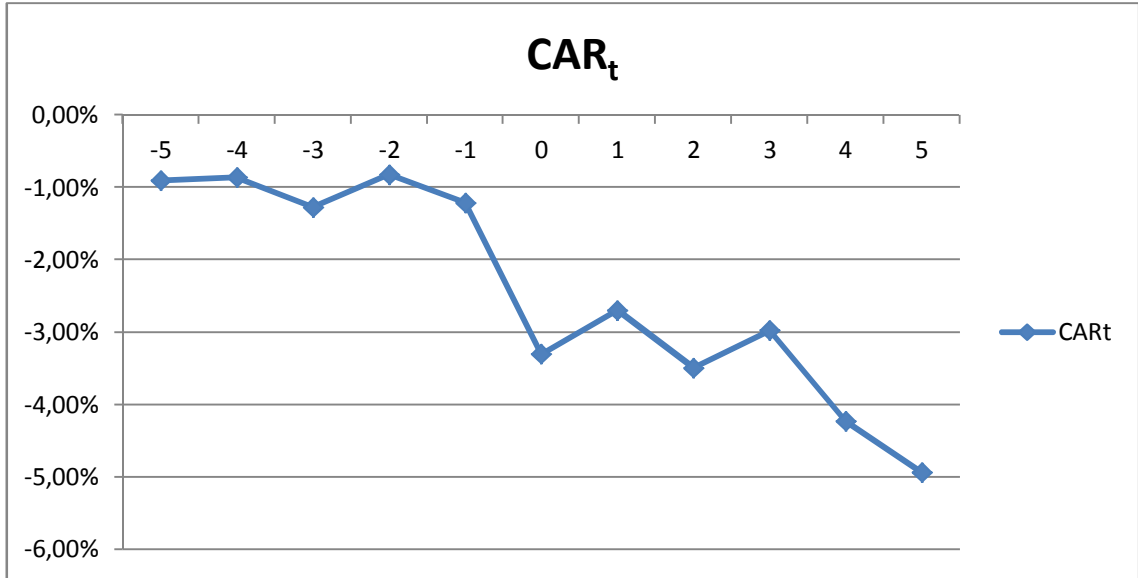
olay günü	MERKO	imkb 100	beta	olay günü	BTCIM	imkb 100	beta
-5	0,029850746	-0,001591011	0,963	-5	-0,013824885	-0,017562933	0,933
-4	0,014492754	0,004566332	0,963	-4	0	-0,000940948	0,933
-3	-0,05	-0,028233675	0,963	-3	0,007788162	-0,009015491	0,933
-2	-0,015037594	-0,013021232	0,963	-2	0,013293944	-0,000590609	0,933
-1	0,007633588	-0,0226729	0,963	-1	-0,013119534	-0,012843195	0,933
0	-0,007575758	0,018325149	0,963	0	0,013293944	0,025430439	0,933
1	0	0,010226076	0,963	1	-0,018950437	-0,005311728	0,933
2	-0,015267176	-0,000707471	0,963	2	-0,013372957	0,015797856	0,933
3	0,046511628	0,026032292	0,963	3	0,052710843	0,028125329	0,933
4	-0,007407407	0,000966195	0,963	4	-0,018597997	-0,004634307	0,933
5	-0,007462687	0,000400491	0,963	5	0,005830904	0,00077188	0,933
olay günü	SAHOL	imkb 100	beta	olay günü	İNDES	imkb 100	beta
-5	-0,060194175	-0,039859594	1,065	-5	-0,023809524	-0,007961829	0,966
-4	-0,033057851	-0,040554862	1,065	-4	-0,028455285	-0,045814223	0,966
-3	0,027777778	0,019255163	1,065	-3	-0,087866109	-0,035300269	0,966
-2	-0,008316008	-0,014735872	1,065	-2	0,050458716	0,012350843	0,966
-1	-0,046121593	-0,019672971	1,065	-1	-0,026200873	-0,007965543	0,966
0	-0,087912088	-0,083055357	1,065	0	0,01793722	0,042895738	0,966
1	0,038554217	0,02433024	1,065	1	-0,030837004	-0,032454598	0,966
2	-0,03712297	-0,030476032	1,065	2	0,031818182	0,00769087	0,966
3	0,038554217	0,017438443	1,065	3	-0,017621145	0,018841165	0,966
4	0,048723898	0,050727412	1,065	4	0,004484305	0,014455406	0,966
5	0,006637168	0,008165371	1,065	5	-0,004464286	-0,005859499	0,966

Tablo 3.14.'ün devamı

olay günü	BTCIM	imkb 100	beta	olay günü	KLBMO	imkb 100	beta
-5	-0,013824885	-0,017562933	0,933	-5	-0,045454545	-0,024259134	1,224
-4	0	-0,000940948	0,933	-4	-0,015151515	0,013831823	1,224
-3	0,007788162	-0,009015491	0,933	-3	-0,040322581	-0,0320398	1,224
-2	0,013293944	-0,000590609	0,933	-2	-0,075630252	-0,03566731	1,224
-1	-0,013119534	-0,012843195	0,933	-1	0,009090909	0,016270763	1,224
0	0,013293944	0,025430439	0,933	0	-0,009009009	0,022687726	1,224
1	-0,018950437	-0,005311728	0,933	1	0,045454545	0,024813368	1,224
2	-0,013372957	0,015797856	0,933	2	0,026086957	0,041792091	1,224
3	0,052710843	0,028125329	0,933	3	0,008474576	8,91313E-05	1,224
4	-0,018597997	-0,004634307	0,933	4	0,008403361	0,028901918	1,224
5	0,005830904	0,00077188	0,933	5	-0,066666667	-0,030048603	1,224

Tablo 3.15. 2006 yılı (-5, 5) olay aralığı AR_t ve CAR_t verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-5	-0,00904544	-0,00904544
-4	0,000413616	-0,008631824
-3	-0,004083518	-0,012715343
-2	0,00448028	-0,008235062
-1	-0,003871977	-0,012107039
0	-0,020897391	-0,03300443
1	0,006054632	-0,026949798
2	-0,007990231	-0,034940028
3	0,005189671	-0,029750357
4	-0,012511897	-0,042262254
5	-0,007064322	-0,049326576



Şekil 4. 2006 yılı (-5, 5) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2006 yılında olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme duyurusunun yapılmasından 3, 4 gün önce CAR_t değerleri negatif ve aynı seyirde gözlenmektedir. Olay günü ise düşüş devam etmiştir. Daha sonraki günlerde artış ve düşüşler görülse de genel olarak negatif ve daha da azalan değerler görülmektedir. Bu artış ve azalışların olması, birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisinin bir göstergesidir.

3.1.4.2.2. 2006 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 8 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 4 şirket, tahmini getiri hesaplamasında anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 8 şirketten Merko Gıda (MERKO), Doğan Yayıncılık Holding (DYHOL), Petrol Ofisi (PTOFS) hedef firma, Akenerji (AKENR), Batıçim (BTCIM), Sabancı Holding (SAHOL), İndeks Bilgisayar (İNDES), Turkcell (TCELL) satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.16.'da bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.17.'de ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 5'te ise bu aralık için

hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.16. 2006 yılı (-15,15) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	MERKO	imkb 100	beta	olay günü	AKENR	imkbb 100	beta
-15	-0,083870968	-0,035300269	1,116	-15	0,011111111	0,012495568	0,497
-14	0,021126761	0,012350843	1,116	-14	-0,02197802	0,000479766	0,497
-13	-0,034482759	-0,007965543	1,116	-13	0	-0,027035062	0,497
-12	0,014285714	0,042895738	1,116	-12	0	-0,00498683	0,497
-11	-0,049295775	-0,032454598	1,116	-11	0,01123596	0,009382541	0,497
-10	0,014814815	0,00769087	1,116	-10	-0,011111111	0,012295893	0,497
-9	-0,00729927	0,018841165	1,116	-9	-0,01123596	-0,010630744	0,497
-8	-0,007352941	0,014455406	1,116	-8	0,01136364	0,003880541	0,497
-7	-0,007407407	-0,005859499	1,116	-7	0,01123596	-0,006611779	0,497
-6	0	-0,000603922	1,116	-6	0,02222222	-0,015062389	0,497
-5	0,029850746	-0,001591011	1,116	-5	0,0326087	0,016009101	0,497
-4	0,014492754	0,004566332	1,116	-4	-0,01052632	-2,52174E-05	0,497
-3	-0,05	-0,028233675	1,116	-3	-0,03191489	-0,009734419	0,497
-2	-0,015037594	-0,013021232	1,116	-2	-0,01098901	-0,021272467	0,497
-1	0,007633588	-0,0226729	1,116	-1	-0,04444444	-0,002243656	0,497
0	-0,007575758	0,018325149	1,116	0	0	0,004029826	0,497
1	0	0,010226076	1,116	1	0,02325581	-0,019935015	0,497
2	-0,015267176	-0,000707471	1,116	2	0	0,009102502	0,497
3	0,046511628	0,026032292	1,116	3	-0,03409091	-0,012997856	0,497
4	-0,007407407	0,000966195	1,116	4	-0,02352941	0,017466812	0,497
5	-0,007462687	0,000400491	1,116	5	-0,03614458	-0,027584191	0,497
6	-0,052631579	-0,008573647	1,116	6	0,0375	0,023749596	0,497
7	0,031746032	0,01312222	1,116	7	0,01204819	0,002670037	0,497
8	-0,015384615	-0,026755159	1,116	8	0	0,000733327	0,497
9	-0,0078125	-0,004850422	1,116	9	-0,01190476	-0,014185324	0,497
10	-0,015748031	-0,008982686	1,116	10	-0,01204819	0,013500045	0,497
11	-0,016	-0,013781196	1,116	11	0,01219512	0,000569399	0,497
12	-0,008130081	0,006984381	1,116	12	0,02409639	0,043813029	0,497
13	-0,12295082	-0,00832393	1,116	13	0,01176471	-0,013479938	0,497
14	-0,009345794	0,023988872	1,116	14	0,01162791	0,003597872	0,497
15	0,028301887	0,020240827	1,116	15	-0,02298851	-0,00630785	0,497

Tablo 3.16.'nın devamı

olay günü	DYHOL	imkb 100	beta	olay günü	BTCIM	imkkb 100	beta
-15	0,008333333	0,023895312	1.238	-15	-0,025954198	-0,033669081	0,583
-14	-0,016528926	0,00227119	1.238	-14	-0,047021944	-0,033365167	0,583
-13	-0,027310924	-0,014793312	1.238	-13	0	0,027981319	0,583
-12	0,017278618	0,012495568	1.238	-12	0,021381579	-0,001890359	0,583
-11	-0,016985138	0,000479766	1.238	-11	0,006441224	0,052351688	0,583
-10	-0,017278618	-0,027035062	1.238	-10	-0,0144	-0,009125758	0,583
-9	0,026373626	-0,00498683	1.238	-9	0,008116883	-0,000850844	0,583
-8	0,12633833	0,009382541	1.238	-8	0,006441224	0,008735082	0,583
-7	0,007604563	0,012295893	1.238	-7	0,0352	0,020420878	0,583
-6	-0,047169811	-0,010630744	1.238	-6	0,00618238	0,021196609	0,583
-5	0	0,003880541	1.238	-5	-0,013824885	-0,017562933	0,583
-4	0,017821782	-0,006611779	1.238	-4	0	-0,000940948	0,583
-3	-0,025291829	-0,015062389	1.238	-3	0,007788162	-0,009015491	0,583
-2	0,015968064	0,016009101	1.238	-2	0,060278207	-0,000590609	0,583
-1	0,05108055	-2,52174E-05	1.238	-1	-0,013119534	-0,012843195	0,583
0	-0,056074766	-0,009734419	1.238	0	0,013293944	0,025430439	0,583
1	-0,041584158	-0,021272467	1.238	1	-0,018950437	-0,005311728	0,583
2	-0,008264463	-0,002243656	1.238	2	-0,013372957	0,015797856	0,583
3	-0,035416667	0,004029826	1.238	3	0,045180723	0,028125329	0,583
4	-0,036717063	-0,019935015	1.238	4	0,007204611	-0,004634307	0,583
5	-0,01793722	0,009102502	1.238	5	-0,018597997	0,00077188	0,583
6	0,00913242	-0,012997856	1.238	6	0,005830904	0,005691362	0,583
7	0,018099548	0,017466812	1.238	7	0	0,004662105	0,583
8	-0,035555556	-0,027584191	1.238	8	0,013043478	0,0165818	0,583
9	0,048387097	0,023749596	1.238	9	-0,012875536	-0,01426181	0,583
10	-0,057142857	0,002670037	1.238	10	0,005797101	-0,013210672	0,583
11	-0,009324009	0,000733327	1.238	11	0	-0,005881001	0,583
12	-0,077647059	-0,014185324	1.238	12	0,0129683	-0,00091807	0,583
13	0	0,013500045	1.238	13	-0,0056899	-0,000242386	0,583
14	0	0,000569399	1.238	14	0	-0,012672604	0,583
15	0,022959184	0,043813029	1.238	15	0,011444921	0,005737301	0,583

Tablo 3.16.'nin devamı

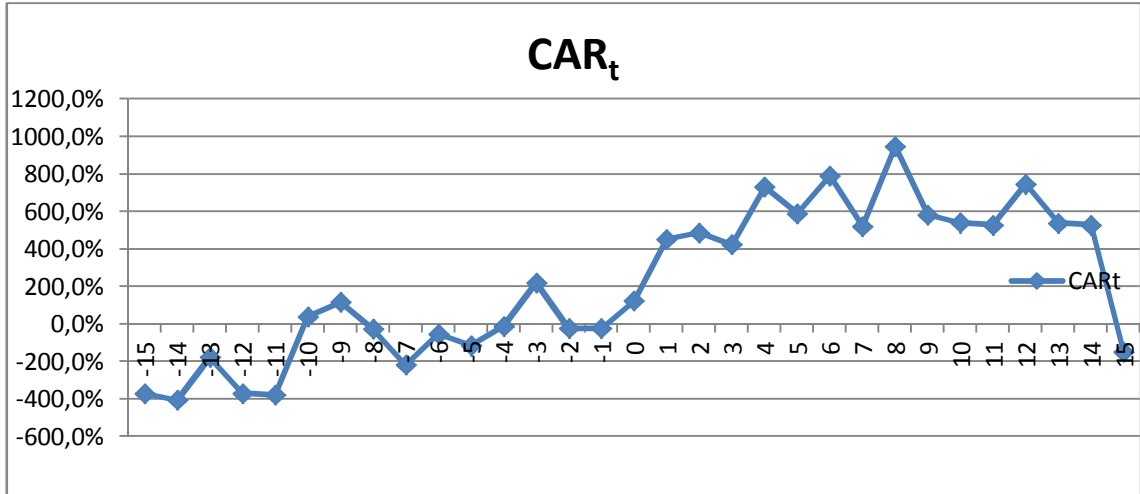
olay günü	SAHOL	imkb 100	beta	olay günü	INDES	imkb 100	beta
-15	-0,007285974	0,00293495	0,366	-15	-0,012396694	0,0096161	0,773
-14	0,00733945	0,003416557	0,366	-14	-0,0041841	0,00046949	0,773
-13	0	0,008704678	0,366	-13	0,054621849	-0,009538239	0,773
-12	0,016393443	0,005273157	0,366	-12	0	0,006228846	0,773
-11	-0,023297491	-0,008877925	0,366	-11	-0,007968127	0,006111884	0,773
-10	-0,00733945	-0,000874096	0,366	-10	0,012048193	0,019010165	0,773
-9	0,007393715	0,011311893	0,366	-9	-0,011904762	-0,014930702	0,773
-8	-0,00733945	-0,003346462	0,366	-8	0,008032129	0,010147423	0,773
-7	-0,04805915	-0,021638228	0,366	-7	-0,007968127	-0,01267914	0,773
-6	0	0,002619327	0,366	-6	0,012048193	-0,011187056	0,773
-5	-0,060194175	-0,039859594	0,366	-5	-0,023809524	-0,007961829	0,773
-4	-0,033057851	-0,040554862	0,366	-4	-0,028455285	-0,045814223	0,773
-3	0,027777778	0,019255163	0,366	-3	-0,087866109	-0,035300269	0,773
-2	-0,008316008	-0,014735872	0,366	-2	0,050458716	0,012350843	0,773
-1	-0,046121593	-0,019672971	0,366	-1	-0,026200873	-0,007965543	0,773
0	-0,087912088	-0,083055357	0,366	0	0,01793722	0,042895738	0,773
1	0,038554217	0,02433024	0,366	1	-0,030837004	-0,032454598	0,773
2	-0,03712297	-0,030476032	0,366	2	0,031818182	0,00769087	0,773
3	0,038554217	0,017438443	0,366	3	-0,017621145	0,018841165	0,773
4	0,048723898	0,050727412	0,366	4	0,004484305	0,014455406	0,773
5	0,006637168	0,008165371	0,366	5	-0,004464286	-0,005859499	0,773
6	-0,048351648	-0,026929779	0,366	6	0,01793722	-0,000603922	0,773
7	0	0,007168628	0,366	7	0,013215859	-0,001591011	0,773
8	-0,025404157	0,006897843	0,366	8	0,052173913	0,004566332	0,773
9	0,037914692	0,023194542	0,366	9	0,024793388	-0,028233675	0,773
10	-0,052511416	-0,033644981	0,366	10	0,024193548	-0,013021232	0,773
11	-0,024096386	-0,013159825	0,366	11	-0,043307087	-0,0226729	0,773
12	-0,032098765	-0,020149246	0,366	12	0,032921811	0,018325149	0,773
13	-0,017857143	-0,037344233	0,366	13	0,083665339	0,010226076	0,773
14	-0,018181818	-0,015169789	0,366	14	0	-0,000707471	0,773
15	0	-0,013569684	0,366	15	-0,011029412	0,026032292	0,773

Tablo 3.16.'nın devamı

olay günü	PTOFS	imkb 100	beta	olay günü	TCELL	imkb 100	beta
-15	-0,04222973	-0,032454598	0,848	-15	0,021922428	0,027422464	1,261
-14	0,007054674	0,00769087	0,848	-14	0	0,004492424	1,261
-13	-0,012259194	0,018841165	0,848	-13	0	0,001636984	1,261
-12	0,037234043	0,014455406	0,848	-12	-0,00990099	-0,013383383	1,261
-11	-0,006837607	-0,005859499	0,848	-11	-0,023333333	-0,022203777	1,261
-10	0,024096386	-0,000603922	0,848	-10	-0,023890785	0,00293495	1,261
-9	-0,016806723	-0,001591011	0,848	-9	-0,005244755	0,003416557	1,261
-8	0,011965812	0,004566332	0,848	-8	0,029876977	0,008704678	1,261
-7	-0,030405405	-0,028233675	0,848	-7	0,029010239	0,005273157	1,261
-6	-0,005226481	-0,013021232	0,848	-6	-0,023217247	-0,008877925	1,261
-5	-0,038528897	-0,0226729	0,848	-5	-0,010186757	-0,000874096	1,261
-4	0,04007286	0,018325149	0,848	-4	0,017152659	0,011311893	1,261
-3	0,024518389	0,010226076	0,848	-3	0,011804384	-0,003346462	1,261
-2	0,078632479	-0,000707471	0,848	-2	-0,023333333	-0,021638228	1,261
-1	-0,006339144	0,026032292	0,848	-1	0,011945392	0,002619327	1,261
0	-0,015948963	0,000966195	0,848	0	-0,045531197	-0,039859594	1,261
1	-0,022690438	0,000400491	0,848	1	-0,072438163	-0,040554862	1,261
2	-0,006633499	-0,008573647	0,848	2	0,005714286	0,019255163	1,261
3	0,006677796	0,01312222	0,848	3	-0,03219697	-0,014735872	1,261
4	-0,029850746	-0,026755159	0,848	4	-0,039138943	-0,019672971	1,261
5	0,005128205	-0,004850422	0,848	5	-0,091649695	-0,083055357	1,261
6	-0,005102041	-0,008982686	0,848	6	0,053811659	0,02433024	1,261
7	-0,018803419	-0,013781196	0,848	7	-0,036170213	-0,030476032	1,261
8	-0,005226481	0,006984381	0,848	8	0,008830022	0,017438443	1,261
9	0	-0,00832393	0,848	9	0,087527352	0,050727412	1,261
10	0,024518389	0,023988872	0,848	10	0,054325956	0,008165371	1,261
11	0,005128205	0,020240827	0,848	11	-0,034351145	-0,026929779	1,261
12	0,030612245	0,0032086	0,848	12	0,005928854	0,007168628	1,261
13	0	0,027422464	0,848	13	-0,00589391	0,006897843	1,261
14	0	0,004492424	0,848	14	0,027667984	0,023194542	1,261
15	-0,004950495	0,001636984	0,848	15	-0,005769231	-0,033644981	1,261

Tablo 3.17. 2006 yılı (-15, 15) olay aralığı ARt ve CARt verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-15	-3,709439787	-3,709439787
-14	-0,359286913	-4,0687267
-13	2,285855922	-1,782870779
-12	-1,927407374	-3,710278152
-11	-0,083932909	-3,794211061
-10	4,177426014	0,383214954
-9	0,769035479	1,152250433
-8	-1,43511015	-0,282859717
-7	-1,90002144	-2,182881156
-6	1,643928535	-0,538952621
-5	-0,605383006	-1,144335627
-4	1,02735014	-0,116985486
-3	2,322680522	2,205695035
-2	-2,452803093	-0,247108058
-1	-0,001557744	-0,248665802
0	1,484850314	1,236184513
1	3,284899841	4,521084354
2	0,338721553	4,859805907
3	-0,627975916	4,231829991
4	3,076751984	7,308581975
5	-1,41377372	5,894808255
6	2,011397355	7,90620561
7	-2,696717979	5,209487631
8	4,265945569	9,4754332
9	-3,657345722	5,818087479
10	-0,416420475	5,401667004
11	-0,11999392	5,281673084
12	2,187812095	7,469485179
13	-2,097509497	5,371975682
14	-0,092659805	5,279315876
15	-6,777434819	-1,498118942



Şekil 5. 2006 yılı (-15,15) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı gibi 2006 yılında (-15,15) olay aralığında olay anı 16 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleri yapılmadan önceki günlerde ilk 6 gün negatif bir değer seyri gözümüze çarpmaktadır. Sonraki günlerden olay anına kadar olan sürede belli bir artış gözlenirse de yine CAR_t değerleri negatif bir seyir izlemiştir. Olay günü bu seyir azda olsa artmıştır. Olay gününden sonraki günlerde bu artış büyük bir oranda gerçekleşmiş ve değerler pozitif bir seyir izlemiştir. Buda birleşme duyurusunun hisse senedi getirilerine etkisini gösterir.

3.1.4.3. 2007 Yılı Bulguları

2007 yılında Tablo 3.5.'te yer alan birleşme işlemleri analize konu olmuştur. Tabloda IMKB kodlarıyla birlikte verilen 13 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için Acıbadem (ACIBD), AFM Uluslararası Filmcilik (AFMAS), Sabancı Holding (SAHOL) firmaları, (-15,15) olay aralığında ise Acıbadem (ACIBD), AFM Uluslararası Filmcilik (AFMAS), BİM (BİMAŞ), Eczacıbaşı İlaç (ECILC), Aygaz (AYGAZ), Sabancı Holding (SAHOL), Tav Hava Yolları (TAVHL), Adana Çimento (ADANA), Ak Enerji (AKENR), Tire Kutsan (TIRE), İhlas Madencilik (IHEVA) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

3.1.4.3.1. 2007 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 3 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 10 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 3 şirketten Acıbadem (ACIBD), AFM Uluslararası Filmcilik (AFMAS) hedef firma, Sabancı Holding (SAHOL) satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.18.'de bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.19.'da ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 6'da ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

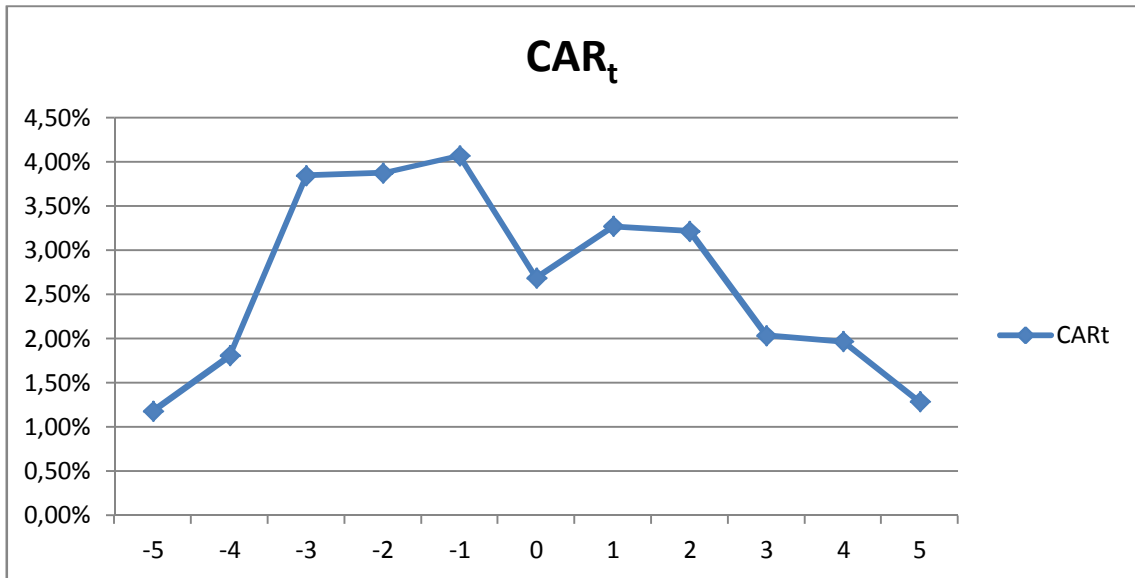
Tablo 3.18. 2007 yılı (-5, 5) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	ACIBD	imkb 100	beta	olay günü	AFMAS	imkb 100	beta
-5	-0,011173184	-0,040247702	0,733	-5	0,017857143	0,013054912	0,803
-4	0	-0,015775942	0,733	-4	-0,026315789	-0,028718882	0,803
-3	0,039548023	0,02208109	0,733	-3	0,018018018	-0,013886001	0,803
-2	0	-0,007789942	0,733	-2	-0,026548673	-0,027340897	0,803
-1	-0,010869565	-0,043439072	0,733	-1	0,018181818	0,033026631	0,803
0	-0,043956044	-0,067921613	0,733	0	-0,026785714	-0,002032924	0,803
1	0,08045977	0,047299391	0,733	1	-0,04587156	0,001612541	0,803
2	-0,010638298	-0,009190186	0,733	2	0,009615385	0,01288369	0,803
3	-0,010752688	-0,019152173	0,733	3	-0,019047619	0,005805134	0,803
4	-0,005434783	0,035722996	0,733	4	0,038834951	0,014820974	0,803
5	0,005464481	0,010806715	0,733	5	-0,028037383	-0,004242071	0,803
olay günü	SAHOL	imkb 100	beta				
-5	0,03525641	0,026866058	0,954				
-4	-0,027863777	-0,040247702	0,954				
-3	-0,006369427	-0,015775942	0,954				
-2	0,020833333	0,02208109	0,954				
-1	-0,014128728	-0,007789942	0,954				
0	-0,063694268	-0,043439072	0,954				
1	-0,045918367	-0,067921613	0,954				
2	0,048128342	0,047299391	0,954				

3	-0,023809524	-0,009190186	0,954
4	-0,015679443	-0,019152173	0,954
5	0,040707965	0,035722996	0,954

Tablo 3.19. 2007 yılı (-5, 5) olay aralığı AR_t ve CAR_t Verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-5	0,011776207	0,011776207
-4	0,00628059	0,018056797
-3	0,020403961	0,038460757
-2	0,00029469	0,038755447
-1	0,001978528	0,040733975
0	-0,013858724	0,026875251
1	0,005833913	0,032709164
2	-0,000542462	0,032166702
3	-0,011821791	0,020344911
4	-0,0006981	0,019646811
5	-0,006819872	0,012826939



Şekil 6: 2007 yılı (-5, 5) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2007 yılında (-5,5) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetiyle ilgili duyurunun yapılmasından 5 gün öncesinden itibaren CAR_t değerlerinde artış gözlenmiş olay anından 1 gün önce maksimuma ulaşmış. Olay anında düşüş gözlenmiştir. Olay anından hem önceki, hemde sonraki 5 günde de CAR_t değerleri pozitif bir seyir izlemiştir. Olay öncesinde CAR_t değerleri hızlı bir yükseliş trendine girmiş ve olay anında maksimuma ulaşmıştır. Olay anından sonra, olay anına göre daha düşük değerde ama olay anının öncesine göre daha yüksek CAR_t değerlerine sahip bir seyir oluşmuştur. Bu durum, şirket birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisi olduğunun göstergesidir.

3.1.4.3.2. 2007 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 10 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 3 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamalarına dahil edilen 10 şirketten Acıbadem (ACIBD), AFM Uluslararası Filmcilik (AFMAS), Eczacıbaşı İlaç (ECILC), TAV Havalimanlırı (TAVHL) firmaları hedef firma, Aygaz (AYGAZ), Sabancı Holding (SAHOL), Adana Çimento (ADANA), Ak enerji (AKENR), Tire Kutsan (TIRE), İhlas Madencilik (IHEVA) firmaları ise satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.20.'de bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.21.'de ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 7'de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.20. 2007 yılı (-15,15) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	ACIBD	imkb 100	Beta	olay günü	AFMAS	imkb 100	beta
-15	0,027472527	-0,042303081	-0,621	-15	0	0,009876003	0,445
-14	0,011111111	-0,018099922	-0,621	-14	0,017857143	-0,010384903	0,445
-13	0,005586592	-0,001991586	-0,621	-13	0	0,013865068	0,445
-12	-0,005555556	0,026538879	-0,621	-12	-0,00877193	0,034180811	0,445
-11	0,011235955	-0,028880136	-0,621	-11	0	-0,009048303	0,445
-10	0	0,001837647	-0,621	-10	0,008849558	0,028989097	0,445
-9	0,005649718	-0,013175384	-0,621	-9	0	-0,00850501	0,445
-8	0,017241379	-0,005650042	-0,621	-8	0	0,011065512	0,445
-7	-0,027932961	0,005519147	-0,621	-7	-0,01754386	0,003074755	0,445
-6	0	0,026866058	-0,621	-6	0	-0,017971765	0,445
-5	0,011299435	-0,040247702	-0,621	-5	0,017857143	0,013054912	0,445
-4	0	-0,015775942	-0,621	-4	-0,026315789	-0,028718882	0,445
-3	-0,038043478	0,02208109	-0,621	-3	0,018018018	-0,013886001	0,445
-2	0	-0,007789942	-0,621	-2	-0,026548673	-0,027340897	0,445
-1	0,010989011	-0,043439072	-0,621	-1	0,018181818	0,033026631	0,445
0	0,045977011	-0,067921613	-0,621	0	-0,026785714	-0,002032924	0,445
1	-0,074468085	0,047299391	-0,621	1	-0,04587156	0,001612541	0,445
2	0,010752688	-0,009190186	-0,621	2	0,009615385	0,01288369	0,445
3	0,010869565	-0,019152173	-0,621	3	-0,019047619	0,005805134	0,445
4	0,005464481	0,035722996	-0,621	4	0,038834951	0,014820974	0,445
5	-0,005434783	0,010806715	-0,621	5	-0,028037383	-0,004242071	0,445
6	0,005464481	-0,011914891	-0,621	6	-0,019230769	-0,0089984	0,445
7	-0,010810811	0,023288286	-0,621	7	-0,009803922	-0,013908173	0,445
8	0,005434783	-0,003417343	-0,621	8	-0,00990099	0,015012759	0,445
9	0,005464481	0,0069421	-0,621	9	-0,004	-0,014577552	0,445
10	-0,036842105	0,04401694	-0,621	10	-0,004016064	-0,016329318	0,445
11	0,010638298	-0,005212496	-0,621	11	-0,024193548	-0,026679659	0,445
12	0,005347594	0,001915416	-0,621	12	0,004132231	0,007356245	0,445
13	0,005376344	-0,012216237	-0,621	13	0,012345679	0,011740619	0,445
14	0,016393443	0,003642351	-0,621	14	0,008130081	0,017286314	0,445
15	-0,005434783	-0,011107955	-0,621	15	-0,012096774	-0,016561424	0,445

Tablo 3.20.'nin devamı

olay günü	ECILC	imkb 100	beta	olay günü	AYGAZ	imkb 100	beta
-15	-0,01818182	-0,003782583	1,227	-15	0,008474576	-0,000704639	0,331
-14	0	0,01250848	1,227	-14	0,016806723	0,066991836	0,331
-13	0,018518519	0,016561786	1,227	-13	0,016528926	-0,006328771	0,331
-12	0	0,012886678	1,227	-12	0,010840108	0,006332847	0,331
-11	0,012121212	-0,004052154	1,227	-11	0,032171582	-0,005594433	0,331
-10	0,005988024	0,01413391	1,227	-10	0	-0,012831486	0,331
-9	0	-0,004326492	1,227	-9	0,01038961	0,02557324	0,331
-8	-0,02380952	-0,026619623	1,227	-8	-0,01028278	0,002661403	0,331
-7	0,06097561	0,021929847	1,227	-7	0,01038961	-0,006361072	0,331
-6	0	-0,00541649	1,227	-6	0	0,002846188	0,331
-5	0	0,003327696	1,227	-5	0,030848329	0,009876003	0,331
-4	-0,02298851	-0,044877561	1,227	-4	0,027431421	-0,010384903	0,331
-3	0	-0,008210613	1,227	-3	-0,00970874	0,013865068	0,331
-2	-0,06470588	-0,044477576	1,227	-2	0,009803922	0,034180811	0,331
-1	0,113207547	0,024302672	1,227	-1	-0,00970874	-0,009048303	0,331
0	-0,00564972	-0,02024496	1,227	0	0,009803922	0,028989097	0,331
1	-0,05113636	0,012619873	1,227	1	0	-0,00850501	0,331
2	0,077844311	0,004368049	1,227	2	-0,00970874	0,011065512	0,331
3	0,116666667	0,024756902	1,227	3	-0,02696078	0,003074755	0,331
4	-0,01492537	0,015685086	1,227	4	0	-0,017971765	0,331
5	-0,01515152	-0,00185418	1,227	5	0,017632242	0,013054912	0,331
6	0,015384615	-0,007441218	1,227	6	-0,02722772	-0,028718882	0,331
7	-0,02525253	-0,027939347	1,227	7	-0,01017812	-0,013886001	0,331
8	0,010362694	0,017118971	1,227	8	-0,01028278	-0,027340897	0,331
9	0,005128205	0,015162932	1,227	9	0,020779221	0,033026631	0,331
10	-0,00510204	0,002447881	1,227	10	-0,01017812	-0,002032924	0,331
11	-0,02564103	-0,002493905	1,227	11	0,020565553	0,001612541	0,331
12	0,010526316	0,014389375	1,227	12	0,047858942	0,01288369	0,331
13	0,005208333	0,019341155	1,227	13	0	0,005805134	0,331
14	-0,02072539	0,003905658	1,227	14	-0,00961538	0,014820974	0,331
15	0,005291005	-0,003341956	1,227	15	-0,03640777	-0,004242071	0,331

Tablo 3.20.'nin devamı

olay günü	SAHOL	imkb 100	Beta	olay günü	TAVHL	imkb 100	beta
-15	0,005899705	-0,001798629	1,022	-15	-0,0183374	-0,018337408	0,599
-14	-0,052785924	-0,042303081	1,022	-14	0	0	0,599
-13	-0,027863777	-0,018099922	1,022	-13	0,0373599	0,0373599	0,599
-12	0	-0,001991586	1,022	-12	-0,0084034	-0,008403361	0,599
-11	0,042993631	0,026538879	1,022	-11	0,01815981	0,018159806	0,599
-10	-0,027480916	-0,028880136	1,022	-10	-0,0178359	-0,01783591	0,599
-9	0	0,001837647	1,022	-9	-0,0096852	-0,00968523	0,599
-8	-0,020408163	-0,013175384	1,022	-8	0,03789731	0,037897311	0,599
-7	0	-0,005650042	1,022	-7	-0,0094229	-0,00942285	0,599
-6	0	0,005519147	1,022	-6	0,00951249	0,009512485	0,599
-5	0,03525641	0,026866058	1,022	-5	-0,0094229	-0,00942285	0,599
-4	-0,027863777	-0,040247702	1,022	-4	0,00951249	0,009512485	0,599
-3	-0,006369427	-0,015775942	1,022	-3	-0,0270907	-0,027090695	0,599
-2	0,020833333	0,02208109	1,022	-2	-0,0096852	-0,00968523	0,599
-1	-0,014128728	-0,007789942	1,022	-1	0,02811736	0,028117359	0,599
0	-0,063694268	-0,043439072	1,022	0	0,00951249	0,009512485	0,599
1	-0,045918367	-0,067921613	1,022	1	-0,0094229	-0,00942285	0,599
2	0,048128342	0,047299391	1,022	2	0,0451843	0,045184304	0,599
3	-0,023809524	-0,009190186	1,022	3	-0,0079636	-0,007963595	0,599
4	-0,015679443	-0,019152173	1,022	4	-0,0183486	-0,018348624	0,599
5	0,040707965	0,035722996	1,022	5	-0,0175234	-0,017523364	0,599
6	0,015306122	0,010806715	1,022	6	0,00951249	0,009512485	0,599
7	0,006700168	-0,011914891	1,022	7	-0,0188457	-0,018845701	0,599
8	0,008319468	0,023288286	1,022	8	-0,0180072	-0,018007203	0,599
9	0	-0,003417343	1,022	9	-0,0183374	-0,018337408	0,599
10	0,00660066	0,0069421	1,022	10	0,02864259	0,02864259	0,599
11	0,059016393	0,04401694	1,022	11	0	0	0,599
12	0	-0,005212496	1,022	12	-0,0193705	-0,01937046	0,599
13	0	0,001915416	1,022	13	-0,008642	-0,008641975	0,599
14	-0,00619195	-0,012216237	1,022	14	0,00871731	0,00871731	0,599
15	0	0,003642351	1,022	15	0,00987654	0,009876543	0,599

Tablo 3.20.'nin devamı

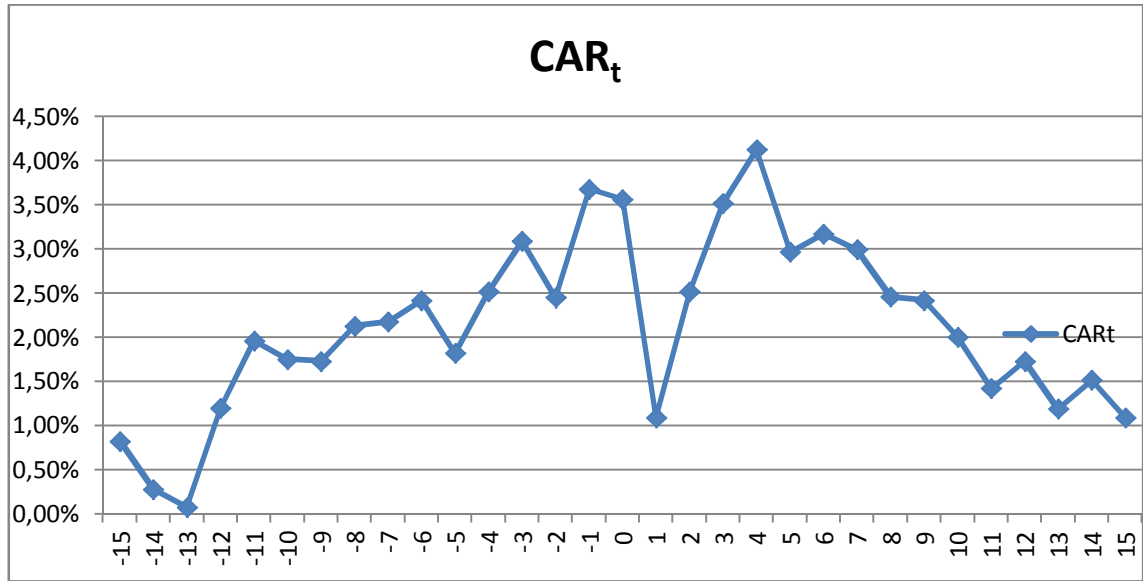
olay günü	ADANA	imkb 100	beta	olay günü	AKENR	imkb 100	beta
-15	-0,01650943	-0,044477576	0,630	-15	-0,0181818	-0,00378258	0,698
-14	-0,0263789	0,024302672	0,630	-14	0	0,01250848	0,698
-13	-0,04679803	-0,02024496	0,630	-13	0,01851852	0,01656179	0,698
-12	0	0,012619873	0,630	-12	0	0,01288668	0,698
-11	-0,00516796	0,004368049	0,630	-11	0,01212121	-0,00405215	0,698
-10	0,018181818	0,024756902	0,630	-10	0,00598802	0,01413391	0,698
-9	0	0,015685086	0,630	-9	0	-0,00432649	0,698
-8	0,005102041	-0,00185418	0,630	-8	-0,0238095	-0,02661962	0,698
-7	-0,01015228	-0,007441218	0,630	-7	0,06097561	0,02192985	0,698
-6	-0,03589744	-0,027939347	0,630	-6	0	-0,00541649	0,698
-5	0,005319149	0,017118971	0,630	-5	0	0,0033277	0,698
-4	0,013227513	0,015162932	0,630	-4	-0,0229885	-0,04487756	0,698
-3	0,028720627	0,002447881	0,630	-3	0	-0,00821061	0,698
-2	0	-0,002493905	0,630	-2	-0,0647059	-0,04447758	0,698
-1	-0,01015228	0,014389375	0,630	-1	0,11320755	0,02430267	0,698
0	0,046153846	0,019341155	0,630	0	-0,0056497	-0,02024496	0,698
1	-0,01715686	0,003905658	0,630	1	-0,0511364	0,01261987	0,698
2	0,004987531	-0,003341956	0,630	2	0,07784431	0,00436805	0,698
3	-0,00496278	-0,003849422	0,630	3	0,11666667	0,0247569	0,698
4	0,012468828	-0,000408148	0,630	4	-0,0149254	0,01568509	0,698
5	-0,01231527	0,013618075	0,630	5	-0,0151515	-0,00185418	0,698
6	-0,00498753	-0,00011565	0,630	6	0,01538462	-0,00744122	0,698
7	-0,0075188	-0,002723705	0,630	7	-0,0252525	-0,02793935	0,698
8	0,022727273	0,017616244	0,630	8	0,01036269	0,01711897	0,698
9	0	0,007931301	0,630	9	0,00512821	0,01516293	0,698
10	0,027160494	0,023586296	0,630	10	-0,005102	0,00244788	0,698
11	-0,01201923	0,002869577	0,630	11	-0,025641	-0,0024939	0,698
12	0,01216545	0,000959533	0,630	12	0,01052632	0,01438938	0,698
13	0,016826923	-0,011973616	0,630	13	0,00520833	0,01934116	0,698
14	0	0,016895322	0,630	14	-0,0207254	0,00390566	0,698
15	-0,02836879	-0,011705903	0,630	15	0,00529101	-0,00334196	0,698

Tablo 3.20.'nin devamı

olay günü	TIRE	imkb 100	beta	olay günü	IHEVA	imkb 100	beta
-15	0	-0,0122212	0,704	-15	0,069124424	-0,026679659	0,604
-14	0,04065041	0,02758649	0,704	-14	-0,012931034	0,007356245	0,604
-13	0,015625	0,01322596	0,704	-13	-0,013100437	0,011740619	0,604
-12	0,13846154	0,02372267	0,704	-12	0,039823009	0,017286314	0,604
-11	-0,00675676	-0,0039567	0,704	-11	-0,008510638	-0,016561424	0,604
-10	0,01360544	0,00847603	0,704	-10	-0,017167382	-0,008010886	0,604
-9	0,01342282	0,02647248	0,704	-9	-0,004366812	-0,019180189	0,604
-8	0,02649007	-0,00137	0,704	-8	0	0,005911432	0,604
-7	0,00645161	0,02601444	0,704	-7	-0,039473684	-0,017958384	0,604
-6	-0,01282051	7,6127E-05	0,704	-6	0,01826484	-0,007911343	0,604
-5	-0,05844156	0,01904069	0,704	-5	-0,004484305	0,002528002	0,604
-4	-0,02068966	0,00207348	0,704	-4	0,027027027	0,006710899	0,604
-3	0,00704225	-0,0065594	0,704	-3	0,004385965	-0,023350457	0,604
-2	0	-0,0107297	0,704	-2	0,017467249	0,034021789	0,604
-1	-0,00699301	-0,0009636	0,704	-1	-0,017167382	-0,000406557	0,604
0	-0,01408451	-0,0042299	0,704	0	-0,013100437	0,019417204	0,604
1	-0,00714286	0,02718166	0,704	1	-0,004424779	0,001959279	0,604
2	0,00719424	0,01916152	0,704	2	-0,022222222	-0,005646903	0,604
3	0	-0,0095569	0,704	3	-0,004545455	0,027916828	0,604
4	0,03571429	-0,0046625	0,704	4	0,01369863	0,011990199	0,604
5	-0,04827586	-0,0094679	0,704	5	-0,009009009	0,00540482	0,604
6	0	-0,0107796	0,704	6	0	0,000496543	0,604
7	-0,01449275	0,01297268	0,704	7	0	-0,004376434	0,604
8	-0,02205882	-0,0037826	0,704	8	0,009090909	0,00930617	0,604
9	0,0075188	0,01250848	0,704	9	-0,013513514	-0,02739575	0,604
10	0,01492537	0,01656179	0,704	10	-0,04109589	-0,005924981	0,604
11	0,02941176	0,01288668	0,704	11	-0,061904762	-0,023825155	0,604
12	0,00714286	-0,0040522	0,704	12	-0,025380711	0,011569222	0,604
13	-0,0070922	0,01413391	0,704	13	-0,036458333	-0,00693831	0,604
14	0,00714286	-0,0043265	0,704	14	0,086486486	0,030885451	0,604
15	-0,0070922	-0,0266196	0,704	15	0	-0,002338478	0,604

Tablo 3.21. 2007 yılı (-15,15) olay aralığı ARt ve CARt verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-15	0,008217185	0,008217185
-14	-0,005448336	0,002768849
-13	-0,002034668	0,000734182
-12	0,011273777	0,012007959
-11	0,007614839	0,019622798
-10	-0,002111706	0,017511092
-9	-0,000213334	0,017297758
-8	0,003967667	0,021265426
-7	0,000485579	0,021751004
-6	0,002421339	0,024172343
-5	-0,005977561	0,018194782
-4	0,006953137	0,025147919
-3	0,005759192	0,030907112
-2	-0,006409623	0,024497488
-1	0,012307062	0,03680455
0	-0,001165389	0,035639161
1	-0,024722053	0,010917108
2	0,014272971	0,025190079
3	0,010021554	0,035211632
4	0,006050766	0,041262398
5	-0,011590257	0,029672141
6	0,002066107	0,031738247
7	-0,001773219	0,029965029
8	-0,005372954	0,024592075
9	-0,000393344	0,024198731
10	-0,004163726	0,020035005
11	-0,005834005	0,014200999
12	0,003109091	0,01731009
13	-0,005418814	0,011891276
14	0,003276773	0,015168049
15	-0,004274374	0,010893675



Şekil 7. 2007 yılı (-15,15) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekillerden de anlaşılacağı gibi 2007 yılında (-15,15) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleriyle ilgili duyuru yapılmadan öncesinden itibaren CAR_t değerlerinde artış gözlenmiş, olay anında bu durum düşüşe geçmiştir. Fakat duyurunun yapılmasından sonraki günlerde ise keskin bir artış olduğu gözlemlenmiş, sonraki takip eden günlerde ise bu artış yavaş yavaş etkisini kaybetmiştir. Fakat CAR_t değerleri genel olarak bakıldığında pozitif değerlerde seyretmiştir. Buda birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisi olduğunu göstermektedir.

3.1.4.4. 2008 Yılı Bulgular

2008 yılında Tablo 3.6.'da yer alan birleşme işlemleri analize konu olmuştur. Tabloda IMKB kodlarıyla birlikte verilen 8 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-5, 5) olay aralığında tahmini getiriler için Akenerji (AKENR), Kerevitaş (KERVT), Lüskadife (LUKSK), Alsim Alarko (ALARK), Eczacıbaşı İlaç (ECILC), Anadolu Efes Biracılık (AEFES) firmaları, (-15,15) olay aralığında ise Akenerji (AKENR), Bossa (Sabancı Holding) (SAHOL), Lüskadife (LUKSK), Sabancı Holding-Verbund-Enerjisa (SAHOL), Alsim Alarko (ALARK), Eczacıbaşı İlaç (ECILC), Anadolu Efes Biracılık (AEFES) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

3.1.4.4.1. 2008 yılı firmaları için (-5, 5) olay aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 6 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 2 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 6 şirketten Akenerji (AKENR), Kerevitaş (KERVT), Lüks Kadife (LUKS) hedef firma, Alsim Alarko (ALARK), Eczacıbaşı (ECILC), Anadolu Efes (AEFES) satın alan firmalardır.

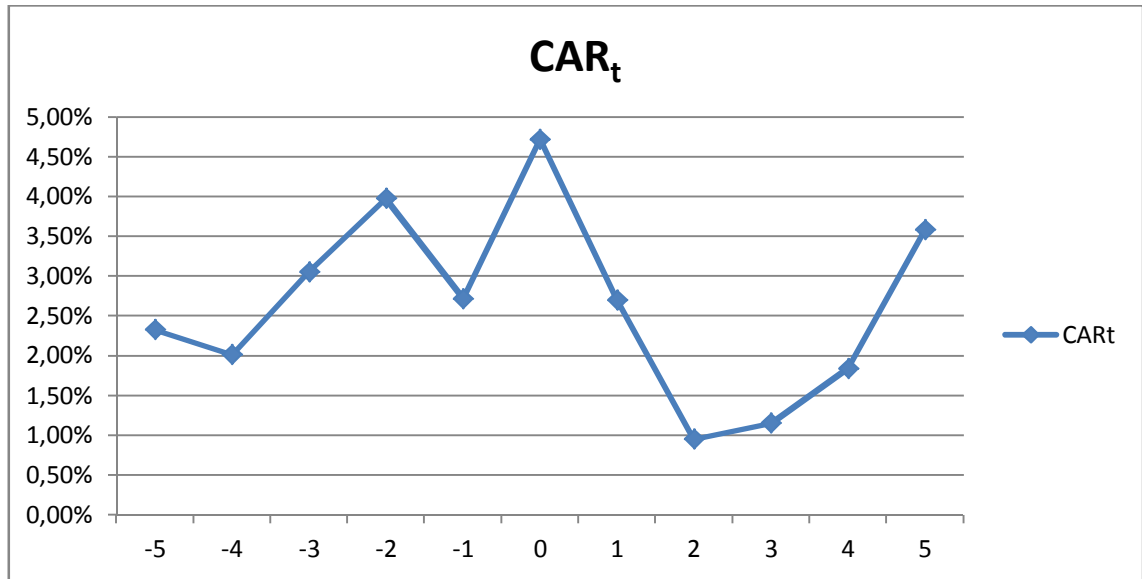
Buna göre Tablo 3.22.'de bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.23.'te ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 8.'de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.22. 2008 yılı (-5, 5) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	AKENR	imkb 100	beta	olay günü	KERVT	imkb 100	beta
-5	0,009661836	0,00535644	1,108	-5	0,125	0,004436527	2,914
-4	-0,004784689	-0,0138227	1,108	-4	0,047619048	0,006720027	2,914
-3	-0,028846154	-0,0415602	1,108	-3	-0,007575758	-0,01516704	2,914
-2	-0,034653465	-0,086194	1,108	-2	0,022900763	-0,00340406	2,914
-1	0,005128205	-0,0004076	1,108	-1	-0,02238806	-0,00247613	2,914
0	0,091836735	-0,0250061	1,108	0	0	-0,00868254	2,914
1	-0,037383178	0,00344722	1,108	1	-0,122137405	-0,00818973	2,914
2	-0,165048544	-0,0771658	1,108	2	0,008695652	0,007961451	2,914
3	0,005813953	0,01635356	1,108	3	-0,060344828	-0,02644717	2,914
4	0,080924855	0,05435444	1,108	4	0	-0,02049129	2,914
5	-0,053475936	-0,0357753	1,108	5	-0,036697248	-0,0206498	2,914
Olay günü	LUKS	imkb 100	beta	olay günü	ECILC	imkb 100	beta
-5	0	-0,007576514	1,088	-5	0,017391304	-0,00458568	0,586
-4	0,010050251	0,022595031	1,088	-4	-0,026086957	-0,02589312	0,586
-3	-0,014925373	0,003790878	1,088	-3	0	-0,00323004	0,586
-2	0,005050505	0,008239544	1,088	-2	0,026785714	0,035864879	0,586
-1	0	-0,015317763	1,088	-1	-0,008695652	-0,00367445	0,586
0	0,040201005	0,015863085	1,088	0	-0,00877193	-0,00814663	0,586
1	-0,048309179	-0,0202259	1,088	1	-0,008849558	-0,00057995	0,586
2	-0,030456853	-0,014726247	1,088	2	-0,026785714	-0,02790016	0,586
3	-0,005235602	-0,010409427	1,088	3	-0,018348624	-0,0122966	0,586
4	-0,015789474	-0,010779431	1,088	4	0	0,042514707	0,586
5	-0,016042781	0,00928961	1,088	5	0,028037383	0,007646868	0,586
olay günü	ALARK	imkb 100	beta	olay günü	AEFES	imkb 100	beta
-5	0	-0,015618025	0,535	-5	-0,021307862	-0,016281242	1,542
-4	0,059090909	0,128932039	0,535	-4	-0,021771772	0,019129712	1,542
-3	-0,017167382	-0,00512893	0,535	-3	-0,007674597	-0,006503924	1,542
-2	-0,043668122	-0,020574449	0,535	-2	-0,023201856	-0,00501642	1,542
-1	-0,02283105	-0,007814596	0,535	-1	-0,007125891	0,011069755	1,542
0	0,023364486	0,033679003	0,535	0	0,015151515	0,01160139	1,542
1	-0,01369863	0,00535644	0,535	1	0,00785546	-0,005866179	1,542
2	-0,023148148	-0,013822671	0,535	2	-0,053000779	-0,034777063	1,542
3	0,009478673	-0,041560221	0,535	3	-0,032921811	-0,016962017	1,542
4	-0,0657277	-0,086193963	0,535	4	-0,007659574	-0,005823169	1,542
5	0,005025126	-0,000407604	0,535	5	0,091766724	0,033477484	1,542

Tablo 3.23. 2008 yılı (-5, 5) olay aralığı AR_t ve CAR_t verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-5	0,02329793	0,02329793
-4	-0,003161707	0,020136223
-3	0,010449543	0,030585766
-2	0,009204222	0,039789988
-1	-0,012607774	0,027182214
0	0,020085478	0,047267693
1	-0,020224127	0,027043566
2	-0,017530326	0,00951324
3	0,002021795	0,011535035
4	0,006877571	0,018412606
5	0,017455534	0,03586814



Şekil 3.7. 2008 yılı (-5, 5) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere, 2008 yılında (-5,5) olaya aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleriyle ilgili duyuru yapılmadan 4 gün öncesinden itibaren CAR_t değerlerinde artış gözlenmiş, olay anında bu durum tepe noktasına ulaşmıştır. Olay anından hem önceki hem de sonraki 5 günde de CAR_t değerleri de pozitif değer almıştır. Olay öncesinde yavaş bir biçimde yükselişe giren CAR_t değerleri olay gününden 1 gün önceki değere göre çok daha fazla artış

göstermiştir. Olay anından sonra düşüşe geçen CAR_t değerleri olay anından sonraki 2. Günden itibaren tekrar yükselişe geçmiştir. Bu durum şirket birleşmelerinin hisse senedi getirilerine etkisi olduğunu göstermektedir.

3.1.4.4.2. 2008 yılı firmaları için (-15, 15) olay aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %99 güven aralığında anlamlı olan 7 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 1 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CARt hesaplamasına dahil edilen 7 şirketten Akenerji (AKENR), Bossa Sabancı Holding (SAHOL), Lüks Kadife (LUKS) hedef firma, Sabancı Holding (SAHOL), Eczacıbaşı ilaç (ECILC), Alsim Alarko (ALARK), Anadolu Efes (AEFES) ise satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.24.'te bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.25.'te ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t gösterilmektedir. Şekil 9'da ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.24. 2008 yılı (-15, 15) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	AKENR	imkb 100	beta	olay günü	SAHOL	imkb 100	beta
-15	0	-0,0094752	0,741	-15	-0,020833333	-0,01040943	1,096
-14	-0,01843318	-0,05272012	0,741	-14	0,010638298	-0,01077943	1,096
-13	-0,05164319	-0,03834193	0,741	-13	0,018421053	0,00928961	1,096
-12	-0,02475248	-0,02990187	0,741	-12	-0,007751938	-0,00771941	1,096
-11	-0,00507614	-0,01561802	0,741	-11	0,028645833	0,004436527	1,096
-10	0,06632653	0,128932039	0,741	-10	0,02278481	0,006720027	1,096
-9	-0,00478469	-0,00512893	0,741	-9	-0,014851485	-0,01516704	1,096
-8	-0,02884615	-0,02015967	0,741	-8	-0,032663317	-0,00340406	1,096
-7	0	-0,0078146	0,741	-7	-0,002597403	-0,00247613	1,096
-6	0,02475248	0,033679003	0,741	-6	0,002604167	-0,00868254	1,096
-5	0,00966184	0,00535644	0,741	-5	0	-0,00818973	1,096
-4	-0,00478469	-0,01382267	0,741	-4	0,01038961	0,007961451	1,096
-3	-0,02884615	-0,04156022	0,741	-3	0	-0,02644717	1,096
-2	-0,03465347	-0,08619396	0,741	-2	0	-0,02049129	1,096
-1	0,00512821	-0,0004076	0,741	-1	-0,01285347	-0,0206498	1,096
0	0,09183673	-0,02500612	0,741	0	-0,067708333	-0,053614	1,096
1	-0,03738318	0,003447219	0,741	1	-0,078212291	0,010785275	1,096
2	0,16504854	-0,07716579	0,741	2	0,084848485	0,010527194	1,096
3	-0,00581395	0,016353563	0,741	3	0	0,011220893	1,096
4	0,08092486	0,054354439	0,741	4	0,01396648	0,020689864	1,096
5	-0,05347594	-0,0357753	0,741	5	-0,013774105	-0,00329505	1,096
6	-0,00564972	-0,06259401	0,741	6	0,030726257	0,020306534	1,096
7	-0,01704545	-0,06269911	0,741	7	-0,005420054	-0,00080414	1,096
8	0,01734104	0,034533209	0,741	8	0,016348774	-0,01597149	1,096
9	0,00568182	-0,00150391	0,741	9	0,032171582	0,02341882	1,096
10	-0,02824859	-0,04112628	0,741	10	0,005194805	-0,0159464	1,096
11	-0,02325581	-0,02276982	0,741	11	0,020671835	0,031751268	1,096
12	-0,05357143	-0,03450887	0,741	12	0,078481013	0,036314041	1,096
13	0,00628931	0,006620016	0,741	13	-0,021126761	0,006666886	1,096
14	-0,03125	0,022945975	0,741	14	0,083932854	0,019953846	1,096
15	0,09032258	0,073842867	0,741	15	-0,022123894	-0,02810012	1,096

Tablo 3.24.'ün devamı

olay günü	SAHOL	imkb 100	beta	olay günü	LUKS	imkb 100	beta
-15	0,005194805	-0,015946399	1,332	-15	-0,004608295	0,016533867	1,007
-14	0,020671835	0,031751268	1,332	-14	-0,027777778	0,002385312	1,007
-13	0,078481013	0,036314041	1,332	-13	0	-0,00294082	1,007
-12	-0,021126761	0,006666886	1,332	-12	-0,023809524	-0,02829067	1,007
-11	0,083932854	0,019953846	1,332	-11	-0,019512195	-0,00690737	1,007
-10	-0,022123894	-0,028100119	1,332	-10	-0,004975124	-0,00631046	1,007
-9	0,038461538	0,024973037	1,332	-9	-0,01	-0,01942116	1,007
-8	0	0,010084667	1,332	-8	0,005050505	-0,01305373	1,007
-7	-0,037037037	-0,035625936	1,332	-7	0,020100503	0,019015019	1,007
-6	0,013574661	0,015016928	1,332	-6	-0,019704433	-0,02001578	1,007
-5	0,078125	0,027092721	1,332	-5	0	-0,00757651	1,007
-4	0,053830228	0,055896576	1,332	-4	0,010050251	0,022595031	1,007
-3	0,04518664	0,020764447	1,332	-3	-0,014925373	0,003790878	1,007
-2	0,052631579	0,018575736	1,332	-2	0,005050505	0,008239544	1,007
-1	-0,025	0,006390885	1,332	-1	0	-0,01531776	1,007
0	-0,049450549	-0,023616155	1,332	0	0,040201005	0,015863085	1,007
1	-0,036608863	-0,003833064	1,332	1	-0,048309179	-0,0202259	1,007
2	0,01	-0,010651954	1,332	2	-0,030456853	-0,01472625	1,007
3	0,007920792	-0,016281242	1,332	3	-0,005235602	-0,01040943	1,007
4	0,019646365	0,019129712	1,332	4	-0,015789474	-0,01077943	1,007
5	-0,019267823	-0,006503924	1,332	5	-0,016042781	0,00928961	1,007
6	-0,017681729	-0,00501642	1,332	6	-0,016304348	-0,00771941	1,007
7	0,01	0,011069755	1,332	7	-0,016574586	0,004436527	1,007
8	0,007920792	0,01160139	1,332	8	0,016853933	0,006720027	1,007
9	-0,017681729	-0,005866179	1,332	9	-0,060773481	-0,01516704	1,007
10	-0,064	-0,034777063	1,332	10	-0,023529412	-0,00340406	1,007
11	-0,019230769	-0,016962017	1,332	11	-0,012048193	-0,00247613	1,007
12	0	-0,005823169	1,332	12	-0,012195122	-0,00868254	1,007
13	0,032679739	0,033477484	1,332	13	-0,018518519	-0,00818973	1,007
14	-0,021097046	-0,004958396	1,332	14	0,031446541	0,007961451	1,007
15	-0,015086207	-0,014598626	1,332	15	-0,036585366	-0,02644717	1,007

Tablo 3.24.'ün devamı

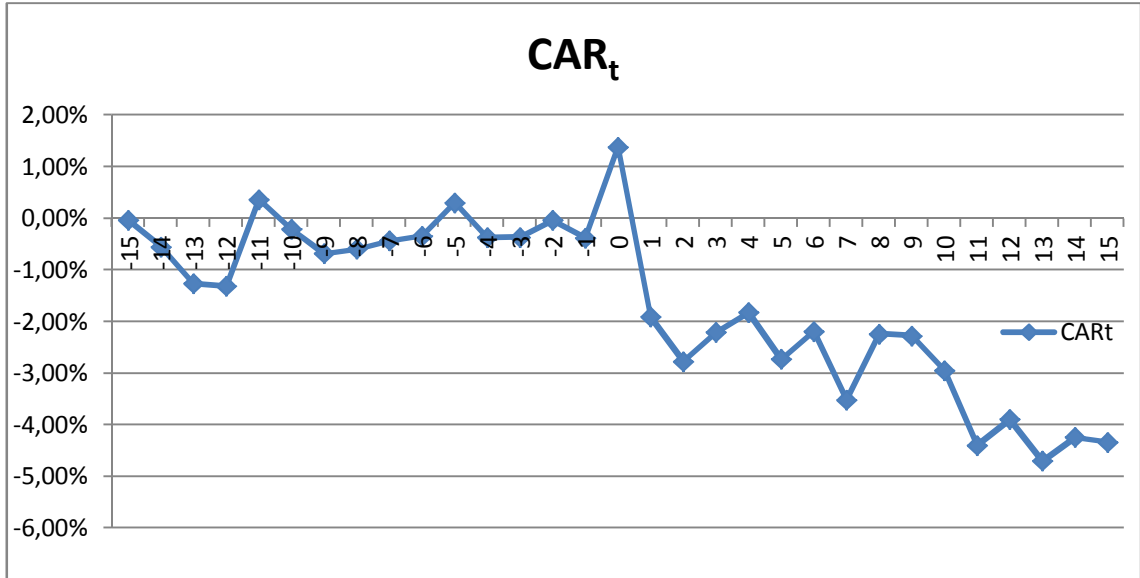
olay günü	ECILC	imkb 100	beta	olay günü	ALARK	imkb 100	beta
-15	0,0078125	0,012697146	0,810	-15	-0,015384615	-0,0191465	0,575
-14	-0,015503876	-0,021721251	0,810	-14	-0,03125	-0,01114207	0,575
-13	-0,039370079	-0,023201803	0,810	-13	0,032258065	0,035828389	0,575
-12	0	-5,60943E-05	0,810	-12	-0,0078125	-0,00968752	0,575
-11	0,016393443	0,042931136	0,810	-11	-0,007874016	-0,02067586	0,575
-10	-0,008064516	0,021471891	0,810	-10	-0,031746032	-0,04852607	0,575
-9	-0,032520325	-0,041272234	0,810	-9	-0,008196721	-0,0094752	0,575
-8	0	0,003865454	0,810	-8	-0,041322314	-0,05272012	0,575
-7	-0,084033613	-0,074590399	0,810	-7	-0,030172414	-0,03834193	0,575
-6	0,036697248	0,033262614	0,810	-6	-0,022222222	-0,02990187	0,575
-5	0,017699115	0,004585677	0,810	-5	0	-0,01561802	0,575
-4	-0,026086957	-0,025893123	0,810	-4	0,059090909	0,128932039	0,575
-3	0	-0,003230041	0,810	-3	-0,017167382	-0,00512893	0,575
-2	0,026785714	0,035864879	0,810	-2	-0,043668122	-0,02015967	0,575
-1	-0,008695652	-0,003674448	0,810	-1	-0,02283105	-0,0078146	0,575
0	-0,00877193	-0,008146628	0,810	0	0,023364486	0,033679003	0,575
1	-0,008849558	-0,000579953	0,810	1	-0,01369863	0,00535644	0,575
2	-0,026785714	-0,027900162	0,810	2	-0,023148148	-0,01382267	0,575
3	-0,018348624	-0,012296598	0,810	3	0,009478673	-0,04156022	0,575
4	0	0,042514707	0,810	4	-0,0657277	-0,08619396	0,575
5	0,028037383	0,007646868	0,810	5	0,005025126	-0,0004076	0,575
6	-0,018181818	-0,020130925	0,810	6	-0,035	-0,02500612	0,575
7	0,018518519	0,029944624	0,810	7	0,010362694	0,003447219	0,575
8	0,009090909	0,022107836	0,810	8	-0,046153846	-0,07716579	0,575
9	0,009090909	-0,002530208	0,810	9	0,005376344	0,016353563	0,575
10	0,026785714	0,017318162	0,810	10	0,005347594	0,054354439	0,575
11	-0,017391304	-0,018741744	0,810	11	-0,058510638	-0,0357753	0,575
12	0	-0,00276389	0,810	12	-0,04519774	-0,06259401	0,575
13	-0,008849558	-0,005545722	0,810	13	-0,059171598	-0,06269911	0,575
14	0	-0,003908516	0,810	14	0,006289308	0,034533209	0,575
15	-0,017857143	-0,000677181	0,810	15	-0,00625	-0,00150391	0,575

Tablo 3.24.'ün devamı

olay günü	AEFES	imkb 100	beta
-15	0,01702128	0,01501693	1,058
-14	0,02426778	0,02709272	1,058
-13	0	0,05589658	1,058
-12	0,04820261	0,02076445	1,058
-11	0,07638348	0,01857574	1,058
-10	-0,0072411	0,00639088	1,058
-9	-0,0714807	-0,0236162	1,058
-8	0,05420267	-0,0038331	1,058
-7	0,01415797	-0,010652	1,058
-6	-0,0213079	-0,0162812	1,058
-5	-0,0217718	0,01912971	1,058
-4	-0,0076746	-0,0065039	1,058
-3	-0,0232019	-0,0050164	1,058
-2	-0,0071259	0,01106975	1,058
-1	0,01515152	0,01160139	1,058
0	0,00785546	-0,0058662	1,058
1	-0,0530008	-0,0347771	1,058
2	-0,0329218	-0,016962	1,058
3	-0,0076596	-0,0058232	1,058
4	0,09176672	0,03347748	1,058
5	-0,0227808	-0,0049584	1,058
6	0,01527331	-0,0145986	1,058
7	-0,1084719	-0,0130041	1,058
8	0,08703375	0,01450221	1,058
9	0,0245098	-0,0076087	1,058
10	-0,0311005	-0,0097306	1,058
11	-0,0082305	0,02484491	1,058
12	0,02406639	-0,0026844	1,058
13	0	-0,0191465	1,058
14	0,00810373	-0,0111421	1,058
15	0,01527331	0,03582839	1,058

Tablo 3.25. 2008 yılı (-15,15) olay aralığı ARt ve CARt verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-15	-0,000420024	-0,000420024
-14	-0,005123564	-0,005543588
-13	-0,007139789	-0,012683377
-12	-0,00045392	-0,013137297
-11	0,016777463	0,003640166
-10	-0,005772921	-0,002132755
-9	-0,004684439	-0,006817194
-8	0,000863046	-0,005954148
-7	0,001566097	-0,004388051
-6	0,000940531	-0,00344752
-5	0,006469968	0,003022448
-4	-0,006736739	-0,003714291
-3	3,21829E-05	-0,003682108
-2	0,003305409	-0,000376699
-1	-0,003436926	-0,003813625
0	0,017648529	0,013834904
1	-0,032968638	-0,019133734
2	-0,008622832	-0,027756567
3	0,005677246	-0,022079321
4	0,003844867	-0,018234454
5	-0,009080444	-0,027314898
6	0,005413341	-0,021901556
7	-0,013282984	-0,03518454
8	0,012750074	-0,022434466
9	-0,000353732	-0,022788198
10	-0,006690593	-0,029478792
11	-0,01448139	-0,043960182
12	0,004989172	-0,03897101
13	-0,008064809	-0,047035819
14	0,004605432	-0,042430387
15	-0,000948864	-0,043379251



Şekil 9. 2008 yılı (-15,15) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı gibi 2008 yılında (-15,15) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyeti ile ilgili duyuru yapılmadan önce CAR_t değerleri hem negatif hem de pozitif bir seyir izlemektedir. Fakat birleşme duyurusunun gerçekleştiği olay anında bu değer tepe noktasına ulaşmış ve pozitif bir seyir izlemiştir. Olay günün hemen ertesi günü CAR_t değerlerinde keskin bir düşüş gözlemlenmiş ve bu değer negatif bir seyir izlemiştir. Olay gününde CAR_t değerinin pozitif değer alması ve tepe noktasına ulaşması, olay öncesindeki artış ve azalışlar birleşme duyurularının hisse senedine etkisini göstermektedir.

3.1.4.5. 2009 Yılı Bulguları

2009 yılında analize toplam 10 firma dahil edilmiştir. Bu analiz sonucunda (-5, 5) olay aralığında tahmini getiriler için 5 firma, (-15,15) olay aralığında ise toplam 9 firma anlamlı sonuçlar vermiştir.

2009 yılında Tablo 3.7.'de yer alan birleşme işlemleri analize konu olmuştur. Tabloda IMKB kodlarıyla birlikte verilen 14 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-5, 5) olay aralığında tahmini getiriler için Kerevitaş Gıda (KERVT), Klimasan (KLMSN), Aselsan Elektronik (ASELS), Coca Cola (CCOLA), Çimentoaş (CMEN) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

3.1.4.5.1. 2009 yılı firmaları için (-5, 5) olay aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90 ve %95 güven aralıklarında anlamlı olan 5 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 5 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahi edilen 5 şirketten Kereviş (KERVİT), Klimasan (KLMSN) hedef firma, Aselsan Elektrik (ASELS), Coca Cola (CCOLA), Çimento (CMEN) satın alan firmalardır.

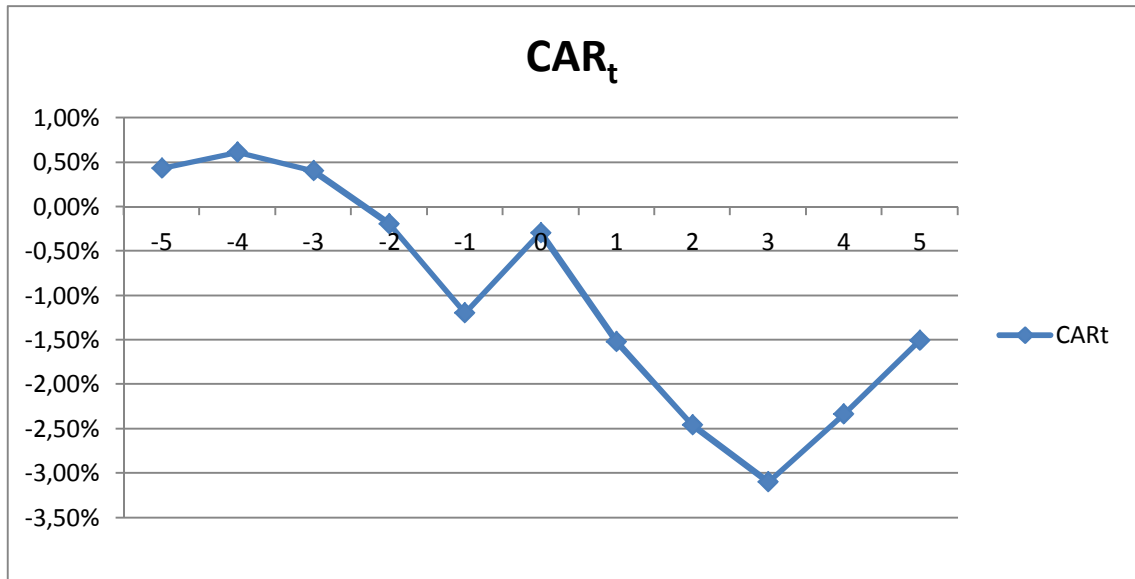
Buna göre Tablo 3.26.'da bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.27.'de ise ortalama aşırı getirileri (ART) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 10'da ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.26. 2009 yılı (-5, 5) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	KERVT	imkb 100	beta	olay günü	KLMSN	imkb 100	beta
-5	0,02688172	0,035171364	0,691	-5	0,017241379	0,014044809	0,726
-4	-0,031413613	-0,020318944	0,691	-4	-0,025423729	-0,031499108	0,726
-3	-0,027027027	-0,008738298	0,691	-3	0,026086957	0,004488407	0,726
-2	-0,011111111	-0,025586124	0,691	-2	0	0,017235958	0,726
-1	-0,016853933	0,015396816	0,691	-1	0	0,009726851	0,726
0	0,062857143	0,018751437	0,691	0	0,016949153	0,002674531	0,726
1	-0,048387097	-0,014033478	0,691	1	-0,016666667	-0,003617229	0,726
2	0,011299435	0,037285333	0,691	2	-0,016949153	-0,004431438	0,726
3	0	0,011417902	0,691	3	0	0,00168949	0,726
4	-0,005586592	-0,039731188	0,691	4	0,017241379	0,03237917	0,726
5	-0,016853933	-0,021863105	0,691	5	0	0,002922256	0,726
olay günü	ASELS	imkb 100	beta	olay günü	CCOLA	imkb 100	beta
-5	0,007434944	0,000214268	0,600	-5	-0,014285714	-0,005874572	0,795
-4	0	-0,007093472	0,600	-4	-0,042028986	-0,01359577	0,795
-3	0	0,001893594	0,600	-3	0,013615734	0,002195365	0,795
-2	0,014760148	0,020073056	0,600	-2	0,014925373	0,007944608	0,795
-1	0,007272727	0,002922963	0,600	-1	0	-0,037789685	0,795
0	0,028880866	0,036622739	0,600	0	0,022058824	0,007990554	0,795
1	-0,014035088	0,00330387	0,600	1	-0,014388489	-0,00710809	0,795
2	0,03202847	0,02139064	0,600	2	0,03649635	0,011297347	0,795
3	-0,010344828	-0,004956065	0,600	3	0	-0,001409367	0,795
4	0,003484321	0,01131137	0,600	4	0,012676056	0,011034864	0,795
5	0,006944444	-0,021544718	0,600	5	-0,012517385	0,003218421	0,795
olay günü	CMEN	imkb 100	beta				
-5	0	0,006092632	0,777				
-4	-0,013071895	-0,008198445	0,777				
-3	0,026490066	0,033045786	0,777				
-2	-0,012903226	0,006390776	0,777				
-1	0	-0,011259734	0,777				
0	0	0,013875853	0,777				
1	-0,006535948	-0,006336964	0,777				
2	-0,006578947	0,004769812	0,777				
3	0	0,018667378	0,777				
4	0,039735099	0,012683419	0,777				
5	0,01910828	0,011299294	0,777				

Tablo 3.27. 2009 yılı (-5, 5) olay aralığı ARt ve CARt verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-5	0,004362199	0,004362199
-4	0,001769226	0,006131425
-3	-0,002070715	0,00406071
-2	-0,005941272	-0,001880562
-1	-0,010065973	-0,011946535
0	0,009065339	-0,002881196
1	-0,0123245	-0,015205696
2	-0,009360525	-0,024566221
3	-0,006422506	-0,030988726
4	0,007655201	-0,023333526
5	0,00828159	-0,015051936



Şekil 10. 2009 yılı (-5, 5) olay aralığı CARt grafiği

Tablolardan ve grafikten de anlaşılacağı üzere 2009 yılında (-5,5) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleriyle ilgili duyuru yapılmadan önceki 5. günden itibaren bir düşüş gözlenmiştir. Bu düşüş olay günü birden yükselmiş fakat yine de negatif değerde kalmıştır. Olay sonrasındaki günlerde ise 3. güne kadar düşüş devam etmiş, 3. günden sonra tekrar yükselişe geçmiştir. Fakat yine de negatif bir seyir izlemiştir. Olay gününden önce düşüşte olan CAR_t değerlerinin olay günü kesin bir yükselişe çıkması birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisini göstermektedir.

3.1.4.5.2. 2009 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 9 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 1 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 9 şirketten Dardanel Su (DARDL), Eczacıbaşı-Zentiva Sağlık Ürünleri (ECILC), Klimasan (KLMSN), Kerevitaş (KERVT) hedef firmalar, Akenerji (AKENR), Petrol Ofisi (PTOFS), Aselsan Elektronik (ASELS), Coca Cola (CCOLA) satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.28.'de bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.29.'da ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 11.'de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.28. 2009 yılı (-15,15) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	DARDL	imkb 100	beta	olay günü	ECILC	imkb 100	beta
-15	-0,107692308	-0,021544718	0,619	-15	-0,01369863	-0,00649761	0,923
-14	0	0,024706874	0,619	-14	-0,01388889	-0,00105252	0,923
-13	-0,017241379	0,006937364	0,619	-13	0,014084507	0,012340984	0,923
-12	-0,070175439	0,031900005	0,619	-12	0	-0,00151858	0,923
-11	-0,113207547	-0,005233615	0,619	-11	0	-0,00452875	0,923
-10	-0,021276596	0,000735983	0,619	-10	0	-0,00560159	0,923
-9	0,086956522	-0,010244774	0,619	-9	0	0,006092632	0,923
-8	0,1	0,048372428	0,619	-8	-0,01388889	-0,00819844	0,923
-7	0	0,032288044	0,619	-7	0,028169014	0,033045786	0,923
-6	-0,018181818	0,010222634	0,619	-6	-0,01369863	0,006390776	0,923
-5	-0,018518519	-0,013568424	0,619	-5	0	-0,01125973	0,923
-4	0	-0,010060115	0,619	-4	0,013888889	0,013875853	0,923
-3	0	0,005805231	0,619	-3	0	-0,00633696	0,923
-2	0,056603774	0,042326215	0,619	-2	0,02739726	0,004769812	0,923
-1	-0,053571429	-0,002614558	0,619	-1	0	0,018667378	0,923
0	0,037735849	-0,030480582	0,619	0	0,013333333	0,012683419	0,923
1	0	0,004558569	0,619	1	0,026315789	0,011299294	0,923
2	-0,018181818	0,009702715	0,619	2	0	0,004044375	0,923
3	0	0,024820396	0,619	3	0,012820513	0,009374363	0,923
4	-0,018518519	-0,004154599	0,619	4	0,063291139	0,044715707	0,923
5	0,018867925	-0,012291784	0,619	5	-0,04761905	0,010884946	0,923
6	0,018518519	0,053355013	0,619	6	0,05	0,046257545	0,923
7	-0,018181818	0,02944801	0,619	7	0,047619048	0,001855258	0,923
8	0,018518519	0,016394007	0,619	8	0	-0,01783294	0,923
9	0	0,026220124	0,619	9	0	-0,00144444	0,923
10	0	0,021284458	0,619	10	0,011363636	0,021250784	0,923
11	-0,036363636	-0,025930898	0,619	11	0,011235955	-0,00183079	0,923
12	-0,018867925	-0,001123236	0,619	12	-0,01111111	-0,02252716	0,923
13	0	-0,018370577	0,619	13	0,011235955	0,004825433	0,923
14	0,019230769	0,026091309	0,619	14	0,055555556	0,013544848	0,923
15	0,018867925	-0,006487855	0,619	15	-0,02105263	-0,00407583	0,923

Tablo 3.28.'in devamı

olay günü	AKENR	imkb 100	beta	olay günü	PTOFS	imkb 100	beta
-15	-0,022900763	0,002195365	0,494	-15	-0,029154519	-0,03973119	0,748
-14	0,0078125	0,007944608	0,494	-14	-0,003003003	-0,0218631	0,748
-13	-0,015503876	-0,037789685	0,494	-13	0	-0,01477808	0,748
-12	-0,007874016	0,007990554	0,494	-12	0,06626506	0,00705149	0,748
-11	0	-0,00710809	0,494	-11	0,005649718	-0,01142918	0,748
-10	0	0,011297347	0,494	-10	-0,042134831	-0,04030143	0,748
-9	-0,007936508	-0,001409367	0,494	-9	-0,079178886	-0,00262804	0,748
-8	0,024	0,011034864	0,494	-8	0,006369427	0,024961082	0,748
-7	-0,0234375	0,003218421	0,494	-7	-0,047468354	-0,03520594	0,748
-6	-0,032	0,000214268	0,494	-6	0,013289037	0,017453735	0,748
-5	-0,008264463	-0,007093472	0,494	-5	0,026229508	0,001726895	0,748
-4	0,05	0,001893594	0,494	-4	0,009584665	0,004988253	0,748
-3	0,007936508	0,020073056	0,494	-3	0,006329114	0,000671985	0,748
-2	0,007874016	0,002922963	0,494	-2	0,110062893	-0,00587457	0,748
-1	0	0,036622739	0,494	-1	-0,016997167	-0,01359577	0,748
0	0,0234375	0,00330387	0,494	0	0,031700288	0,002195365	0,748
1	0,007633588	0,02139064	0,494	1	-0,030726257	0,007944608	0,748
2	-0,03030303	-0,004956065	0,494	2	-0,060518732	-0,03778968	0,748
3	-0,0078125	0,01131137	0,494	3	0	0,007990554	0,748
4	-0,015748031	-0,021544718	0,494	4	-0,006134969	-0,00710809	0,748
5	0,024	0,024706874	0,494	5	-0,012345679	0,011297347	0,748
6	0	0,006937364	0,494	6	0,046875	-0,00140937	0,748
7	0	0,031900005	0,494	7	0,017910448	0,011034864	0,748
8	0,0546875	-0,005233615	0,494	8	-0,005865103	0,003218421	0,748
9	-0,014814815	0,000735983	0,494	9	-0,017699115	0,000214268	0,748
10	-0,007518797	-0,010244774	0,494	10	0,03003003	-0,00709347	0,748
11	0,015151515	0,048372428	0,494	11	-0,029154519	0,001893594	0,748
12	0,067164179	0,032288044	0,494	12	0	0,020073056	0,748
13	0,013986014	0,010222634	0,494	13	-0,039039039	0,002922963	0,748
14	-0,04137931	-0,013568424	0,494	14	0,0125	0,036622739	0,748
15	0,043165468	-0,010060115	0,494	15	0,018518519	0,00330387	0,748

Tablo 3.28.'in devamı

olay günü	KERVT	imkb 100	beta	olay günü	KLMSN	imkb 100	beta
-15	-0,015544041	-0,04033174	1,137	-15	0	0,00846617	0,767
-14	0	0,000662125	1,137	-14	0,01724138	0,01122906	0,767
-13	0,010526316	0,022281961	1,137	-13	0,00847458	-0,01545201	0,767
-12	-0,03125	-0,02243693	1,137	-12	0,00840336	0,00884008	0,767
-11	-0,005376344	-0,01361517	1,137	-11	0,01666667	-0,00420032	0,767
-10	-0,010810811	0,000865071	1,137	-10	-0,02459016	-0,00051455	0,767
-9	-0,016393443	-0,00380779	1,137	-9	0,02521008	0,02853071	0,767
-8	-0,011111111	0,005677315	1,137	-8	0	-0,00776214	0,767
-7	0,050561798	0,047945208	1,137	-7	-0,02459016	-0,02211426	0,767
-6	-0,005347594	-0,00661302	1,137	-6	-0,02521008	-0,01898934	0,767
-5	0,02688172	0,035171364	1,137	-5	0,01724138	0,01404481	0,767
-4	-0,031413613	-0,02031894	1,137	-4	-0,02542373	-0,03149911	0,767
-3	-0,027027027	-0,0087383	1,137	-3	0,02608696	0,00448841	0,767
-2	-0,011111111	-0,02558612	1,137	-2	0	0,01723596	0,767
-1	-0,016853933	0,015396816	1,137	-1	0	0,00972685	0,767
0	0,062857143	0,018751437	1,137	0	0,01694915	0,00267453	0,767
1	-0,048387097	-0,01403348	1,137	1	-0,01666667	-0,00361723	0,767
2	0,124293785	0,037285333	1,137	2	-0,01694915	-0,00443144	0,767
3	-0,100502513	0,011417902	1,137	3	0	0,00168949	0,767
4	-0,005586592	-0,03973119	1,137	4	0,01724138	0,03237917	0,767
5	-0,016853933	-0,0218631	1,137	5	0	0,00292226	0,767
6	0	-0,01477808	1,137	6	0	-0,01152208	0,767
7	-0,005714286	0,00705149	1,137	7	-0,02542373	-0,01406917	0,767
8	-0,005747126	-0,01142918	1,137	8	0,02608696	0,02433781	0,767
9	-0,086705202	-0,04030143	1,137	9	-0,00847458	0,01591167	0,767
10	-0,044303797	-0,00262804	1,137	10	0,00854701	0,01178854	0,767
11	0,013245033	0,024961082	1,137	11	-0,00847458	0,00231827	0,767
12	-0,032679739	-0,03520594	1,137	12	0,00854701	0,00293395	0,767
13	0,081081081	0,017453735	1,137	13	0	0,00802886	0,767
14	0,04375	0,001726895	1,137	14	-0,02542373	-0,00557512	0,767
15	0	0,004988253	1,137	15	0	-0,00649761	0,767

Tablo 3.28.'in devamı

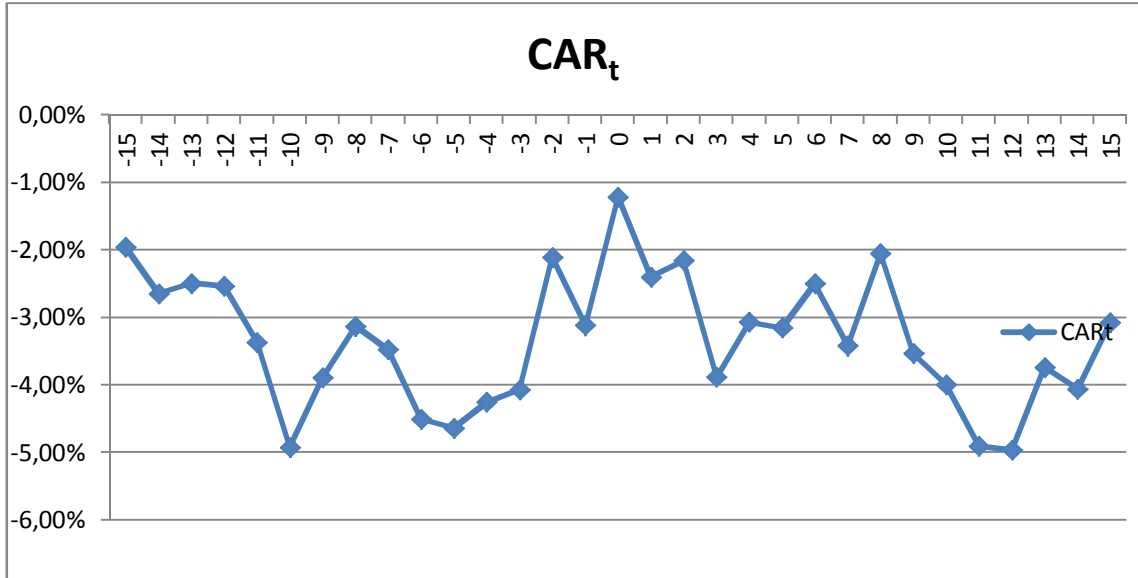
olay günü	ASELS	imkb 100	beta	olay günü	CCOLA	imkb 100	beta
-15	-0,021505376	-0,01359577	0,760	-15	-0,042335766	0,00705149	0,289
-14	0,007326007	0,002195365	0,760	-14	-0,022865854	-0,01142918	0,289
-13	0,014545455	0,007944608	0,760	-13	0,007800312	-0,04030143	0,289
-12	-0,043010753	-0,03778968	0,760	-12	-0,015479876	-0,00262804	0,289
-11	0,02247191	0,007990554	0,760	-11	0,023584906	0,024961082	0,289
-10	-0,007326007	-0,00710809	0,760	-10	-0,098310292	-0,03520594	0,289
-9	0,007380074	0,011297347	0,760	-9	0,100511073	0,017453735	0,289
-8	-0,007326007	-0,00140937	0,760	-8	0,023219814	0,001726895	0,289
-7	0,007380074	0,011034864	0,760	-7	0,04387292	0,004988253	0,289
-6	-0,014652015	0,003218421	0,760	-6	0,014492754	0,000671985	0,289
-5	0,007434944	0,000214268	0,760	-5	-0,014285714	-0,00587457	0,289
-4	0	-0,00709347	0,760	-4	-0,042028986	-0,01359577	0,289
-3	0	0,001893594	0,760	-3	0,013615734	0,002195365	0,289
-2	0,014760148	0,020073056	0,760	-2	0,014925373	0,007944608	0,289
-1	0,007272727	0,002922963	0,760	-1	0	-0,03778968	0,289
0	0,028880866	0,036622739	0,760	0	0,022058824	0,007990554	0,289
1	-0,014035088	0,00330387	0,760	1	-0,014388489	-0,00710809	0,289
2	0,03202847	0,02139064	0,760	2	0,03649635	0,011297347	0,289
3	-0,010344828	-0,00495606	0,760	3	0	-0,00140937	0,289
4	0,003484321	0,01131137	0,760	4	0,012676056	0,011034864	0,289
5	0,006944444	-0,02154472	0,760	5	-0,012517385	0,003218421	0,289
6	0,013793103	0,024706874	0,760	6	0,026760563	0,000214268	0,289
7	-0,013605442	0,006937364	0,760	7	-0,0260631	-0,00709347	0,289
8	0,027586207	0,031900005	0,760	8	0,04084507	0,001893594	0,289
9	-0,006711409	-0,00523362	0,760	9	0	0,020073056	0,289
10	0,006756757	0,000735983	0,760	10	-0,0135318	0,002922963	0,289
11	-0,020134228	-0,01024477	0,760	11	0	0,036622739	0,289
12	0,020547945	0,048372428	0,760	12	-0,013717421	0,00330387	0,289
13	0,020134228	0,032288044	0,760	13	-0,005563282	0,02139064	0,289
14	0,013157895	0,010222634	0,760	14	0	-0,00495606	0,289
15	-0,012987013	-0,01356842	0,760	15	-0,006993007	0,01131137	0,289

Tablo 3.28.'in devamı

olay günü	CMENT	imkb 100	beta
-15	-0,01863354	0,002318267	0,206
-14	-0,044303797	0,002933951	0,206
-13	-0,013245033	0,008028861	0,206
-12	0,067114094	-0,005575116	0,206
-11	-0,050314465	-0,006497614	0,206
-10	0,01986755	-0,001052516	0,206
-9	0,006493506	0,012340984	0,206
-8	-0,006451613	-0,001518577	0,206
-7	0,006493506	-0,00452875	0,206
-6	-0,006451613	-0,005601595	0,206
-5	-0,019480519	0,006092632	0,206
-4	0,013245033	-0,008198445	0,206
-3	0	0,033045786	0,206
-2	-0,013071895	0,006390776	0,206
-1	0,026490066	-0,011259734	0,206
0	-0,012903226	0,013875853	0,206
1	-0,006535948	-0,006336964	0,206
2	-0,006578947	0,004769812	0,206
3	0	0,018667378	0,206
4	0,039735099	0,012683419	0,206
5	0,01910828	0,011299294	0,206
6	-0,025	0,004044375	0,206
7	-0,012820513	0,009374363	0,206
8	0	0,044715707	0,206
9	-0,012987013	0,010884946	0,206
10	0,006578947	0,046257545	0,206
11	0,013071895	0,001855258	0,206
12	-0,019354839	-0,017832936	0,206
13	0,085526316	-0,001444438	0,206
14	-0,048484848	0,021250784	0,206
15	0,031847134	-0,001830789	0,206

Tablo 3.27. 2009 yılı (-20, 20) olay aralığı AR_t ve CAR_t verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-15	-0,019590675	-0,019590675
-14	-0,006878904	-0,026469579
-13	0,001550045	-0,024919534
-12	-0,000468365	-0,025387899
-11	-0,008254562	-0,033642461
-10	-0,015566368	-0,049208829
-9	0,01029961	-0,038909219
-8	0,007633052	-0,031276167
-7	-0,003467708	-0,034743874
-6	-0,010283351	-0,045027225
-5	-0,00136	-0,046387225
-4	0,003875218	-0,042512007
-3	0,001821105	-0,040690902
-2	0,019643518	-0,021047385
-1	-0,010126746	-0,03117413
0	0,019062605	-0,012111526
1	-0,011885725	-0,02399725
2	0,002418228	-0,021579022
3	-0,017263333	-0,038842355
4	0,008182218	-0,030660137
5	-0,000864001	-0,031524139
6	0,006535522	-0,024988617
7	-0,009179199	-0,034167816
8	0,013658572	-0,020509243
9	-0,014806711	-0,035315954
10	-0,004609733	-0,039925688
11	-0,009148099	-0,049073787
12	-0,000579384	-0,049653171
13	0,012290682	-0,037362489
14	-0,003204335	-0,040566824
15	0,009819439	-0,030747385



Şekil 11. 2009 yılı (-15,15) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2009 yılında (-15,15) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme duyurusu yapılmadan önce negatif ve inişli-çıkışlı bir seyir izlemiştir. Olay anında en tepe noktaya ulaşmış daha sonraki günlerde yine inişli-çıkışlı seyrini devam ettirmiştir. 2009 yılının (-15,15) CAR_t değeri hep negatif değerde kalsada olay günü en tepe noktaya ulaşmış olması, birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisinin bir göstergesidir.

3.1.4.6. 2010 Yılı Bulguları

2010 yılında analize toplam 22 firma dahil edilmiştir. Bu analiz sonucunda (-5,5) aralığında tahmini getiriler için 9 firma, (-15,15) aralığı için ise 9 firma anlamlı sonuçlar vermiştir.

2010 yılında Tablo 3.8'de yer alan birleşme işlemleri analize konu olmuştur. Tabloda IMKB kodlarıyla birlikte verilen 18 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda, (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için Kerevitaş (KERVT), Bolu Çimento, İş GYO (ISGYO), Olmuksa (OLMKS), Carrefoursa (CARFA), Karsan (KARSN), Aksu Enerji (AKSUE), Aselsan (ASELS), Aksa Elektrik (AKSEN) firmaları, (-15,15) olay aralığında ise Kerevitaş (KERVT), Bolu Çimento (BOLUC), Batıçim (BTCIM), İş GYO (ISGYO), Sanko Holding (SANKO), Carrefoursa (CARFA), Karsan (KARSN), İŞGYO (ISGYO), Aselsan (ASELS) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

3.1.4.6.1. 2010 Yılı Firmaları İçin (-5,5) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 9 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 13 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 9 şirketten Bolu Çimento (BOLUC), İş GYO (ISGYO) hedef firmalar, Kerevitaş (KERVT), Olmuksa (OLMKS), Caerfoursa (CARFA), Karsan (KARSN), Aksu Enerji (AKSUE), Aselsan (ASELS), Aksa Elektrik (AKSEN) firmaları ise satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.26'da bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.27'de ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 12'de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.28. 2010 yılı (-5,5) olay aralığı getiri ve beta verileri

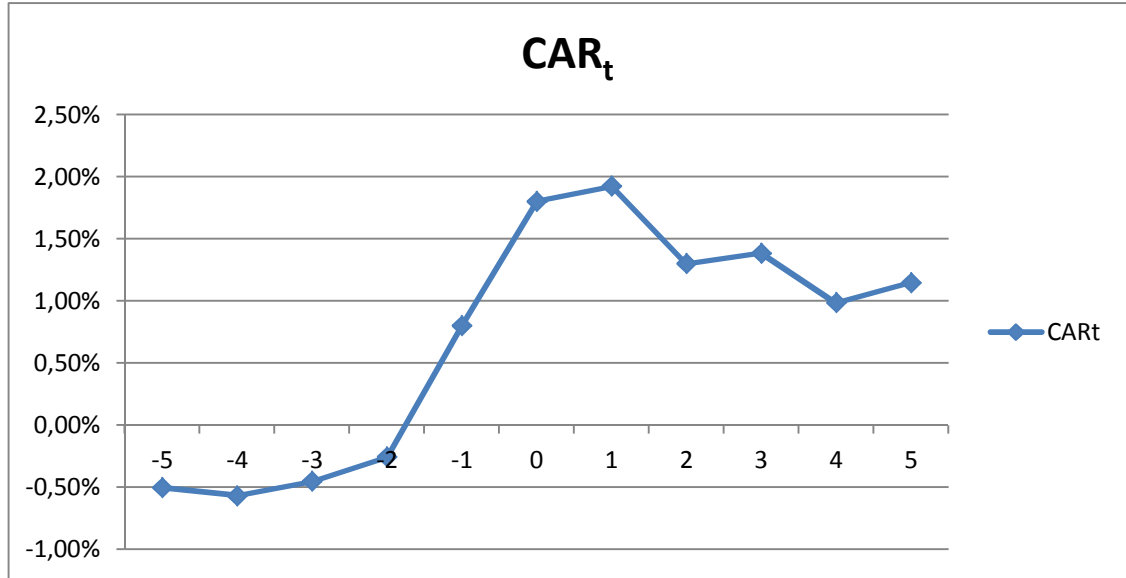
olay günü	KERVT	imkb 100	beta	olay günü	BOLUC	imkb 100	beta
-5	0,02640264	-0,010346385	-1,141	-5	0,006711409	-0,008136295	0,336
-4	0	0,003510146	-1,141	-4	0,026666667	0,040996147	0,336
-3	-0,012861736	0,013800908	-1,141	-3	-0,006493506	0,011833964	0,336
-2	0,013029316	0,001249649	-1,141	-2	-0,006535948	-0,001178534	0,336
-1	0,006430868	0,005512022	-1,141	-1	0,006578947	0,012741663	0,336
0	0,006389776	-0,014332713	-1,141	0	0,019607843	0,002383178	0,336
1	-0,025396825	0,013805493	-1,141	1	-0,012820513	-0,002487865	0,336
2	0,019543974	-0,01012864	-1,141	2	-0,006493506	-0,026449011	0,336
3	0,006389776	-0,003292692	-1,141	3	0	-0,01752089	0,336
4	-0,019047619	-0,004634884	-1,141	4	0	0,025037748	0,336
5	-0,012944984	0,002514633	-1,141	5	0,006535948	0,001947411	0,336
olay günü	ISGYO	imkb 100	beta	olay günü	OLMKS	imkb 100	beta
-5	-0,03125	-0,014909112	1,080	-5	0,008	0,000761458	-2,119
-4	-0,032258065	-0,031377943	1,080	-4	-0,007936508	0,006005621	-2,119
-3	0,033333333	0,01995703	1,080	-3	0	0,014894327	-2,119
-2	0,008064516	0,012323329	1,080	-2	0,016	-0,000586828	-2,119
-1	0,032	0,011833964	1,080	-1	0	0,003401759	-2,119
0	0,015503876	-0,001178534	1,080	0	0,051968504	-0,013556192	-2,119
1	0	-0,00221492	1,080	1	0,005988024	0,008202955	-2,119
2	-0,007633588	0,017408686	1,080	2	-0,02827381	0,013273418	-2,119
3	-0,015384615	-0,002487865	1,080	3	0	0,008999411	-2,119
4	-0,03125	-0,026449011	1,080	4	0,007656968	-0,001805779	-2,119
5	-0,008064516	-0,01752089	1,080	5	-0,007598784	0,006864546	-2,119
olay günü	CARFA	imkb 100	beta	olay günü	KARSN	imkb 100	beta
-5	-0,033980583	-0,019306924	1,026	-5	0	-0,004443918	0,943
-4	-0,010050251	0,000166171	1,026	-4	0,012987013	0,000761458	0,943
-3	-0,005076142	-0,000919778	1,026	-3	0	0,006005621	0,943
-2	0,025510204	0,010183259	1,026	-2	0,025641026	0,014894327	0,943
-1	-0,014925373	-0,021579526	1,026	-1	0,01875	-0,000586828	0,943
0	0,01010101	-0,006807169	1,026	0	-0,012269939	0,003401759	0,943
1	-0,02	-0,005564971	1,026	1	-0,01863354	-0,013556192	0,943
2	0,010204082	0,02021059	1,026	2	-0,006329114	0,008202955	0,943
3	0,045454545	0,001420831	1,026	3	0,006369427	0,013273418	0,943
4	0,014492754	0,019245093	1,026	4	0,018987342	0,008999411	0,943
5	0,019047619	0,000190182	1,026	5	0	-0,001805779	0,943

Tablo 3.28'in devamı

olay günü	AKSUE	imkb 100	beta	olay günü	ASELS	imkb 100	beta
-5	-0,058419244	-0,015693998	0,915	-5	-0,008680556	0,01025524	0,519
-4	-0,041970803	-0,012004546	0,915	-4	0	0,004917809	0,519
-3	-0,062857143	-0,055172221	0,915	-3	0	0,010106358	0,519
-2	0,046747967	0,071384443	0,915	-2	0	0,01315363	0,519
-1	0,029126214	0,000243056	0,915	-1	0	-0,000326295	0,519
0	-0,028301887	0,026827734	0,915	0	0	0,008653809	0,519
1	0,036893204	-0,000807397	0,915	1	0	0,002521664	0,519
2	-0,043071161	-0,025333486	0,915	2	0	0,004255497	0,519
3	-0,029354207	-0,006925	0,915	3	-0,017513135	-0,004716887	0,519
4	0,010080645	0,016178747	0,915	4	-0,017825312	-0,018254422	0,519
5	-0,065868263	-0,044374301	0,915	5	0,00907441	-0,00090608	0,519
olay günü	AKSEN	imkb 100	beta				
-5	0,013100437	0,013805493	0,653				
-4	-0,004310345	-0,01012864	0,653				
-3	0	-0,003292692	0,653				
-2	-0,004329004	-0,004634884	0,653				
-1	0	0,002514633	0,653				
0	0,008695652	0,002219804	0,653				
1	-0,017241379	-0,011956953	0,653				
2	-0,004385965	-0,017153231	0,653				
3	-0,004405286	0,003938635	0,653				
4	0,004424779	0,001646863	0,653				
5	0	0,005864583	0,653				

Tablo 3.29. 2010 yılı (-5,5) olay aralığı AR_t ve CAR_t verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-5	-0,005049987	-0,005049987
-4	-0,000652284	-0,005702271
-3	0,001165646	-0,004536625
-2	0,001976326	-0,002560299
-1	0,010599466	0,008039167
0	0,01	0,018039167
1	0,001209133	0,0192483
2	-0,006231429	0,013016871
3	0,000853457	0,013870328
4	-0,004008874	0,009861454
5	0,001623969	0,011485423



Şekil12. 2010 yılı (-5,5) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2010 yılında (-5,5) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme duyurusu yapılmadan önceki 5. Günden 2. Güne kadar negatif bir seyir izlemiş, 2. Günden olay anına kadar bir artış gözlenmiştir. Olay günü bu artış tepe noktaya ulaşmış ve olaydan 1 gün sonra maksimuma ulaşmıştır. Daha sonraki günlerde bu artış az da olsa düşüşe geçmiştir. Fakat olay günü ve olaydan sonraki günlerdeki CAR_t değeri hep pozitif seyir izlemiştir. Buda birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine olan etkisini göstermektedir.

3.1.4.6.2 2010 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 9 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 13 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 9 şirketten Bolu Çimento (BOLUC), İş GYO (ISGYO) hedef firma, Kerevitaş (KERVT), Batıçim (BTCIM), Sanko Holdin(SANKO), Carrefoursa (CARFA), Karsan (KARSN), İş GYO (ISGYO), Aselsan (ASELS) ise

satın alan firmalardır. Buna göre Tablo 3.30.'de bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.31.'de ise ortalama aşırı getirileri (ART) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 13.'de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.30. 2010 yılı (-15,15) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	KERVT	imkb 100	beta	olay günü	BOLUC	imkb 100	beta
-15	0,006688963	-0,00339503	-0,830	-15	0	-0,013729176	0,449
-14	-0,026578073	0,007330418	-0,830	-14	-0,0125	-0,006747067	0,449
-13	-0,006825939	0,012312523	-0,830	-13	-0,00632911	-0,007588933	0,449
-12	0,013745704	0,000388993	-0,830	-12	0	0,006397848	0,449
-11	0,040677966	-0,010487066	-0,830	-11	-0,02547771	-0,029595102	0,449
-10	0,026058632	0,000683482	-0,830	-10	-0,01960784	-0,023423122	0,449
-9	-0,025396825	0,006670263	-0,830	-9	0	0,01349656	0,449
-8	-0,013029316	0,001950978	-0,830	-8	0	-0,001217449	0,449
-7	0,00660066	0,021756958	-0,830	-7	0,006666667	-0,014909112	0,449
-6	-0,006557377	0,007140303	-0,830	-6	-0,01324503	-0,031377943	0,449
-5	0,02640264	-0,010346385	-0,830	-5	0,006711409	-0,008136295	0,449
-4	0	0,003510146	-0,830	-4	0,026666667	0,040996147	0,449
-3	-0,012861736	0,013800908	-0,830	-3	-0,00649351	0,011833964	0,449
-2	0,013029316	0,001249649	-0,830	-2	-0,00653595	-0,001178534	0,449
-1	0,006430868	0,005512022	-0,830	-1	0,006578947	0,012741663	0,449
0	0,006389776	-0,014332713	-0,830	0	0,019607843	0,002383178	0,449
1	-0,025396825	0,013805493	-0,830	1	-0,01282051	-0,002487865	0,449
2	0,019543974	-0,01012864	-0,830	2	-0,00649351	-0,026449011	0,449
3	0,006389776	-0,003292692	-0,830	3	0	-0,01752089	0,449
4	-0,019047619	-0,004634884	-0,830	4	0	0,025037748	0,449
5	-0,012944984	0,002514633	-0,830	5	0,006535948	0,001947411	0,449
6	0,013114754	0,002219804	-0,830	6	-0,00649351	-0,015193421	0,449
7	0	-0,011956953	-0,830	7	0	-0,016331803	0,449
8	0	-0,017153231	-0,830	8	-0,0130719	-0,014051021	0,449
9	-0,012944984	0,003938635	-0,830	9	0,006622517	-0,00035577	0,449
10	0,019672131	0,001646863	-0,830	10	0,013157895	0,020756334	0,449
11	-0,012861736	0,005864583	-0,830	11	0,006493506	0,00957395	0,449
12	0	0,010881831	-0,830	12	0,006451613	0,011900327	0,449
13	0	-0,000327767	-0,830	13	0,006410256	0,000730304	0,449
14	0,013029316	-0,009993367	-0,830	14	0,006369427	0,001346666	0,449
15	0,006430868	-0,001690077	-0,830	15	-0,01265823	0,001286233	0,449

Tablo 3.30.'un devamı

olay günü	BTCİM	imkb 100	beta	olay günü	ISGYO	imkb 100	beta
-15	-0,019893899	-0,01200455	0,499	-15	-0,007352941	0,002287538	1,238
-14	-0,039242219	-0,05517222	0,499	-14	0,007407407	0,008488737	1,238
-13	0,033802817	0,07138444	0,499	-13	-0,022058824	-0,013729176	1,238
-12	-0,006811989	0,00024306	0,499	-12	0,007518797	-0,006747067	1,238
-11	0,006858711	0,02682773	0,499	-11	-0,007462687	-0,007588933	1,238
-10	0	-0,0008074	0,499	-10	-0,007518797	0,006397848	1,238
-9	-0,032697548	-0,02533349	0,499	-9	-0,022727273	-0,029595102	1,238
-8	-0,021126761	-0,006925	0,499	-8	-0,031007752	-0,023423122	1,238
-7	0	0,01617875	0,499	-7	0,024	0,01349656	1,238
-6	-0,028776978	-0,0443743	0,499	-6	0	-0,001217449	1,238
-5	0,02962963	-0,00621269	0,499	-5	-0,03125	-0,014909112	1,238
-4	0	0,00825257	0,499	-4	-0,032258065	-0,031377943	1,238
-3	-0,007194245	-0,04217683	0,499	-3	0,033333333	0,01995703	1,238
-2	0,007246377	0,03533359	0,499	-2	0,008064516	0,012323329	1,238
-1	0,056115108	0,00729066	0,499	-1	0,032	0,011833964	1,238
0	0	0,01350014	0,499	0	0,015503876	-0,001178534	1,238
1	-0,006811989	-0,01536635	0,499	1	0	0,012741663	1,238
2	0,043895748	0,00138678	0,499	2	-0,007633588	0,002383178	1,238
3	0,052562418	0,01381078	0,499	3	-0,015384615	-0,002487865	1,238
4	-0,006242197	0,00352656	0,499	4	-0,03125	-0,026449011	1,238
5	0	-0,01433532	0,499	5	-0,008064516	-0,01752089	1,238
6	0,018844221	-0,00560856	0,499	6	0,048780488	0,025037748	1,238
7	-0,006165228	-0,01182673	0,499	7	-0,007751938	0,001947411	1,238
8	-0,018610422	0,01193641	0,499	8	-0,015625	-0,015193421	1,238
9	-0,02528445	0,01025524	0,499	9	-0,023809524	-0,016331803	1,238
10	0	0,00491781	0,499	10	-0,008130081	-0,014051021	1,238
11	-0,012970169	0,01010636	0,499	11	0	-0,00035577	1,238
12	0,013140604	0,01315363	0,499	12	0,032786885	0,020756334	1,238
13	0,012970169	-0,0003263	0,499	13	0,015873016	0,00957395	1,238
14	-0,006402049	0,00865381	0,499	14	0,0234375	0,011900327	1,238
15	0	0,00252166	0,499	15	0	0,000730304	1,238

Tablo 3.30.'un devamı

olay günü	SANKO	imkb 100	beta	olay günü	CARFA	imkb 100	beta
-15	-0,01754386	-0,019306924	0,595	-15	0,010638298	0,011936414	0,669
-14	0,011904762	0,000166171	0,595	-14	0,005263158	0,01025524	0,669
-13	-0,011764706	-0,000919778	0,595	-13	-0,005235602	0,004917809	0,669
-12	0	0,010183259	0,595	-12	0,000526316	0,010106358	0,669
-11	-0,005952381	-0,021579526	0,595	-11	0,001578117	0,01315363	0,669
-10	0	-0,006807169	0,595	-10	0,008403361	-0,000326295	0,669
-9	-0,023952096	-0,005564971	0,595	-9	0,010416667	0,008653809	0,669
-8	0,012269939	0,02021059	0,595	-8	0	0,002521664	0,669
-7	0	0,001420831	0,595	-7	0,041237113	0,004255497	0,669
-6	0,012121212	0,019245093	0,595	-6	0,01980198	-0,004716887	0,669
-5	0,005988024	0,000190182	0,595	-5	-0,033980583	-0,019306924	0,669
-4	-0,005952381	0,009631232	0,595	-4	-0,010050251	0,000166171	0,669
-3	0,023952096	-0,00339503	0,595	-3	-0,005076142	-0,000919778	0,669
-2	0,005847953	0,007330418	0,595	-2	0,025510204	0,010183259	0,669
-1	0,005813953	0,012312523	0,595	-1	-0,014925373	-0,021579526	0,669
0	0,01734104	0,000388993	0,595	0	0,01010101	-0,006807169	0,669
1	-0,028409091	-0,010487066	0,595	1	-0,02	-0,005564971	0,669
2	-0,01754386	0,000683482	0,595	2	0,010204082	0,02021059	0,669
3	0,011904762	0,006670263	0,595	3	0,045454545	0,001420831	0,669
4	0,011764706	0,001950978	0,595	4	0,014492754	0,019245093	0,669
5	0	0,021756958	0,595	5	0,019047619	0,000190182	0,669
6	0	0,007140303	0,595	6	0	0,009631232	0,669
7	-0,011627907	-0,010346385	0,595	7	-0,018691589	-0,00339503	0,669
8	0,005882353	0,003510146	0,595	8	0	0,007330418	0,669
9	0,01754386	0,013800908	0,595	9	0	0,012312523	0,669
10	0,022988506	0,001249649	0,595	10	-0,004761905	0,000388993	0,669
11	0,011235955	0,005512022	0,595	11	-0,019138756	-0,010487066	0,669
12	-0,027777778	-0,014332713	0,595	12	0,004878049	0,000683482	0,669
13	0,017142857	0,013805493	0,595	13	-0,004854369	0,006670263	0,669
14	0,028089888	-0,01012864	0,595	14	0,048780488	0,001950978	0,669
15	0,010928962	-0,003292692	0,595	15	0	0,021756958	0,669

Tablo 3.30.'un devamı

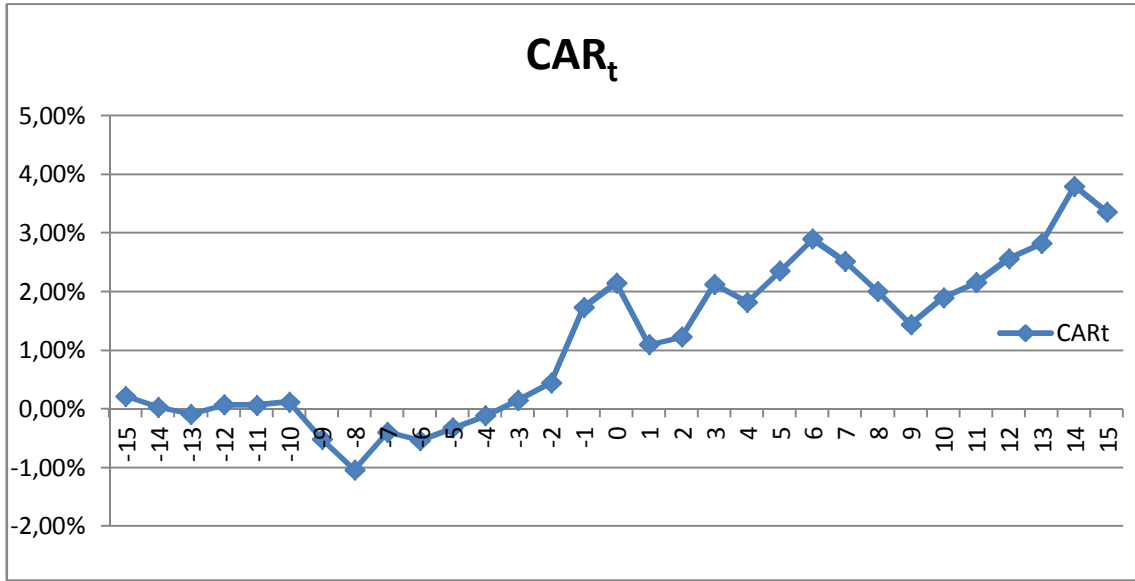
olay günü	KARSN	imkb 100	beta	olay günü	ISGYO	imkb 100	beta
-15	0	-0,005797127	0,658	-15	0,016528926	0,00528568	0,651
-14	0	-0,002282756	0,658	-14	0,016260163	0,002027527	0,651
-13	0,006535948	0,027257587	0,658	-13	0,008	0,006694745	0,651
-12	0	0,003515413	0,658	-12	0,007936508	-0,002564024	0,651
-11	0,012987013	0,014704625	0,658	-11	-0,015748031	0,005526885	0,651
-10	0	0,00528568	0,658	-10	-0,008	-0,004443918	0,651
-9	-0,006410256	0,002027527	0,658	-9	0	0,000761458	0,651
-8	0,006451613	0,006694745	0,658	-8	0	0,006005621	0,651
-7	-0,006410256	-0,002564024	0,658	-7	0,008064516	0,014894327	0,651
-6	-0,006451613	0,005526885	0,658	-6	0,008	-0,000586828	0,651
-5	0	-0,004443918	0,658	-5	0	0,003401759	0,651
-4	0,012987013	0,000761458	0,658	-4	0,007936508	-0,013556192	0,651
-3	0	0,006005621	0,658	-3	0,007874016	0,008202955	0,651
-2	0,025641026	0,014894327	0,658	-2	0,015625	0,013274336	0,651
-1	0,01875	-0,000586828	0,658	-1	0,023076923	0,008998497	0,651
0	-0,012269939	0,003401759	0,658	0	0	-0,001805779	0,651
1	-0,01863354	-0,013556192	0,658	1	0	0,006864546	0,651
2	-0,006329114	0,008202955	0,658	2	0,015037594	0,026521767	0,651
3	0,006369427	0,013273418	0,658	3	0,007407407	0,009784353	0,651
4	0,018987342	0,008999411	0,658	4	0	0,007058621	0,651
5	0	-0,001805779	0,658	5	0,007352941	-0,013413306	0,651
6	-0,00621118	0,006864546	0,658	6	0,01459854	0,012647034	0,651
7	0,0125	0,026521767	0,658	7	0,014388489	0,005089355	0,651
8	0,018518519	0,009784353	0,658	8	-0,014184397	-0,008788783	0,651
9	0,012121212	0,007058621	0,658	9	-0,021582734	-0,00679007	0,651
10	0	-0,013413306	0,658	10	0	0,015653099	0,651
11	0,041916168	0,012647034	0,658	11	0,014705882	0,007899326	0,651
12	0,040229885	0,005089355	0,658	12	0	-0,00116862	0,651
13	-0,022099448	-0,008788783	0,658	13	0,007246377	-0,002497186	0,651
14	0,011299435	-0,00679007	0,658	14	-0,028776978	-0,030506286	0,651
15	0,005586592	0,015653099	0,658	15	-0,007407407	0,00250698	0,651

Tablo 3.30.'un devamı

olay günü	ASELS	imkb 100	beta
-15	0,024054983	0,007290656	0,533
-14	0,008389262	0,013500141	0,533
-13	0,014975042	-0,015366349	0,533
-12	0	0,001386781	0,533
-11	0,008196721	0,013810779	0,533
-10	0	0,003526556	0,533
-9	-0,008130081	-0,014335318	0,533
-8	-0,016393443	-0,005608562	0,533
-7	-0,016666667	-0,011826733	0,533
-6	-0,023728814	0,011936414	0,533
-5	-0,008680556	0,01025524	0,533
-4	0	0,004917809	0,533
-3	0	0,010106358	0,533
-2	0	0,01315363	0,533
-1	0	-0,000326295	0,533
0	0	0,008653809	0,533
1	0	0,002521664	0,533
2	0	0,004255497	0,533
3	-0,017513135	-0,004716887	0,533
4	-0,017825312	-0,019306924	0,533
5	0,00907441	0,000166171	0,533
6	0,008992806	-0,000919778	0,533
7	0	0,010183259	0,533
8	-0,017825312	-0,021579526	0,533
9	-0,00907441	-0,006807169	0,533
10	-0,009157509	-0,005564971	0,533
11	0,018484288	0,02021059	0,533
12	-0,00907441	0,001420831	0,533
13	0,018315018	0,019245093	0,533
14	-0,008992806	0,000190182	0,533
15	-0,00907441	0,009631232	0,533

Tablo 3.31. 2010 yılı (-15,15) olay aralığı AR_t ve CAR_t Verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-15	0,002179451	0,002179451
-14	-0,00188145	0,000298001
-13	-0,001193769	-0,000895768
-12	0,001599316	0,000703548
-11	-3,83371E-05	0,000665211
-10	0,000522877	0,001188088
-9	-0,006312027	-0,005123939
-8	-0,005250456	-0,010374395
-7	0,006451646	-0,003922749
-6	-0,001453723	-0,005376472
-5	0,002165617	-0,003210855
-4	0,002047178	-0,001163677
-3	0,002663491	0,001499814
-2	0,002942214	0,004442028
-1	0,012913188	0,017355216
0	0,004119681	0,021474897
1	-0,010503649	0,010971248
2	0,001294315	0,012265563
3	0,009000463	0,021266026
4	-0,003054121	0,018211905
5	0,005313048	0,023524953
6	0,00546008	0,028985034
7	-0,003801513	0,025183521
8	-0,005133172	0,020050349
9	-0,005658104	0,014392245
10	0,004595073	0,018987318
11	0,00259235	0,021579668
12	0,004087656	0,025667324
13	0,002576508	0,028243832
14	0,009759072	0,038002904
15	-0,004444202	0,033558703



Şekil 13. 2010 yılı (-15, 15) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2010 yılı (-15,15) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleriyle ilgili duyuru yapılmadan önceki 3. ve 15.günler arasında CAR_t değerleri düşük ve hatta 4. ve 12.günlerde negatif bir seyir izlemiştir. 3.günden itibaren artış gösteren değerler pozitif seyre geçmiş ve olay günü bu değer yükselmiştir. Olay gününden sonraki günlerde düşüşler gözlenirse de sonraki günlerde artış devam etmiş ve 14.günde en tepe noktaya ulaşmıştır. Buda birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisini göstermektedir.

3.1.4.7. 2011 Yılı Bulguları

Çalışmada incelenen son dönem olan 2011 yılında analize toplam 25 firma dahil edilmiştir. Bu analiz sonucunda (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için 8 firma, (-15,15) olay aralığında ise 17 firma anlamlı sonuçlar vermiştir.

2011 yılında Tablo 3.9'da yer alan birleşme işlemleri analize konu olmuştur. Tabloda IMKB kodlarıyla birlikte verilen 25 firma üzerinde çalışma yapılmıştır. Bu analiz sonucunda (-5,5) olay aralığında tahmini getiriler için Aksa Enerji (AKSEN), Logo Yazılım (LOGO), Avrasya GYO (AVGYO), Katmerciler Araç Üstü Ekipman (KATMR), Turkcell (TCELL), Altınyâğ Kombinaları (ALYAG), Merko Gıda (MERKO), Deva Holding (DEVA) firmaları, (-15,15) olay aralığında tahmini getiriler için ise Tav Hava Yolları (TAVHL), Aksa Enerji (AKSEN), Tesco Kipa (KIPA), Banvit (BANVT), Logo Yazılım (LOGO), Avrasya GYO

(AVGYO), Koza Altın (KOZAL), Katmerciler Araç Üstü Ekipman (KATMR), Turkcell (TCELL), Altınyag Kombineoları (ALYAG), Koç.net (KCHOL), Nuh Çimento (NUHCM), Soda Sanayi (SODA), Socar&Turcas Enerji (TRCAS) , Serve Kırtasiye (SERVE), Merko Gıda (MERCO), Deva Holding (DEVA) firmaları anlamlı sonuçlar vermiştir.

3.1.4.7.1. 2011 Yılı Firmaları İçin (-5,5) olay aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 8 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 17 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 8 şirketten Aksa Enerji (AKSEN), Logo Yazılım (LOGO), Avrasya GYO (AVGYO), Katmerciler Araç Üstü Ekipman (KATMR), Turkcell (TCELL), Altınyag Kombineoları (ALYAG), Merko Gıda (MERKO), Deva Holding (DEVA) firmalarının hepsi satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.32’da bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.33’de ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 14’de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmiştir.

Tablo 3.32. 2011 yılı (-5,5) olay aralığı getiri ve beta verileri

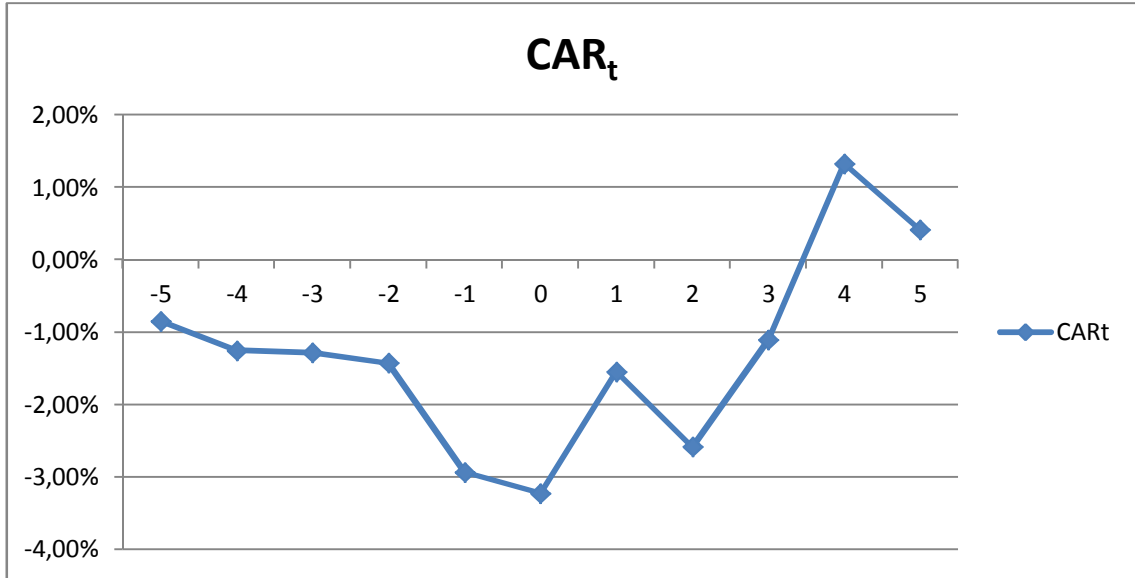
olay günü	AKSEN	imkb 100	beta	olay günü	LOGO	imkb 100	beta
-5	-0,066878981	-0,050104218	0,962	-5	-0,054878049	-0,03160688	0,865
-4	0,027303754	0,033978742	0,962	-4	-0,006451613	-0,014516375	0,865
-3	-0,013289037	0,003299497	0,962	-3	0	-0,017213547	0,865
-2	0,02020202	0,024846207	0,962	-2	-0,025974026	-0,028768772	0,865
-1	-0,01650165	0,01144407	0,962	-1	0,026666667	0,029212036	0,865
0	-0,003355705	0,002225614	0,962	0	0,071428571	0,023738614	0,865
1	-0,057239057	-0,041903189	0,962	1	0,012121212	-0,003649329	0,865
2	0	0,02148022	0,962	2	0,011976048	0,046551173	0,865
3	-0,014285714	0,004245809	0,962	3	-0,01183432	-0,013043823	0,865
4	0	-0,016430828	0,962	4	-0,005988024	0,017890171	0,865
5	-0,010869565	0,012279943	0,962	5	0	0,007788312	0,865
olay günü	avgyo-samsun	imkb 100	beta	olay günü	katmr-gimkat	imkb 100	beta
-5	-0,00729927	0,003612887	0,001	-5	-0,025352113	-0,037849191	0,627
-4	0	0,008636135	0,001	-4	0,028901734	0,00178398	0,627
-3	0,014705882	0,009353784	0,001	-3	-0,008426966	-0,001442824	0,627
-2	-0,014492754	0,000190987	0,001	-2	0	0,001926487	0,627
-1	-0,117647059	-0,012984014	0,001	-1	0,002832861	0,017245745	0,627
0	-0,025	-0,007220132	0,001	0	-0,005649718	0,00576845	0,627
1	-0,076923077	-0,023617527	0,001	1	0,014204545	0,012889827	0,627
2	-0,101851852	-0,037554204	0,001	2	-0,008403361	-0,014757424	0,627
3	0,164948454	0,00998209	0,001	3	0,011299435	0,012929218	0,627
4	0,150442478	-0,00136017	0,001	4	-0,011173184	-0,014466202	0,627
5	-0,046153846	-0,042010075	0,001	5	-0,008474576	0,005272709	0,627
olay günü	TCELL	imkb 100	beta	olay günü	ALYAG	imkb 100	beta
-5	-0,016985138	-0,016985138	1,695	-5	-0,024096386	0,000634581	1,701
-4	0,006479482	0,006479482	1,695	-4	0,037037037	0,051021486	1,701
-3	0,004291845	0,004291845	1,695	-3	0	-0,001004942	1,701
-2	-0,006410256	-0,006410256	1,695	-2	-0,05952381	-0,046820463	1,701
-1	-0,019354839	-0,019354839	1,695	-1	-0,012658228	-0,028570591	1,701
0	0,004385965	0,004385965	1,695	0	-0,012820513	0,008483511	1,701
1	-0,026200873	-0,026200873	1,695	1	0,233766234	0,025704915	1,701
2	-0,082959641	-0,082959641	1,695	2	0,031578947	0,012481534	1,701
3	0,100244499	0,100244499	1,695	3	0,071428571	0,013048654	1,701
4	0,006666667	0,006666667	1,695	4	0,076190476	-0,001083534	1,701
5	-0,008830022	-0,008830022	1,695	5	0	-0,003916176	1,701

Tablo 3.32.'nin devamı

olay günü	MERKO	imkb 100	beta	olay günü	DEVA	imkb 100	beta
-5	-0,02962963	-0,02962963	1,264	-5	-0,016556291	-0,011006061	0,872
-4	0,015267176	0,015267176	1,264	-4	-0,003367003	-0,0007486	0,872
-3	-0,015037594	-0,015037594	1,264	-3	0	0,012402364	0,872
-2	0,015267176	0,015267176	1,264	-2	-0,023648649	-0,013983425	0,872
-1	-0,007518797	-0,007518797	1,264	-1	-0,044982699	-0,028095935	0,872
0	-0,015151515	-0,015151515	1,264	0	-0,007246377	0,001056774	0,872
1	0,007692308	0,007692308	1,264	1	0,02189781	0,02440893	0,872
2	-0,007633588	-0,007633588	1,264	2	0,003571429	0,007474551	0,872
3	0,038461538	0,038461538	1,264	3	-0,021352313	-0,02418097	0,872
4	0	0	1,264	4	0	0,024809365	0,872
5	0,014814815	0,014814815	1,264	5	0	-0,006176943	0,872

Tablo 3.33. 2011 yılı (-5,5) olay aralığı AR_t ve CAR_t Verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-5	-0,008456037	-0,008456037
-4	-0,004062839	-0,012518876
-3	-0,000314698	-0,012833574
-2	-0,001425329	-0,014258903
-1	-0,015104126	-0,029363029
0	-0,002916061	-0,032279089
1	0,016800886	-0,015478203
2	-0,010355718	-0,025833921
3	0,014794028	-0,011039893
4	0,024306358	0,013266465
5	-0,009129837	0,004136628



Şekil 14. 2011 yılı (-5,5) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekillerden de anlaşılacağı gibi 2011 yılında (-5,5) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetiyle ilgili duyuru yapılmadan önceki 5.günden 2.güne kadar negatif ve benzer seyir izleyen CAR_t değerleri, 1.günden olay gününe kadar bir düşüş göstermiştir. Bu düşüş olay günü en alt seviyeye ulaşmıştır. Olay gününden bir gün sonra değerler yükselişe geçmiştir, 1. ve 3.gün arasında tekrar düşmüşse de 3.günden sonra hızlı bir artış göstererek 4.gün maksimum seviyeye ulaşmış ve pozitif bir seyir izlemiştir. 5.gün tekrar düşüşe geçse de pozitif değerde kalmaya devam etmiştir. Olay günü en düşük olan CAR_t değerlerinin bir gün sonra yükselmesi ve bundan sonrada yükselişin devam ederek pozitif değere geçmesi birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisinin bir göstergesidir.

3.1.4.7.2. 2011 Yılı Firmaları İçin (-15,15) Olay Aralığı

Bu aralıkta CAR_t hesaplamasına %90, %95 ve %99 güven aralıklarında anlamlı olan 17 şirket dahil edilmiştir. Bu aralıklar dışında kalan 8 şirket, tahmini getiri hesaplamasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermediği için CAR_t hesaplamasına dahil edilmemiştir.

CAR_t hesaplamasına dahil edilen 17 şirketten Banvit (BANVT), Koç-net (KCHOL), Socar&Turcas (TRCAS) hedef firmalar, Tav Hava Yolları (TAVHL), Aksa Enerji (AKSEN), Tesco-Kıpa (KIPA), Logo Yazılım (LOGO), Avrasya GYO (AVGYO), Koza Altın (KOZAL), Katmerciler Araç Üstü Ekipman (KATMR), Turkcell (TCELL), Altınyag

Kombineleri (ALYAG), Nuh Çimento (NUHCM), Soda Sanayi (SODA), Socar&Turcas Enerji (TRCAS), Serve Kırtasiye (SERVE), Merko Gıda (MERKO), Deva Holding (DEVA) ise satın alan firmalardır.

Buna göre Tablo 3.34’de bu firmalar için hesaplanmış olan günlük hisse senedi getirileri, piyasa endeksi getirileri ve Tablo 3.35’de ise ortalama aşırı getirileri (AR_t) ve kümülatif ortalama aşırı getirileri (CAR_t) gösterilmektedir. Şekil 15’de ise bu aralık için hesaplanmış olan CAR_t değerlerinin olay aralığı içerisindeki seyri grafikte gösterilmektedir.

Tablo 3.34. 2011 yılı (-15,15) olay aralığı getiri ve beta verileri

olay günü	TAVHL	imkb 100	beta	olay günü	AKSEN	imkb 100	Beta
-15	0,0175	-0,00938454	0,852	-15	-0,025	-0,003373425	0,858
-14	0,002457002	0,000338077	0,852	-14	0,002564103	0,022054525	0,858
-13	0,007352941	-0,01436555	0,852	-13	-0,012787724	-0,003761342	0,858
-12	0,01946472	0,020675891	0,852	-12	-0,012953368	-0,005924488	0,858
-11	0,002386635	0,007516319	0,852	-11	-0,020997375	-0,002712889	0,858
-10	0,019047619	-0,017195817	0,852	-10	-0,045576408	-0,007181671	0,858
-9	-0,037383178	-0,021582559	0,852	-9	-0,016853933	-0,03244047	0,858
-8	-0,024271845	0,015859178	0,852	-8	-0,037142857	-0,05158734	0,858
-7	-0,017412935	0,014381364	0,852	-7	-0,080118694	-0,07077194	0,858
-6	-0,017721519	-0,006060036	0,852	-6	0,012903226	0,012962216	0,858
-5	-0,010309278	-0,011384252	0,852	-5	-0,066878981	-0,050104218	0,858
-4	0,005208333	0,011897228	0,852	-4	0,027303754	0,033978742	0,858
-3	-0,002590674	-0,005795758	0,852	-3	-0,013289037	0,003299497	0,858
-2	0,044155844	0,000837752	0,852	-2	0,02020202	0,024846207	0,858
-1	-0,002487562	8,79789E-05	0,852	-1	-0,01650165	0,01144407	0,858
0	0,007481297	-0,014977082	0,852	0	-0,003355705	0,002225614	0,858
1	-0,02970297	-0,011180287	0,852	1	-0,057239057	-0,041903189	0,858
2	-0,007653061	-0,03160688	0,852	2	0	0,02148022	0,858
3	-0,017994859	-0,014516375	0,852	3	-0,014285714	0,004245809	0,858
4	-0,013089005	-0,017213547	0,852	4	0	-0,016430828	0,858
5	-0,01061008	-0,028768772	0,852	5	-0,010869565	0,012279943	0,858
6	0,040214477	0,029212036	0,852	6	-0,025641026	-0,001647721	0,858
7	0,010309278	0,023738614	0,852	7	-0,030075188	0,01396871	0,858
8	-0,015306122	-0,003649329	0,852	8	-0,003875969	0,004441274	0,858
9	0,098445596	0,046551173	0,852	9	-0,007782101	0,02649293	0,858
10	-0,044811321	-0,013043823	0,852	10	-0,011764706	-0,023846019	0,858
11	-0,019753086	0,017890171	0,852	11	0,035714286	0,017851884	0,858
12	-0,007556675	0,007788312	0,852	12	0,045977011	0,003970209	0,858
13	0,007614213	-0,009361218	0,852	13	0,054945055	0,02631801	0,858
14	-0,005037783	0,008407964	0,852	14	0,03125	-0,013917312	0,858
15	-0,032911392	-0,02973584	0,852	15	0,016835017	-0,005333705	0,858

Tablo 3.34.'ün devamı

olay günü	KIPA	imkb 100	beta	olay günü	BANVT	imkb 100	Beta
-15	-0,00867052	-0,01304382	0,432	-15	0,00547945	-0,00391618	0,108
-14	0,0058309	0,017890171	0,432	-14	-0,03814714	-0,03784919	0,108
-13	-0,0057971	0,007788312	0,432	-13	0,01133144	0,00178398	0,108
-12	0,00291545	-0,00936122	0,432	-12	-0,01120448	-0,00144282	0,108
-11	-0,00290698	0,008407964	0,432	-11	0,00849858	0,001926487	0,108
-10	-0,01166181	0,004722623	0,432	-10	0,00280899	0,017245745	0,108
-9	-0,00294985	-0,02823757	0,432	-9	0,00560224	0,00576845	0,108
-8	-0,0147929	-0,02583528	0,432	-8	0,00835655	0,012889827	0,108
-7	0,003003	0,002048849	0,432	-7	0	-0,01475742	0,108
-6	-0,02994012	-0,02307355	0,432	-6	-0,00276243	0,012929218	0,108
-5	0,02469136	0,010664413	0,432	-5	-0,01385042	-0,0144662	0,108
-4	0	-0,00425332	0,432	-4	-0,00842697	0,005272709	0,108
-3	-0,00903614	-0,01787837	0,432	-3	-0,00849858	-0,01620171	0,108
-2	0,00607903	0,027292141	0,432	-2	-0,01714286	-0,03277269	0,108
-1	-0,02114804	-0,0072805	0,432	-1	0,01453488	0,015881187	0,108
0	0,00617284	-0,00301213	0,432	0	0,01146132	-0,00938454	0,108
1	0,02453988	0,006920899	0,432	1	-0,00849858	0,000338077	0,108
2	-0,00299401	0,010946008	0,432	2	-0,00571429	-0,01436555	0,108
3	0,01201201	0,000836868	0,432	3	0,01724138	0,002648102	0,108
4	-0,0148368	-0,01917764	0,432	4	0,00564972	0,025631639	0,108
5	0	0,009706866	0,432	5	-0,0252809	-0,01719582	0,108
6	-0,00903614	-0,01511903	0,432	6	-0,02881844	-0,02158256	0,108
7	-0,00303951	0,001450066	0,432	7	0,00593472	0,015859178	0,108
8	-0,00609756	0,029569178	0,432	8	0,00294985	0,014381364	0,108
9	-0,01840491	-0,02509522	0,432	9	-0,00588235	-0,00606004	0,108
10	-0,00625	-0,00636452	0,432	10	-0,0147929	-0,01138425	0,108
11	-0,00314465	-0,01996013	0,432	11	0,01201201	0,011897228	0,108
12	0,00315457	-0,00688586	0,432	12	-0,00593472	-0,00579576	0,108
13	0,00628931	0,018959014	0,432	13	0,00895522	0,000837752	0,108
14	0,021875	0,012378441	0,432	14	-0,00295858	8,79789E-05	0,108
15	0,0030581	0,014468462	0,432	15	0,00890208	-0,01497708	0,108

Tablo 3.34.'ün devamı

Olay günü	LOGO	imkb 100	beta	olay günü	AVGYO	imkb 100	Beta
-15	0,029239766	-0,02365102	0,633	-15	0,108843537	0,02440893	1,563
-14	0	0,015859178	0,633	-14	-0,073619632	0,007474551	1,563
-13	-0,005681818	0,014381364	0,633	-13	-0,066225166	-0,02418097	1,563
-12	-0,04	-0,017375298	0,633	-12	0,007092199	0,024809365	1,563
-11	0,005952381	0,011897228	0,633	-11	0,035211268	-0,006176943	1,563
-10	0	-0,005795758	0,633	-10	-0,006802721	-0,036228929	1,563
-9	0	0,000837752	0,633	-9	-0,020547945	0,04820593	1,563
-8	-0,00591716	8,79789E-05	0,633	-8	-0,013986014	-0,017509331	1,563
-7	-0,017857143	-0,014977082	0,633	-7	0,007092199	0,004793739	1,563
-6	-0,006060606	-0,011180287	0,633	-6	-0,035211268	-0,002494811	1,563
-5	-0,054878049	-0,03160688	0,633	-5	-0,00729927	0,003612887	1,563
-4	-0,006451613	-0,014516375	0,633	-4	0	0,008636135	1,563
-3	0	-0,017213547	0,633	-3	0,014705882	0,009353784	1,563
-2	-0,025974026	-0,028768772	0,633	-2	-0,014492754	0,000190987	1,563
-1	0,026666667	0,029212036	0,633	-1	-0,117647059	-0,012984014	1,563
0	0,071428571	0,023738614	0,633	0	-0,025	-0,007220132	1,563
1	0,012121212	-0,003649329	0,633	1	-0,076923077	-0,023617527	1,563
2	0,011976048	0,046551173	0,633	2	-0,101851852	-0,037554204	1,563
3	-0,01183432	-0,013043823	0,633	3	0,164948454	0,00998209	1,563
4	-0,005988024	0,017890171	0,633	4	0,150442478	-0,00136017	1,563
5	0	0,007788312	0,633	5	-0,046153846	-0,042010075	1,563
6	-0,018072289	-0,009361218	0,633	6	-0,032258065	-0,000768021	1,563
7	-0,006134969	0,008407964	0,633	7	0,141666667	0,029367124	1,563
8	-0,018518519	-0,02973584	0,633	8	-0,03649635	0,01201897	1,563
9	-0,006289308	0,006274107	0,633	9	-0,045454545	-0,014649133	1,563
10	-0,006329114	-0,02583528	0,633	10	0,007936508	0,01800255	1,563
11	-0,012738854	0,002048849	0,633	11	0,023622047	0,019284636	1,563
12	-0,006451613	-0,023073548	0,633	12	0	0,010969078	1,563
13	0,019480519	0,010664413	0,633	13	-0,015384615	0,009695386	1,563
14	0,006369427	-0,004253325	0,633	14	0,015625	0,011733465	1,563
15	0	-0,017878371	0,633	15	-0,023076923	-0,004898803	1,563

Tablo 3.34.'ün devamı

olay günü	KOZAL	imkb 100	beta	olay günü	KATMR	imkb 100	Beta
-15	0,028880866	-0,00936122	1,262	-15	0,022535211	0,051021486	0,667
-14	0,052631579	0,008407964	1,262	-14	0,008264463	-0,00100494	0,667
-13	-0,023333333	-0,02973584	1,262	-13	-0,038251366	-0,01722877	0,667
-12	-0,010238908	0,006274107	1,262	-12	-0,042613636	-0,05782077	0,667
-11	-0,034482759	-0,02583528	1,262	-11	-0,005934718	0,008483511	0,667
-10	0,032142857	0,002048849	1,262	-10	0,029850746	0,025704915	0,667
-9	-0,076124567	-0,02307355	1,262	-9	-0,011594203	0,012481534	0,667
-8	-0,02247191	0,010664413	1,262	-8	0,070381232	0,013048654	0,667
-7	-0,007662835	-0,00425332	1,262	-7	-0,030136986	-0,00108353	0,667
-6	-0,034749035	-0,01787837	1,262	-6	0,002824859	-0,00391618	0,667
-5	0,036	0,027292141	1,262	-5	-0,025352113	-0,03784919	0,667
-4	0,038610039	-0,0072805	1,262	-4	0,028901734	0,00178398	0,667
-3	-0,011152416	-0,00301213	1,262	-3	-0,008426966	-0,00144282	0,667
-2	0,003759398	0,006920899	1,262	-2	0	0,001926487	0,667
-1	-0,003745318	0,010946008	1,262	-1	0,002832861	0,017245745	0,667
0	0,015037594	0,000836868	1,262	0	-0,005649718	0,00576845	0,667
1	-0,033333333	-0,01917764	1,262	1	0,014204545	0,012889827	0,667
2	-0,042145594	0,009706866	1,262	2	-0,008403361	-0,01475742	0,667
3	0,004	-0,01511903	1,262	3	0,011299435	0,012929218	0,667
4	-0,007968127	0,001450066	1,262	4	-0,011173184	-0,0144662	0,667
5	0,016064257	0,029569178	1,262	5	-0,008474576	0,005272709	0,667
6	-0,003952569	-0,02509522	1,262	6	0,002849003	-0,01620171	0,667
7	-0,031746032	3,88104E-07	1,262	7	0	-0,03277269	0,667
8	-0,028688525	-0,02619799	1,262	8	0,002840909	0,015881187	0,667
9	0,033755274	-0,00688586	1,262	9	-0,011331445	-0,00938454	0,667
10	0,065306122	0,018959014	1,262	10	-0,005730659	0,000338077	0,667
11	0,045977011	0,012378441	1,262	11	-0,011527378	-0,01436555	0,667
12	0	0,014468462	1,262	12	0,017492711	0,020675891	0,667
13	-0,062271062	-0,01136225	1,262	13	0,00286533	0,007516319	0,667
14	0,06640625	0,023961205	1,262	14	-0,02	-0,01719582	0,667
15	0,025641026	0,013867034	1,262	15	-0,014577259	-0,02158256	0,667

Tablo 3.34.'ün devamı

olay günü	TCELL	imkb 100	beta	olay günü	ALYAG	imkb 100	Beta
-15	0,020979021	0,020675891	0,905	-15	0	-0,023846019	1,171
-14	0,01826484	0,007516319	0,905	-14	-0,012820513	0,017851884	1,171
-13	-0,022421525	-0,01719582	0,905	-13	0,038961039	0,003970209	1,171
-12	-0,016055046	-0,02158256	0,905	-12	0,0125	0,02631801	1,171
-11	0,013986014	0,015859178	0,905	-11	-0,012345679	-0,013917312	1,171
-10	0,07816092	0,014381364	0,905	-10	0	-0,005333705	1,171
-9	-0,012793177	-0,00606004	0,905	-9	-0,0125	0,018807905	1,171
-8	0,01511879	-0,01138425	0,905	-8	0,012658228	-0,009333172	1,171
-7	0,014893617	0,011897228	0,905	-7	0,0125	0,017706995	1,171
-6	-0,012578616	-0,00579576	0,905	-6	0,024691358	0,013671562	1,171
-5	-0,016985138	0,000837752	0,905	-5	-0,024096386	0,000634581	1,171
-4	0,006479482	8,79789E-05	0,905	-4	0,037037037	0,051021486	1,171
-3	0,004291845	-0,01497708	0,905	-3	0	-0,001004942	1,171
-2	-0,006410256	-0,01118029	0,905	-2	-0,05952381	-0,046820463	1,171
-1	-0,019354839	-0,03160688	0,905	-1	-0,012658228	-0,028570591	1,171
0	0,004385965	-0,01451638	0,905	0	-0,012820513	0,008483511	1,171
1	-0,026200873	-0,01721355	0,905	1	0,233766234	0,025704915	1,171
2	-0,082959641	-0,02876877	0,905	2	0,031578947	0,012481534	1,171
3	0,100244499	0,029212036	0,905	3	-0,010204082	0,013048654	1,171
4	0,006666667	0,023738614	0,905	4	0,082474227	-0,001083534	1,171
5	-0,008830022	-0,00364933	0,905	5	0,076190476	-0,003916176	1,171
6	0,011135857	0,046551173	0,905	6	0	-0,037849191	1,171
7	-0,004405286	-0,01304382	0,905	7	0,07079646	0,00178398	1,171
8	-0,011061947	0,017890171	0,905	8	-0,024793388	-0,001442824	1,171
9	0,006711409	0,007788312	0,905	9	0,025423729	0,001926487	1,171
10	0,004444444	-0,00936122	0,905	10	0,115702479	0,017245745	1,171
11	-0,013274336	0,008407964	0,905	11	0,088888889	0,00576845	1,171
12	-0,002242152	-0,02973584	0,905	12	0,081632653	0,012889827	1,171
13	-0,008988764	0,006274107	0,905	13	-0,031446541	-0,014757424	1,171
14	0,004535147	-0,02583528	0,905	14	0,12987013	0,012929218	1,171
15	0,002257336	0,002048849	0,905	15	0,109195402	-0,014466202	1,171

Tablo 3.34.'ün devamı

olay günü	KCHOL	imkb 100	beta	olay günü	NUHCM	imkb 100	Beta
-15	0,006578947	-0,00606004	1,224	-15	0,019917012	0,024809365	0,652
-14	-0,024509804	-0,01138425	1,224	-14	-0,004068348	-0,006176943	0,652
-13	0,025125628	0,011897228	1,224	-13	0,012254902	0,005369953	0,652
-12	-0,009803922	-0,00579576	1,224	-12	0,012106538	0,004834637	0,652
-11	0,02310231	0,000837752	1,224	-11	-0,007974482	-0,017509331	0,652
-10	0,016129032	8,79789E-05	1,224	-10	0,023311897	0,004793739	0,652
-9	-0,028571429	-0,01497708	1,224	-9	-0,014925373	-0,002494811	0,652
-8	-0,017973856	-0,01118029	1,224	-8	0,003987241	0,003612887	0,652
-7	0,12312812	-0,03160688	1,224	-7	0,003177125	0,008636135	0,652
-6	-0,151111111	97,54836248	1,224	-6	0,038796516	0,009353784	0,652
-5	-0,034904014	-0,99017214	1,224	-5	0,033536585	0,000190987	0,652
-4	-0,063291139	-0,02876877	1,224	-4	-0,014011799	-0,012984014	0,652
-3	0,042471042	0,029212036	1,224	-3	-0,022438295	-0,007220132	0,652
-2	0,022222222	0,023738614	1,224	-2	-0,029839327	-0,023617527	0,652
-1	0,030797101	-0,00364933	1,224	-1	-0,068611987	-0,053763024	0,652
0	0,089630931	0,046551173	1,224	0	0,073666384	-0,01532889	0,652
1	-0,016129032	-0,01304382	1,224	1	0	0,019663961	0,652
2	0,032786885	0,017890171	1,224	2	-0,041798107	0,012383439	0,652
3	0,022222222	0,007788312	1,224	3	-0,016460905	7,65795E-05	0,652
4	-0,01552795	-0,00936122	1,224	4	0,045188285	0,002906998	0,652
5	0,003154574	0,008407964	1,224	5	0,008006405	-0,019981639	0,652
6	-0,044025157	-0,02973584	1,224	6	-0,019857029	-0,009081773	0,652
7	-0,003289474	0,006274107	1,224	7	0,012155592	0,005686177	0,652
8	-0,018151815	-0,02583528	1,224	8	-0,004003203	0,003261952	0,652
9	-0,003361345	0,002048849	1,224	9	-0,012057878	-0,006591173	0,652
10	-0,030354132	-0,02307355	1,224	10	-0,007323027	-0,004570817	0,652
11	-0,003478261	0,010664413	1,224	11	0,01557377	0,006432018	0,652
12	-0,013961606	-0,00425332	1,224	12	-0,015334948	0,024360058	0,652
13	-0,02300885	-0,01787837	1,224	13	-0,012295082	0,007291273	0,652
14	0,038043478	0,027292141	1,224	14	0,019917012	0,017249052	0,652
15	-0,010471204	-0,0072805	1,224	15	-0,007323027	0,003224605	0,652

Tablo 3.34.'ün devamı

olay günü	SODA	imkb100	beta	olay günü	TRCAS	imkb 100	Beta
-15	0,009868421	0,017890171	0,446	-15	-0,0127119	0,008407964	0,637
-14	-0,013029316	0,007788312	0,446	-14	-0,0214592	-0,02973584	0,637
-13	0,01320132	-0,009361218	0,446	-13	0,004386	0,006274107	0,637
-12	0,019543974	0,008407964	0,446	-12	-0,0218341	-0,02583528	0,637
-11	-0,022364217	-0,02973584	0,446	-11	0	0,002048849	0,637
-10	0,016339869	0,006274107	0,446	-10	-0,0267857	-0,023073548	0,637
-9	0,003215434	-0,02583528	0,446	-9	-0,0091743	0,010664413	0,637
-8	0,038461538	0,002048849	0,446	-8	0,0046296	-0,004253325	0,637
-7	-0,024691358	-0,023073548	0,446	-7	-0,0414747	-0,017878371	0,637
-6	0,025316456	0,010664413	0,446	-6	-0,0336538	0,027292141	0,637
-5	-0,00308642	-0,004253325	0,446	-5	0,0348259	-0,007280496	0,637
-4	-0,012383901	-0,017878371	0,446	-4	-0,0096154	-0,00301213	0,637
-3	0,015673981	0,027292141	0,446	-3	0,0145631	0,006920899	0,637
-2	-0,009259259	-0,007280496	0,446	-2	0,0095694	0,010946008	0,637
-1	-0,009345794	-0,00301213	0,446	-1	0	0,000836868	0,637
0	0,012578616	0,006920899	0,446	0	0,0189573	-0,019177644	0,637
1	0,00310559	0,010946008	0,446	1	0,027907	0,009706866	0,637
2	-0,009287926	0,000836868	0,446	2	0,0045249	-0,015119025	0,637
3	-0,01875	-0,019177644	0,446	3	-0,0315315	0,001450066	0,637
4	-0,00955414	0,009706866	0,446	4	0,0232558	0,029569178	0,637
5	0,061093248	-0,015119025	0,446	5	-0,0318182	-0,02509522	0,637
6	-0,021212121	0,001450066	0,446	6	0,0046948	-0,00636452	0,637
7	0,021671827	0,029569178	0,446	7	-0,0373832	-0,019960129	0,637
8	-0,015151515	-0,02509522	0,446	8	-0,0048544	-0,006885862	0,637
9	0,009230769	-0,00636452	0,446	9	0,0243902	0,018959014	0,637
10	0,015243902	-0,019960129	0,446	10	0,0095238	0,012378441	0,637
11	-0,009009009	-0,006885862	0,446	11	0,0188679	0,014468462	0,637
12	0,024242424	0,018959014	0,446	12	-0,0138889	-0,011362253	0,637
13	0,00295858	0,012378441	0,446	13	0,0234742	0,023961205	0,637
14	-0,01179941	0,014468462	0,446	14	0,0183486	0,013867034	0,637
15	-0,029850746	-0,011362253	0,446	15	-0,0045045	0,015981154	0,637

Tablo 3.34.'ün devamı

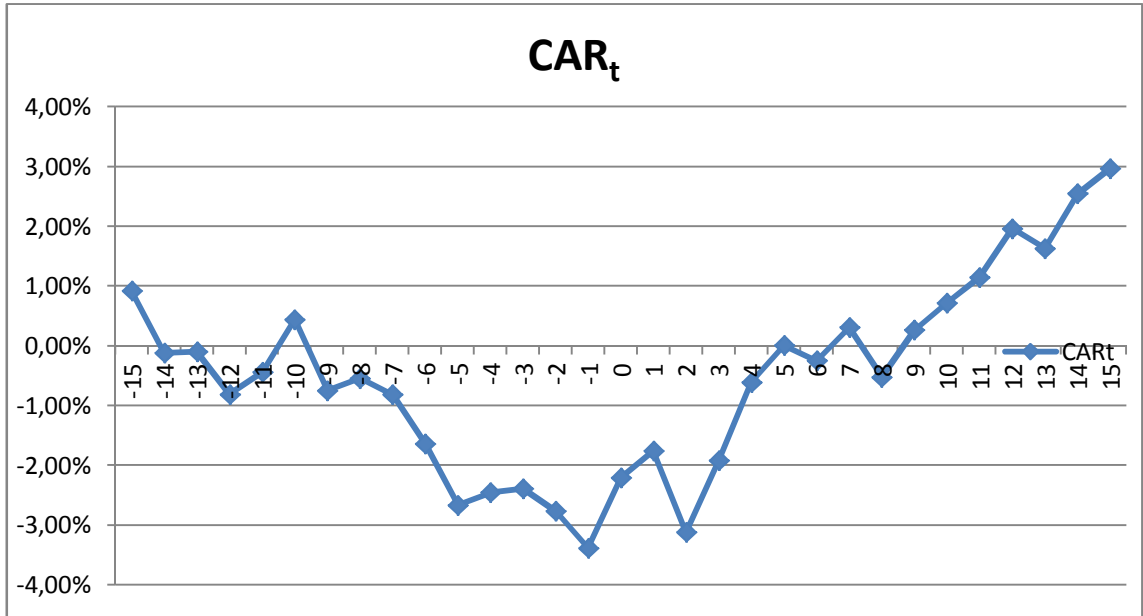
olay günü	SERVE	imkb 100	beta	olay günü	MERKO	imkb 100	beta
-15	-0,022222222	-0,011180287	0,539	-15	-0,013513514	-0,001772252	0,737
-14	-0,034090909	-0,03160688	0,539	-14	-0,034246575	-0,00484309	0,737
-13	-0,023529412	-0,014516375	0,539	-13	0,007092199	0,011302732	0,737
-12	-0,024096386	-0,017213547	0,539	-12	0	0,014899988	0,737
-11	0,012345679	-0,028768772	0,539	-11	0	-0,006144898	0,737
-10	0	0,029212036	0,539	-10	-0,035211268	-0,006197096	0,737
-9	0,06097561	0,023738614	0,539	-9	0	0,000474634	0,737
-8	-0,034482759	-0,003649329	0,539	-8	0,01459854	-0,002779893	0,737
-7	0,023809524	0,046551173	0,539	-7	-0,028776978	-0,021058126	0,737
-6	0	-0,013043823	0,539	-6	0	-0,020046783	0,737
-5	0	0,017890171	0,539	-5	-0,02962963	0,002918004	0,737
-4	0,011627907	0,007788312	0,539	-4	0,015267176	0,009816296	0,737
-3	0,011494253	-0,009361218	0,539	-3	-0,015037594	-0,01148717	0,737
-2	-0,034090909	0,008407964	0,539	-2	0,015267176	0,016809509	0,737
-1	0	-0,02973584	0,539	-1	-0,007518797	-0,013142631	0,737
0	0	0,006274107	0,539	0	-0,015151515	0,006075831	0,737
1	-0,023529412	-0,02583528	0,539	1	0,007692308	0,00783781	0,737
2	-0,048192771	0,002048849	0,539	2	-0,007633588	-0,001923231	0,737
3	0	-0,023073548	0,539	3	0,038461538	0,013975374	0,737
4	0,012658228	0,010664413	0,539	4	0	0,002925863	0,737
5	-0,0125	-0,004253325	0,539	5	0,014814815	0,004230283	0,737
6	0	-0,017878371	0,539	6	0	-7,72885E-05	0,737
7	0,025316456	0,027292141	0,539	7	0	0,014577209	0,737
8	-0,012345679	-0,007280496	0,539	8	-0,00729927	-0,004992777	0,737
9	0,0375	-0,00301213	0,539	9	-0,007352941	-0,009804081	0,737
10	0	0,006920899	0,539	10	0,007407407	0,013610191	0,737
11	-0,012048193	0,010946008	0,539	11	-0,014705882	-0,007872754	0,737
12	0,073170732	0,000836868	0,539	12	0	-0,010797506	0,737
13	0	-0,019177644	0,539	13	-0,014925373	-0,003492319	0,737
14	-0,022727273	0,009706866	0,539	14	0	0,009112648	0,737
15	-0,058139535	-0,015119025	0,539	15	0,03030303	-0,008176436	0,737

Tablo 3.34.'ün devamı

olay günü	DEVA	imkb 100	beta
-15	-0,009868421	-0,013023211	0,577
-14	0	-0,00303088	0,577
-13	0	0,003767606	0,577
-12	0,009966777	0,009592498	0,577
-11	-0,003289474	-0,010147214	0,577
-10	-0,00330033	-0,015442927	0,577
-9	0	-0,006031151	0,577
-8	-0,009933775	0,000520862	0,577
-7	0,006688963	-0,017676932	0,577
-6	0,003322259	0,009791688	0,577
-5	-0,016556291	-0,011006061	0,577
-4	-0,003367003	-0,0007486	0,577
-3	0	0,012402364	0,577
-2	-0,023648649	-0,013983425	0,577
-1	-0,044982699	-0,028095935	0,577
0	-0,007246377	0,001056774	0,577
1	0,02189781	0,02440893	0,577
2	0,003571429	0,007474551	0,577
3	-0,021352313	-0,02418097	0,577
4	0	0,024809365	0,577
5	0	-0,006176943	0,577
6	0,003636364	0,005369953	0,577
7	0	0,004834637	0,577
8	-0,007246377	-0,017509331	0,577
9	0	0,004793739	0,577
10	-0,003649635	0,011409022	0,577
11	0,003663004	-0,010183773	0,577
12	-0,003649635	0,008636135	0,577
13	-0,014652015	0,009353784	0,577
14	0	0,000190987	0,577
15	-0,014869888	-0,012984014	0,577

Tablo 3.35. 2011 yılı (-15,15) olay aralığı AR_t ve CAR_t Verileri

olay günü	AR _t	CAR _t
-15	0,009214634	0,009214634
-14	-0,010364204	-0,001149570
-13	0,000216551	-0,000933018
-12	-0,007140476	-0,008073494
-11	0,003689202	-0,004384293
-10	0,008825711	0,004441419
-9	-0,011877455	-0,007436036
-8	0,002009654	-0,005426383
-7	-0,002735043	-0,008161426
-6	-0,008196967	-0,016358393
-5	-0,010248547	-0,026606940
-4	0,002075149	-0,024531791
-3	0,000655523	-0,023876268
-2	-0,003767016	-0,027643284
-1	-0,006131778	-0,033775062
0	0,011707606	-0,022067456
1	0,004478729	-0,017588727
2	-0,013580607	-0,031169335
3	0,011991609	-0,019177726
4	0,013145208	-0,006032518
5	0,006158618	0,000126100
6	-0,002555923	-0,002429823
7	0,005557869	0,003128046
8	-0,008341363	-0,005213318
9	0,007926224	0,002712907
10	0,004514807	0,007227714
11	0,004291638	0,011519352
12	0,008169462	0,019688814
13	-0,003315545	0,016373269
14	0,00912783	0,025501099
15	0,004216026	0,029717125



Şekil 15. 2011 yılı (-15,15) olay aralığı CAR_t grafiği

Tablolardan ve şekilden de anlaşılacağı üzere 2011 yılında (-15,15) olay aralığında olay anı 0 olarak gösterilmiştir. Birleşme faaliyetleriyle ilgili duyuru yapılmadan önceki 5.güne kadar bir düşüş gösteren CAR_t değerleri 6. gün bir yükseliş göstermiş fakat daha sonraki günlerde düşüşünü devam ettirmiştir. Olay günü yükselme görülse de değerler yine negatif bir seyir izlemiştir. Olay anından 2 gün sonra yükselişe geçen değerler pozitif bir seyir izlemiş ve bu seyri artırarak devam ettirmiştir. Buradaki dalgalanmalar ve duyuru sonrası artışın olması şirket birleşme duyurularının hisse senedi getirilerine etkisinin bir göstergesidir.

SONUÇ

Teknolojik gelişmeler ve gittikçe artan global rekabetle daralan kâr marjları firmaları büyümeye yönlendirmiştir. Bu faktörlere ilaveten sinerji yaratma, yetenekli yönetime sahip olma, ölçek ekonomilerinden ve vergi avantajlarından yararlanma, çeşitlendirmeye riski azaltma gibi nedenlerden dolayı firmalarda birleşme ve satın alma eğilimleri artmıştır. Birleşme, iki veya daha fazla firmanın varlıklarını ve borçlarını birleştirerek tek bir firma halinde faaliyetlerini sürdürmeleridir. Birleşme işlemi sonucunda bir firmanın tüzel kişiliği devam ederken, diğer bir firmanın tüzel kişiliği son bulur ya da her iki firmanın da tüzel kişiliği sona erdirilerek yeni bir tüzel kişilik kurulur. Bazen birleşme, bir hedef firma belirlenmesi ve o firmanın dolaşımdaki hisse senetlerinin satın alınması şeklinde de gerçekleşebilir. Buna “satın alma” denilmektedir. Ancak literatürde birleşme ve satın alma kavramları iç içe geçmiş durumdadır. Bu çalışmada da birleşme ve satın alma kavramları birlikte kullanılmıştır. Birleşmeler, yatay, dikey, karma, coğrafi birleşmeler şeklinde sınıflandırılabilir gibi, iyi niyetli, birleşmeler, aleni alım teklifleri veya düşmanca birleşmeler şeklinde de sınıflandırılmaktadır. Birleşmelerin başarısı çeşitli nitel, nicel ve finansal faktörlere bağlı olarak değişmektedir.

Sermaye piyasalarında etkinliğin ve güvenin sağlanması firma değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesine ve bulunan değer gerçeği yansıtmasına bağlıdır. Sermaye piyasalarının bu hızlı gelişimine bağlı olarak şirket birleşmelerinin ve satın almaların artması firma sahiplerini ve yatırımcıları firma değerini doğru bir şekilde tespit etmeye yönlendirmiştir

Birleşmelerde veya satın almalarda firma değerinin belirlenmesi, işletmenin devamlılığı açısından oldukça önemlidir. Özellikle satın alınacak hedef firmaya yapılacak fiyat teklifinde, firma değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi ve gerçeği yansıtması oluşacak

sinerjiyi, dolayısıyla birleşmenin başarısını etkileyen en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

Firma değerinin tespitinde birçok faktör dikkate alınmaktadır. Bunlar; işletmenin mevcut varlık ve sermaye yapısı, kullanılan sermayenin maliyeti, bu maliyeti minimum kılacak borç ve öz kaynak bileşimi, firma faaliyetleriyle ve yönetim süreciyle ilgili unsurlar, temettü politikaları, asimetrik bilgi ve firmanın entelektüel sermayesi olarak sıralanabilir. Beyin gücü olarak bilinen entelektüel sermaye, küreselleşen dünyada firmaların sadece maddi güçleriyle değil, ürettikleri bilgi ve teknoloji ile değer yaratıp, gerçek güç haline gelebilmelerini ifade etmektedir. Bu açıdan entelektüel sermaye de firma değerinin tespitinde üzerinde durulması gereken önemli bir konudur.

Bu çalışmada hedef, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Ocak 2005-Aralık 2011 döneminde birleşme ve devralma faaliyetlerine konu olmuş finans sektörleri dışındaki şirketlerin hisse senedi fiyatlarının şirket birleşme ve devralmalarına karşı nasıl hareket ettiklerini olay etüdü yöntemiyle incelemektedir. Olay etüdü yöntemi, piyasanın etkinliğini ölçmede kullanılan güvenilir bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Bu yöntem kullanılırken birleşme duyuru tarihine bağlı olarak (-5,5) ve (-15,15) olay aralıkları belirlenmiştir. (-5,5) olay aralığında hedef, birleşme faaliyetlerinin hisse senedine olan etkisini anlık olarak incelemeye çalışırken, (-15,15) olay aralığında ise hedef, birleşme faaliyetlerinin hisse senedine olan etkisini daha uzun bir dönem incelemektir. Bu çalışmada bu etkiyi ölçmek için olay etüdünde kullanılan bir yöntem olan piyasa modeli yöntemi kullanılmış ve bu doğrultuda şirketlerin hisse senetlerinin tahmini getirileri hesaplanmıştır.

Elde edilen bulgular sonucunda şirket birleşmelerinde birleşmeye konu olan şirketlerin olay aralıklarında 0'dan farklı CART değerlerine sahip olduğu gözlenmiştir. (-5,5) ve (-15,15) olay aralığında incelenen birleşme faaliyetlerinde birleşme öncesinde CART değerlerinde bir artış olmuştur. Genel olarak CART değerleri olay anında ya da 1 gün sonra maksimuma ulaşmıştır. Daha sonra CART değerlerinde düşüşler gözlenmiştir. Ancak CART değerlerinin olay anında sonra izlediği trend, olay anından öncekine göre daha yüksek bir seviyededir. Ayrıca olay anından hemen önce, CART değerlerindeki artışlar, içeriden öğrenenlerin ticareti ile yorumlanmaktadır.

Elde edilen bu bulgular ve sonuçlar doğrultusunda CART değerleri 0'dan farklı olduğu

için H_0 hipotezi red edilmiş ve diğer hipotez H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Bu durum IMKB'nin henüz yarı-etkin formda bile olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla bu piyasada kamuya açıklanan birleşme duyurularından yararlanılarak anormal getiri elde edilebilmektedir. Ülkemiz piyasasına yönelik olarak daha önce yapılan bazı çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Görüldüğü gibi, yatırımcılar, firmalar birleşme kararı aldığını kamuya duyurduğunda, bu bilgiden yararlanarak kısa vadede aşırı getiriler elde edebilirler.

Sonuç olarak, çalışmaya konu olan firmalardan elde edilen veriler doğrultusunda şirket birleşme ve devralma duyurularının hisse senedi getirisine (firmanın piyasa değerine) bir etkisi olduğu tespit edilmiş ve bu durum mevcut piyasanın etkinliği konusunda bilgi vermiştir.

KAYNAKÇA**KİTAPLAR**

AKGÜÇ, Ö. (1998) Finansal Yönetim, 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65 : İstanbul.

ALTINIRMAK, GS. (2004) Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık, 1. Baskı, Alfa yayınları : İstanbul.

BERK, N. (2000) Finansal Yönetim, 5. Baskı, Türkmen Kitapevi: İstanbul.

CHAMBERS, N. (2009) Firma Değerlemesi, 2. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.

ÇELİK, O. (1999) Şirket Birleşmeleri ve Birleşmelerde Şirket Değerlemesi

EREN, E. (2000) Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası, 5. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.

KOÇEL, T. (1999) İşletme Yöneticiliği, 7. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.

ÖRTEN, Ö. , KAVAL, H. ve KARAPINAR, A. (2007) Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları, Gazi Kitapevi: Ankara.

SEVİM, A. (2004) Birleşmelerde Başarı ve Başarısızlık, 1. Baskı, Alfa Yayınları: İstanbul.

ÜLGEN, H. ve MİRZA, K. (2004) Firma Değerlemesi, 2. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.

ÜRETEN, A. ve ERCAN, MK. (2000) Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, 1. Baskı, Gazi Kitapevi: Ankara.

YÜKÇÜ, S. (1999) İşletme Yöneticiliği, 7. Baskı, Beta Yayınları: İstanbul.

MAKALELER

ARSLAN, H.B. (2001) “Şirket Evliliklerinde Başarısızlığın Temel Nedenleri” , Active Dergisi, ss:5.

AYDIN, N. (2004) “Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi”, Alfa Yayınları

AYDIN, N. (1990) “İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz, TOBB yayınları: Ankara.

BEKÇİOĞLU, S., ÖZTÜRK, M., KADERLİ, Y. (2004) “Kurulan İşbirliklerinin İMKB’ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, sayı:21, ss:44.

COULTHARD, F. (2001) “Marger But Not Acqusataon” Financial Times, February5, p.25.

ÇELİK, O. (2002) “İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom Aş’de uygulanması: MÖDAV Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, Cilt:4, S.1.

DEMİRKOL, İ. (2002) “Firma Değerlemesi Yaklaşımları” finanskulup.org. tr.

KADERLİ, Y., DEMİR, S. (2009). Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi, *Mali Çözüm Dergisi*, Sayı:91, s.45-65.

KORKMAZ, T. , ÖZDEMİR, M. (2003) “Ekonomik Katma Değer Nedir?”, Aktive Dergisi, No:33, ss:1-3.

MEDER ÇAKIR, H., KÜÇÜKKAPLAN, İ. (2012) “İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Kârlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:53, s.75.

ÖZEL, S. (2005) “Şirket Birleşmeleri ve Vergi İlişkisi”, Yaklaşım Dergisi, sayı:155, ss:1

RAO, R.K.S. (1995). Financial Management: Concept and Application, Southwestern College Publishing, Cincinnati.

YÖRÜK, N. ve Ban, Ü. (2006) “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Muhasebe ve Finans Dergisi, sayı:30, ss:88-101.

TEZLER

BULUT, Y. (2002) Şirket Birleşmelerinin Finansal Analizi: Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Aydın.

DEMİRKOL, İ. (2006) Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve Bir Uygulama, Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Ankara.

ELMAS, B. (2007) İşletme Politikalarından Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi- İMKB Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Erzurum.

GÜLCAN, Z. (2010) Şirket Birleşme ve Devralma Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkileri: İMKB Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü:Denizli

İÇKE, B.T (2006) Firma Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Değeri Açısından Analizi ve İMKB’de bir uygulama, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: İstanbul.

KANDEMİR, T (2003) Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerine Finansal Etkisi ve İMKB’ deki Birleşmeler Üzerinde Bir Araştırma, Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü:Afyon.

ÖZDEN, Ö. (2006) Türkiye’de İşletme Birleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi ve Eğitimine İlişkin Öneriler, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü İşletme Eğitimi Anabilim Dalı: Ankara.

YILDIZ, F. (2006) Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Kayseri.

İNTERNET KAYNAKLARI

www.actevefinans.com

www.angelfire.com

www.Asomedya.com

www.business tomorrow.net

www.ekodialog.com

www.finans.com

www.finpazsirketdegerleme.com

www.geocities.com

www.ikademi.com

www.mxlabs.org

www.ntvmsnbs.com

www.pdf.com

<http://tr.wikipedia.org>

<http://www.imkb.gov.tr/companynews/companynews.aspx>

DİĞER KAYNAKLAR

Ernst&Young, 2005 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2004 Raporu”, İstanbul.

Ernst&Young, 2006 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2005 Raporu”, İstanbul.

Ernst&Young, 2007 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2006 Raporu”, İstanbul.

Ernst&Young, 2008 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2007 Raporu”, İstanbul.

Ernst&Young, 2009 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2008 Raporu”, İstanbul.

Ernst&Young, 2010 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2009 Raporu”, İstanbul.

Ernst&Young, 2010 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2010 Raporu”, İstanbul

Ernst&Young, 2011 “Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu”, İstanbul

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Sibel ÇEVİKÇELİK

Doğum Tarihi ve Yeri :12.12.1978

Eğitim Durumu

Gazi Üniversitesi, Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi 1997-2001

Adnan Menderes Üniversitesi, İşletme Anabilim Dalı (Tezli Yüksek Lisans) 2009-

Yabancı Dil

İngilizce

İş Deneyimleri

Adnan Menderes Üniversitesi 2007-2011

Kuyucak Meslek Yüksek Okulu

Öğretim Görevlisi (sözleşmeli)

Nazilli Devlet Hastanesi, 2006-2007

Bilgi İşlem Bölümü

İletişim

sibelcevikcelik@hotmail.com