

CEF

**CENTER OF EXCELLENCE
IN FINANCE
SABANCI UNIVERSITY**

ARAŞTIRMA RAPORU

**Birleşme ve Devirler
Türk Alıcı ve Hedef Şirketler için
Ekonomik Değer Yaratıyor mu?**

Kurucu Sponsor

AKBANK

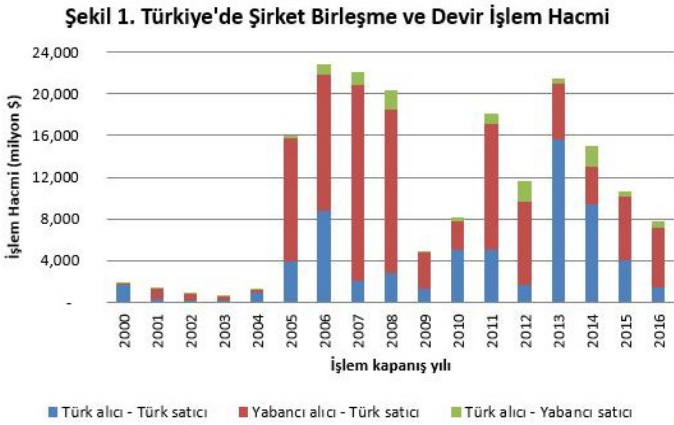
**Sabancı
Universitesi**

Yrd. Doç. Dr. Şerif Aziz Şimşir
Sabancı Üniversitesi

1. GİRİŞ

Türkiye'nin güçlü ekonomik büyümesine paralel olarak 2003-2008 yılları arası hızla gelişen şirket birleşme ve satın alımları piyasası, son yıllarda yaşanan politik ve ekonomik gelişmelerden olumsuz etkilenmiş, 2016 yılındaki işlem hacmi 2010 sonrası yıllarda elde edilen en düşük seviyeye inmiştir. Piyasadaki bu daralmanın başlıca sebeplerinden biri olarak, yabancı yatırımcının Türkiye'ye yatırım yapma ilgisinin azalması görülmektedir. Ayrıca, Türk alıcı şirketlerin satın alma isteklerinin de son dönemde kırıldığı piyasa oyuncuları tarafından ifade edilmektedir.

Şekil 1'de yer alan işlem hacminin yıllar içindeki gelişim grafiği bu görüşleri destekler niteliktedir.



İşlem hacminin yavaşladığı şu günlerde, birleşme ve satın alımların hangi sebeplerden yapıldığı, alan ve satan şirketlerin bu işlemlerden yarattıkları ekonomik katkının boyutunun ne olduğu, işlem öncesi alan ve satan şirketler tarafından planlanan iyileştirmelerin işlem sonrası hayata geçirilip geçirilmediği gibi önemli soruların araştırılması, birleşme ve satın alma piyasasına ilgi duyan şirketler, aracı kurumlar ve yatırımcılar için yön gösterici olacaktır. Bu araştırma raporu, bu tür temel sorulardan yola çıkarak birleşme ve satın alma işlemine konu olmuş Türk alıcı ve hedef şirketlerin işlem sonrası dönemde performanslarını incelemeyi hedeflemektedir.¹

Araştırmada kullanılmak üzere, 2010-2016 yılları arasında alıcı veya satıcı tarafta yer almış ve birleşme/devir sonrasında Borsa İstanbul'da işlem görmüş Türk şirketler belirlenmiş, ve bu şirketlerin işlem kapanışı sonrası 12 ve 24 aylık dönemde al-tut hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. Hesaplanan hisse senedi getirilerine referans olması açısından al tut getirisi hesaplanan şirketlerin sektör akranları belirlenmiş ve işlem sonrası aynı dönem için sektör akranlarının al-tut getirileri saptanmıştır.

Alıcı veya satıcı olarak işlem geçiren şirketlerin hisse senedi getirileri sektör akranlarının getirilerine göre analiz edilip yorumlanmıştır. Daha sonraki adımda, işlemler çeşitli gruplara ayrılıp hisse senedi getirilerinin alt gruplarda farklılaşıp farklılaşmadığı analiz edilmiştir. Alt gruplar, işlemin aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler tarafından yapıp yapılmadığı, hedef şirketin alan şirkete göre olan büyüklüğü, hedef şirkette alınan payın çoğunluk veya azınlık olması ve alıcı/hedef şirketlerin menşei olarak belirlenmiştir.²

Araştırmadan çıkan bulguların iki önemli varsayım altında değerlendirildiği unutulmamalıdır. Bunlardan ilki, birleşme ve satın alma işlemlerinde yaratılan ekonomik değerın alıcı veya hedef şirket hisse senedi fiyatlarına yansıtılacağıdır. Etkin piyasalar hipotezine göre yatırımcılar elde edilen ekonomik değerleri tanımlayabilmekte ve piyasada yaptıkları işlemler vasıtasıyla bu değerleri hisse senedi fiyatına yansıtmaktadırlar. Araştırmada kullanılan ikinci varsayım ise birleşme ve satın alma işlemi dışındaki faktörlerin işlem gören şirketlerin hisse senedi fiyatlarına rastlantısal etki edeceği, hisse senedi getirilerinin sektör akranlarına göre düzeltilmesi halinde bu faktörlerin hisse senedi getirilerine etkisinin kaybolacağıdır. Literatürde var olan akademik çalışmaların önemli bir kısmı analizlerini bu varsayımlar altında yapmaktadırlar.

2. VERİ KÜMESİ VE YÖNTEM

Araştırmada kullanılan işlemler Thomson Reuters'ın SDC Platinum isimli veri tabanından alınmıştır. Akademik çalışmalarda sıkça kullanılan SDC, birleşme ve devir işlemlerini global ölçekte kayıt eden, işlem detaylarının zenginliği ve veri kalitesi ile tanınan bir veri tabanıdır. Veri kümesini oluştururken işlemlerin aşağıdaki kriterlere uygun olması sağlanmıştır:

- İşlem açıklanma tarihinin 1 Ocak 2010 ile 31 Aralık 2016 olması ve işlemin başarıyla gerçekleşmesi,
- İşlem değerinin 5 milyon ABD Doları'ndan yüksek olması,
- Alıcı veya hedef şirket hisselerinin Borsa İstanbul'da işlem görmesi,
- Alıcı şirketlerin işlemden önce hedef şirketlerde bulunan paylarının %1'den az olması.

İlk iki kriter, araştırmanın yakın zamanda kapanmış ekonomik değeri yüksek işlemlere odaklanması, üçüncü kriter ise alıcı veya satıcı şirketin işlem sonrası hisse senedi getirilerinin ölçülebilmesi amacıyla konmuştur. Bir işleme konu olmuş fakat halka açık olmayan şirketlerin hisse senedi getirileri ölçülemediğinden araştırmaya dahil edilememişlerdir.³ Dördüncü kriter ise alıcı şirketin hedef şirkette yaptığı stratejik değişikliklerin geçmiş tarihlerde yapılan ortaklıklardan ziyade işlemin kendisinden kaynaklanmasını sağlamak için kullanılmıştır. Örneğin, hedef şirkette %10 payı olan bir şirketin ortaklık payını ilave alım yaparak %20'ye çıkarmasının hedef şirketin yönetim ve stratejik değişimi için öneminin, hedef şirkette hiç payı olmayan bir alıcı şirketin hedef şirketten %20 pay almasının önemine göre daha az olması beklenmektedir.

Bir sonraki aşamada, işlemlere konu olan alıcı ve hedef şirketlerin hisse senedi getiri bilgileri StockGround veri tabanından alınmıştır. Şirketlerin hisse senedi getirileri hesaplanırken paylardaki bölünme, ters bölünme ve temettü dağıtımı gibi getiri hesaplamasına etki edebilecek faktörler göz önüne alınmıştır.

İşlem gören şirketlerin işlem sonrası hisse senedi performanslarını ölçmek için işlemin kapandığı ay takip eden ayın başından başlayıp 12 ve 24 ay sonra biten dönemler için al-tut getirileri hesaplanmıştır. Hisse senedi birleşme/devir kapanış tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören ve yukarıda bahsedilen kriterlere uygun tüm şirketler için al-tut getirileri hesaplanmıştır. Al-tut getirisi, dönem sonu hisse senedi fiyatının dönem başı hisse senedi fiyatına bölünmesi

ve bu orandan 1'in çıkarılması ile hesaplanmaktadır.

Birleşme/devir işlemi geçiren bir şirket birleşme veya devir işlemine maruz kalmasaydı hisse senedi performansı aynı dönemde ne olurdu? Varsayım dayalı bu sorunun cevabı bilinebilseydi işlemin hisse senedi getirisine olan nedensel etkisi net olarak ölçülebilirdi. Diğer bir deyişle, işlem gören şirket ile işlem görmemiş aynı şirket arasındaki tek fark birleşme/devir olduğundan hisse senedi getirilerindeki fark işlem görme etkisi ile açıklanabilirdi.

Böyle bir yaklaşım mümkün olmadığından, işlem gören şirketin hisse senedi getirilerinin işlem olmadığı durumda sektör akranlarının hisse senedi getirilerine benzeyeceği varsayımı kullanılarak işlem gören her bir şirket için sektör akranları bulunmuş ve işlem sonrası aynı dönemde al-tut hisse senedi getirilerinin ortanca değeri hesaplanmıştır.⁴

Düzeltilmiş hisse senedi getirileri ise işlem sonrası alıcı veya hedef şirketin al-tut hisse senedi getirisinden sektör akranlarının ortanca al-tut hisse senedi getirisinin çıkarılması ile bulunmuştur. Hesaplanan düzeltilmiş hisse senedi getirileri 12 aylık ve 24 aylık dönemler için rapor edilmiştir. Birleşen veya devir alan/alınan şirketlerin stratejik değişimleri gerçekleştirmeleri ve bu değişimlerin - duyuru tarihinde yatırımcılar tarafından fiyatlanmayan kısımlarının - hisse senedi fiyatına yansımaları zaman alabileceğinden işlem sonrası dönemin nispeten uzun olması tercih edilebilir.

Öte yandan uzun dönemler içinde birleşme ve devir ile ilgisi olmayan ancak hisse senedi fiyatlarını ciddi olarak etkileyebilecek gelişmeler (sermaye arttırımı, finansal sıkıntılar vb.) yaşanabileceğinden işlemlerin hisse senedi fiyatları üzerine olan nedensel etkisi uzun dönemlerde doğru olarak ölçülemeyebilir. Bu yüzden bu raporda işlem sonrası dönem 12 ay ve 24 ay için ayrı ayrı gösterilmiştir. 36 aylık dönem ise gözlem sayısının azlığı sebebiyle raporlanmamıştır.

Birleşen veya devir alınan/alan şirketlerin işlem sonrası dönemdeki performanslarının alternatif yöntemler ile hesaplanması mümkündür. Örneğin, akademik literatürde sıkça kullanılan ölçekler arasında şirketlerin finansal tabloları kullanılarak hesaplanan karlılık ve büyüme oranları sayılabilir (Arslan ve Şimşir, 2014). Bu araştırma piyasa bazlı bir bakış açısına göre yapıldığından finansal tablolardan elde edilen performans kriterleri kullanılmamıştır. Fakat şunu da belirtmek gerekir ki finansal tablolardaki değişimlerin

hisse senedi fiyatına hemen (etkin piyasalar hipotezi) veya bazı durumlarda gecikmeli (davranışsal etkiler) yansımaları beklendiğinden piyasa bazlı değişkenler ile finansal tablo bazlı değişkenler arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

3. Alıcı Şirketlerin Hisse Senedi Performansı

Türk alıcı şirketlerin işlem sonrası hisse senedi getirilerini incelemek amacıyla bir önceki kısımda belirtilen filtre ve kriterlere uygun 65 işlem belirlenmiştir. Bu işlemlerden grup içi işlem niteliği taşıyanlar (örneğin, Doğan Şirketler Grubu Holding'in Ocak 2012'de Doğan Müzik Kitap Mağazacılık ve Pazarlama A.Ş.'yi Doğan Yayın Holding'den satın alması) alıcı ve satıcının işlem öncesi ve sonrası dönemde aynı kişi/kurum tarafından yönetilmesi sebebiyle, iki yıldan kısa bir sürede birden fazla satın alım yapan alıcılar (örneğin, CarrefourSA'nın 2015 yılında Kiler ve İsmar'ı satın alması) ve sıklıkla satın alım yapan girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklığı niteliğindeki alıcılar da (örneğin, Gözde Girişim) işlem sonrası dönemlerin birbirleri ile çakışması sebebiyle veri kümesinden çıkarılmışlardır. Bu işlemlerin elenmesinden sonra veri kümesinde 29 işlem kalmıştır. Bu işlemler Tablo 1'de yer almaktadır.

Veri kümemizde bulunan en büyük anlaşma Anadolu Efes'in 2012 yılında SABMiller'in Rusya ve Ukrayna operasyonlarını yaklaşık 1.5 milyar ABD Doları'na satın alması işlemidir. Diğer büyük işlemler arasında Arçelik'in 2011 yılında Güney Afrika menşeli Defy Appliances'ı 331.5 milyon ABD Doları'na satın alması ve Türk Telekom'un Invitel International'ı 2011 yılında 239 milyon ABD Doları'na satın alması bulunmaktadır. Bir Türk şirketin yaptığı en büyük satın alım olarak tarihe geçen Yıldız Holding'in United Biscuits isimli İngiliz şirketi 2014 yılında yaklaşık 3 milyar ABD Doları bedelle satın alması işlemi ise Yıldız Holding'in halka açık olmaması sebebiyle veri kümemizde bulunmamaktadır. Listede yer alan 29 işlemin ortalama işlem değeri 96.6 milyon ABD Doları, işlem değeri 100 milyon ABD Doları'ndan küçük 25 işlemin ortalaması ise 18.4 milyon ABD Doları'dır. Dolayısıyla, halka açık Türk şirketlerinin 2010-2016 döneminde büyük işlemler için iştahlarının az olduğu söylenebilir.

Satın alımlarda önemli bir konu işlemde hedef şirket payının ne kadarının alıcı tarafından satın alınacağıdır. Listedeki işlemlerden 24'ünde alıcı şirket hedef şirketin çoğunluk payını satın almış, geriye kalan 5 işlemde ise azınlık ortak olarak yer almayı tercih etmiştir. Azınlık

işlemlerde alınan pay oranı ortalama %29, çoğunluk işlemlerde ise %92 olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan, veri kümesindeki halka açık Türk şirketleri alım için büyük oranda Türk şirketlerini tercih etmiş, işlemlerin %83'ünde hedef olarak Türk şirketlerini, %17'sinde ise yabancı şirketleri seçmişlerdir.

Tablo 1'in son iki kolonu listedeki alıcı şirketlerin işlem sonrasındaki 12 ve 24 aylık dönemdeki sektör akranlarına göre düzeltilmiş al-tut hisse senedi getirilerini göstermektedir. İşlem sonrası 12 aylık dönemde hisse senedi getirileri açısından dikkat çeken alıcılar Logo Yazılım (%+393), Tat Gıda (%+144), Olmuksan (%+100) ve Arçelik (%+85) olarak sıralanmaktadır. İşlem sonrası hisse senedi fiyatlarında düşüş gözlemlenen alıcılar ise Denge Yatırım Holding (%-55), Escort Teknoloji (%-46), Aksel Yatırım Holding (%-40) ve Nortel Networks Netaş (%-39) olarak sıralanmaktadır. Listede yer alan tüm alıcı payları için 12 aylık getiri ortalama %+26, 24 aylık getiri ise ortalama %+24 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1'de hesaplanan hisse senedi getirilerinin birleşme/devir işlemlerinin etkisini işlem bazında ölçebileceğini iddia etmek mümkün değildir. Örneğin, Logo Yazılım'ın işlem sonrası dönemde %+393 olarak hesaplanan düzeltilmiş getirisinin sadece Netsis Yazılım'ı satın almasından kaynaklandığını söylemek güçtür çünkü hisse senedi getirileri işlem sonrası dönemde -özellikle bu dönem yıl bazında ölçülüyorsa- birleşme/devir dışındaki olası gelişmelerden ciddi oranda etkilenir.⁵ Bu sebeple, işlem bazında değerlendirme yapmaktansa birleşme/devir dışı faktörlerin hisse senedi getirilerine olan etkisini azaltmak için düzeltilmiş hisse senedi getirilerinin ortalama değerine bakılması daha doğru olacaktır. Bu yönde bir analiz Tablo 2'de yer almaktadır.

Tüm işlemler baz alındığında, alıcı şirketlerin işlem sonrasındaki 12 aylık dönemde sektör akranlarına göre düzeltilmiş ortalama hisse senedi getirileri %+26, ortanca getirileri ise %+15 olarak ölçülmüştür. Ortalama için ölçülen değer %10 seviyesinde istatistiksel olarak sıfırdan farklı, ortanca değer ise istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. İşlem sonrası 24 aylık dönemde ise alıcı şirketlerin hisse senedi getirileri sektör akranlarına göre ortalama %+24, ortanca %+8 olarak gerçekleşmiştir. 12 aylık ölçümlerle paralel olarak, ortalama değer %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı, ortanca değer ise anlamlı değildir.

TABLO 1. İşlem Bazında İşlem Sonrası Alıcı Şirket Hisse Senedi Performansı

İşlem Kapanış Tarihi	Alan Şirket	Alan Şirket Sektörü	Hedef Şirket	Alınan Hisse Oranı (%)	İşlem Değeri Milyon USD	Sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirisi	
						12 aylık (%)	24 aylık (%)
28/5/2010	Olmuksan	Kağıt Ürünleri	DS Smith Copikas	100	6.8	+100	+53
28/6/2010	Koza Altın	Madencilik	Newmont Altın Madencilik	99.84	8.5	+12	+96
31/7/2010	Migros	Parakende	Ades Gıda	100	8.1	-26	-18
7/10/2010	Türk Telekom	İletişim	Invitel International	100	239.8	+35	+33
22/10/2010	Kardemir Karabük	Demir Çelik	Enbatı Elektrik	100	14.0	-6	+33
25/2/2011	Nuh Çimento	Çimento	Kudret Enerji	100	36.0	0	0
27/4/2011	Türkiye İş Bankası	Bankacılık	AKB Sofiya	100	40.0	+36	+5
11/10/2011	Escort Teknoloji Yatırım	Bilişim	Pavo Elektronik	10	187.6	-46	-66
12/10/2011	Nortel Networks Netaş	İletişim	Probil Bilgi İşlem	100	31.0	-39	-47
21/11/2011	Kapital Yatırım Holding	Holding	Ortadoğu Enerji	19.23	24.7	-33	-25
1/12/2011	Arçelik	Dayanıklı Tüketim Ürünleri	Defy Appliances	100	331.5	+85	+126
27/12/2011	Koza Altın İşletmeleri	Madencilik	Doğu Anadolu Maden	99.98	7.8	+63	-21
6/3/2012	Anadolu Efes	İçecek	SABMiller-Rusya, Ukrayna	100	1582.2	+23	+8
9/5/2012	Ayen Enerji	Enerji	Araklı Enerji	76	12.3	+16	+13
31/5/2012	Çimsa Çimento	Çimento	Afyon Çimento	51	32.6	+59	+87
31/12/2012	Karsusan Karadeniz	Gıda	Etiler İnci Bufe	66.67	6.2	-13	+20
31/3/2013	Denge Yatırım Holding	Holding	Yelen-Gülpınar Enerji	73.2	5.8	-55	-55
31/5/2013	Aksa Enerji Üretim	Enerji	Kapıdağ Rüzgar Enerji	93	70.4	+2	+8
19/9/2013	Logo Yazılım	Bilişim	Netsis Yazılım	100	12.8	+393	+241
20/2/2014	Bilici Yatırım	Tekstil	Biteks İplik	21.14	5.5	+16	+16
26/2/2014	AVOD Kurutulmuş Gıda	Gıda	Banadora Gıda	90	8.9	-26	0
16/7/2014	Bizim Toptan	Parakende	Şok Süpermarketler	100	14.1	-32	-14
20/8/2014	Tat Gıda	Gıda	Moova Gıda	100	15.2	+144	+115
8/1/2015	Kerevitaş Gıda	Gıda	Karma Tarımsal	100	9.4	+22	+11
20/3/2015	Türkiye Halk Bankası	Bankacılık	Cacanska Banka ad Cacak	76.74	10.9	-16	-21
10/4/2015	Trabzonspor Sportif Yatırım	Futbol Kulüpleri	Bordo Mavi Enerji	48	17.0	+55	
10/4/2015	EIS Eczacıbaşı İlaç	Sağlık	Yeni Tekstil	100	24.0	+16	
30/6/2015	Yeşil Yatırım Holding	Holding	Renco Kompozit Teknolojileri	86.67	14.5	+21	
3/12/2015	Aksel Yatırım Holding	Kağıt Ürünleri	HBZ Gayrimenkul	49	23.7	-40	

TABLO 2. İşlem Sonrası Alıcı Şirket Hisse Senedi Performansı: Özet Bilgiler

	Sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirisi - işlemden 12 ay sonrası				Sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirisi - işlemden 24 ay sonrası			
	Gözlem sayısı	Ortalama (%)	Ortanca (%)	Standart Sapma (%)	Gözlem sayısı	Ortalama (%)	Ortanca (%)	Standart Sapma (%)
Tüm işlemler	29	+26	+15	84	25	+24	+8	67
p-değeri		0.10	0.18			0.08	0.20	
Büyük işlemler	6	-15	-29	34	4	-22	-13	32
Küçük işlemler	23	+37	+16	90	21	+32	+13	68
p-değeri		0.18	0.08			0.14	0.04	
Yatay işlem	10	+47	+14	125	10	+43	+10	80
Diğer	19	+16	+16	54	15	+11	+8	55
p-değeri		0.36	0.71			0.26	0.43	
Yerli hedef şirket	24	+25	+7	91	20	+22	+9	70
Yabancı hedef şirket	5	+33	+35	36	5	+30	+8	57
p-değeri		0.86	0.18			0.82	0.58	

Bir sonraki adımda, alıcı şirketlerin ortalama hisse senedi getirileri çeşitli alt gruplar için hesaplanmıştır. Bu alt gruplardan ilki hedef şirketin alıcı şirkete göre olan büyüklüğüne odaklanmaktadır. Hedef şirketin alıcı şirkete göre büyük olması, diğer bir deyişle alıcı şirketin birleşme/devir ile ciddi bir yatırım kararı vermiş olması, alıcı şirket hisse senedi getirilerinin işlem sonrası dönemde işlemin performansından ciddi olarak etkilenebileceği ihtimalini doğurmaktadır. Öte yandan, küçük işlemlerde alan şirketin işlem sonrası performansının işlemin kendisinden kaynaklanma ihtimali daha zayıftır. Küçük işlemlerde alan şirketlerin işlem sonrası performansı, işlemin kendisinden ziyade, alan şirketlerin ortak ve yöneticilerin şirketlerinde uygulamaya koydukları yeni stratejik değişimlerden kaynaklanıyor olabilir. Satın alımla büyümek yeni uygulanan stratejinin bir parçası ise hisse senedi getirileri işlemin kendisinden ziyade yeni stratejik adımların sonucu olabilir. Bu sebeplerden dolayı, tüm veri kümesi için hedef şirketin işlem kapanış günü piyasa değerinin alan şirketin aynı tarihteki piyasa değerine olan oranı incelenmiş, bu oranın %20'den yüksek olduğu durumlar "büyük işlem", diğer durumlar ise "küçük işlem" olarak sınıflandırılmışlardır. Tablo 2'nin ikinci kısmında büyük işlem yapmış alıcı şirketlerin işlem sonrası hisse senedi getirilerinin ortalama değeri 12 aylık dönem için %-15, 24 aylık dönem içinse %-22 olarak ölçülmüştür. Veri kümesinin çoğunluğunu oluşturan küçük işlemlerde ise 12 aylık dönem için ortalama getiri +%37, 24 aylık dönemde +%32 olarak hesaplanmıştır. Ortalama değerlerin işlem büyüklüğüne göre birbirinden farklı olmadığı hipotezi t-testi ile test

edilmiş fakat bu testin düşük t-değerinden dolayı %10 istatistiksel anlamlılık seviyesinde reddedilemediği görülmüştür. Ancak, Wilcoxon sıralamalı-toplam testi uygulandığında alan şirket hisse senedi getirilerinin işlem büyüklüğüne göre değiştiği sonucu çıkmaktadır. Bu testlerin uygulanmasında en büyük sorun veri kümesindeki gözlem sayısının azlığı, ve özellikle büyük işlem sayısının sadece 6 olmasıdır. Gözlem sayısının azlığından dolayı alan şirket hisse senedi getirilerinin işlem büyüklüğüne göre değiştiğini iddia etmek güç olsa da, büyük işlemlerdeki alıcı şirket performansının düşüklüğü dikkat çekmektedir.

Analizde ikinci alt grup olarak yatay işlem - yatay olmayan işlem sınıflandırılması kullanılmıştır.⁶ Yatay işlemlerde alan ve hedef şirket arasında ortaya çıkabilecek sinerji ve artı değerler işlem bitiş tarihinde yatırımcılar tarafından alan şirketin hisse senedi fiyatına tam olarak yansıtılamayabilirler. Özellikle birleşme işlemlerinde, işlemin değer yaratma potansiyeli aylar ve hatta yıllar alan entegrasyon sürecine bağlı olduğundan, işlemin yarattığı ekonomik değer hisse senedi fiyatına yansımaları uzun vadede olacaktır. Veri kümesinde yer alan 10 yatay işlem için alan şirketlerin işlem sonrası 12 aylık dönemde sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirileri ortalama +47, yatay olmayan işlemler içinse +16 olarak ölçülmüştür. Bu değerler arasında istatistiksel bir fark bulunmamaktadır. 24 aylık dönemde de benzer sonuçlar elde edilmiştir. Özet olarak, yatay işlemlerde alan şirketin hisse senedi getirisinin ortalama diğer işlemlerden yüksek olduğu gözlemlense de farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Bu bölümdeki son alt grup incelemesi hedef şirketin nerede yerleşik bir şirket olduğu üzerinedir. Akademik literatürde birleşen şirketlerin aynı lokasyonda olmasının şirketler arasındaki bilgi asimetrisi problemini azaltacağı ve daha etkin işlemlere sebep olacağı hipotezi çeşitli çalışmalar tarafından test edilmiştir (örneğin, Uysal, Kedia ve Panchapagesan, 2008). Veri kümesinde yer alan 24 işlemde alan şirket bir Türk şirketini hedef seçmiş, ve bu grup için işlemi takip eden 12 ayda alan şirketin sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getiri ortalaması +%25 olarak hesaplanmıştır. Yabancı şirketleri satın alan 5 Türk şirketi içinse ortalama getiri +%33 olmuştur. 24 aylık hesaplamalarda da yabancı alımı yapan şirketlerin hisse senedi getirilerinin yerli alımı yapan şirketlerin getirilerinden benzer şekilde yüksek olduğu gözlenirse de ilgili değerler arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

4. Hedef Şirketlerin Hisse Senedi Performansı

Türk hedef şirketlerin işlem sonrası hisse senedi getirilerini incelemek amacıyla raporun ikinci kısmında belirtilen filtre ve kriterlere uygun 43 işlem belirlenmiştir. Bu işlemlerden grup içi işlem niteliği taşıyanlar (örneğin, Pladis Foods'un Ülker Bisküvi'den Aralık 2016'da %21 pay alması) alıcı ve satıcının işlem öncesi ve sonrası dönemde aynı kişi/kurum tarafından yönetilmesi sebebiyle veri kümesinden çıkarılmışlardır. Ayrıca, satın alım sonrası dönemi 12 aydan az olan ve hisse senedi getirileri hesaplanamayan işlemler de göz önüne alınamamıştır. Bu tür işlemlerin elenmesinden sonra veri kümesinde 33 işlem kalmıştır. Bu işlemler Tablo 3'te yer almaktadır.

Veri kümesinde bulunan büyük anlaşmalar arasında Sberbank'ın Denizbank'ı 2012 yılında yaklaşık 3.8 milyar

ABD Doları'na satın alması, TAV Havalimanları'nın 2012 yılında 874 milyon ABD Doları bedelle Aeroports de Paris Management'a satılması ve Commercial Bank of Qatar'ın 2013 yılında Alternatifbank'ın %70.84'ünü 448 milyon ABD Doları'na satın alması sayılabilir. Finansbank'ın 2016 yılında Qatar National Bank'e yaklaşık 3 milyar ABD Doları'na satılması ise bu işlemin kapanmasından 12 ay geçmemiş olması sebebiyle veri kümesinde yer almamaktadır. Listede yer alan 33 işlemin ortalama işlem değeri 205 milyon ABD Doları, işlem değeri 100 milyon ABD Doları'ndan küçük 25 işlemin ortalaması ise 25.5 milyon ABD Doları'dır. Dolayısıyla, halka açık Türk şirketlerinin 2010-2016 döneminde daha ziyade küçük ölçekli işlemlere konu olduğu söylenebilir.

Listedeki işlemlerden 9'unda hedef şirketin çoğunluk payı satılmış, geriye kalan 24 işlemde ise alıcı şirket hedef şirkette azınlık ortak olarak yer almayı tercih etmiştir. Azınlık işlemlerde alınan pay oranı ortalama %27, çoğunluk işlemlerde ise %72 olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan, veri kümesindeki halka açık Türk şirketlerinin %55'i satış için yabancı şirketler ile anlaşmış, geri kalan %45 ise Türk şirketlerini tercih etmişlerdir.

Tablo 3'ün son iki kolonu listedeki hedef şirketlerin işlem sonrasındaki 12 ve 24 aylık dönemdeki sektör akranlarına göre düzeltilmiş al-tut hisse senedi getirilerini göstermektedir. İşlem sonrası 12 aylık dönemde hisse senedi getirileri açısından dikkat çeken hedef şirketler Logo Yazılım (+274%), Etiler İnci Büfe (+146%), Tukaş (+139) ve Kristal Kola (+77) olarak sıralanmaktadır. İşlem sonrası hisse senedi fiyatlarında düşüş gözlemlenen hedef şirketler ise Mepet Metro (-76%), Afyon Çimento (-46%), TAV Havalimanları (-39) ve Alternatifbank (-31) olarak sıralanmaktadır. Listede yer alan tüm hedef şirketler için düzeltilmiş ortalama hisse senedi getirileri ise 12 aylık dönem için +%13, 24 aylık dönem içinse +%28 olarak hesaplanmıştır.

TABLO 3. İşlem Bazında İşlem Sonrası Hedef Şirket Hisse Senedi Performansı

İşlem Kapanış Tarihi	Hedef Şirket	Hedef Şirket Sektörü	Alan Şirket	Satılan Hisse Oranı (%)	İşlem Değeri Milyon USD	Sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirisi	
						12 aylık (%)	24 aylık (%)
22/2/2010	Kristal Kola	İçecek	İhlas Pazarlama	38	6.6	+30	-44
30/11/2010	Arena Bilgisayar	Bilgisayar Toptancılık	Redington International	49.4	42.5	+15	+20
2/2/2011	Ray Sigorta	Sigorta	Vienna Insurance Group	10	22.9	-13	-19
8/8/2011	Banvit	Et Ürünleri	Aabar Investments	16.32	48.8	+0	
3/11/2011	Mepet Metro	Petrol	Yatırımcı Grubu	17.91	30.5	-76	+13
16/5/2012	TAV Havalimanları	Havayolu Taşımacılığı	Aeroports de Paris Management	38	874.0	-39	-3
31/5/2012	Afyon Çimento	Çimento	Çimsa Çimento	51	32.6	-46	-40
10/7/2012	Çimentaş Çimento	Çimento	Aalborg Portland	25	111.9	-15	-16
28/8/2012	Denizbank	Bankacılık	Sberbank	99.85	3861.7	-10	-25
1/9/2012	Makina Takım	İnşaat	Gözde Girişim	30.59	8.4	-13	-1
28/9/2012	Orge Enerji	Enerji	Leacrest Investments	24.98	10.8	-22	-20
17/10/2012	Altinyağ	Gıda	Asya Menkul Kıymetler Yatırım	45	5.2	-13	-28
21/12/2012	Aksa Enerji	Enerji	Goldman Sachs International	13.3	244.2	-4	-6
21/12/2012	Tukaş	Gıda	Oyak Girişim Danışmanlığı	81.54	42.2	+7	+33
31/12/2012	Etiler İnci Büfe	Gıda	Karsusan Karadeniz	66.67	6.2	+146	+428
3/1/2013	Olmuksan	Kağıt Ürünleri	I P Container Holdings	43.73	56.4	-20	+24
3/5/2013	Duran Doğan	Kağıt Ürünleri	LGR International	23.63	10.7	+4	+28
20/5/2013	İndeks Bilgisayar	Bilgisayar Toptancılık	Alfanor	20	26.8	-2	-26
3/6/2013	Egeli & Co Yatırım	Holding	ECIM	43.13	9.6	-1	-15
21/6/2013	Logo Yazılım	Bilişim	EAS Solutions SARL	34.6	26.9	+274	+388
18/7/2013	Alternatifbank	Bankacılık	Commercial Bank of Qatar	70.84	448.9	-31	-13
19/3/2014	Kristal Kola	İçecek	Yatırımcı Grubu	38	7.7	+77	+17
15/10/2014	PIMAS Plastik	İnşaat	Deceuninck	81.23	26.5	+2	+22
31/10/2014	Tukaş	Gıda	Yatırımcı Grubu	93.19	9.9	+139	+80
13/11/2014	Migros	Parakende	Moonlight Capital	15.37	317.5	-15	+2
1/12/2014	Armada Bilgisayar	Bilgisayar Toptancılık	Aptec Holdings	57.94	24.3	+36	+10
5/12/2014	Net Holding	Turizm	Yatırımcı Grubu	13.67	74.8	+15	+11
5/2/2015	Petkim	Petrol	BCM Global Fund	3.4	56.7	+36	+81
27/3/2015	Anel Telekom	İletişim Ürünleri	Investco Holding	19.5	8.2	-7	-90
30/3/2015	Metro	Holding	Efes Tur	37.69	173.4	-29	+21
30/4/2015	SASA Polyester	Tekstil	Erdemoğlu Holding	51	102.0	-6	
9/30/2015	Kerevitas Gıda	Gıda	FFK Fon Finansal Kiralama	40.04	33.5	+5	
11/25/2015	Gersan Elektrik	Kablo	Verusaturk Girişim	20	9.3	-16	

Tablo 4'te işlem sonrası hedef şirket getirilerinin çeşitli alt gruplara göre analizi yapılmıştır. Tüm işlemler baz alındığında, hedef şirketlerin işlem sonrasındaki 12 aylık dönemde ortalama sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirileri +%12, ortanca getirileri ise %-4 olarak ölçülmüştür. Hem ortalama hem de ortanca değer istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. İşlem sonrası 24 aylık dönemde ise hedef şirketlerin hisse

senedi getirileri sektör akranlarına göre ortalama +%27 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönem için ortanca değer ise +%1 olmuştur. Ortalama değer ile ortanca değer farklı sonuçlar vermesi hedef şirket düzeltilmiş hisse senedi getirileri dağılımının sağa çarpık olmasından kaynaklanmaktadır.

TABLO 4. İşlem Sonrası Hedef Şirket Hisse Senedi Performansı: Özet Bilgiler

	Sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirisi - işlemden 12 ay sonrası				Sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirisi - işlemden 24 ay sonrası			
	Gözlem sayısı	Ortalama (%)	Ortanca (%)	Standart Sapma (%)	Gözlem sayısı	Ortalama (%)	Ortanca (%)	Standart Sapma (%)
Tüm işlemler	33	+12	-4	64	30	+27	+1	108
p-değeri		0.28	0.68			0.17	0.57	
Yatay işlemler	9	+12	-15	99	9	+36	-13	134
Diğer işlemler	24	+12	0	49	21	+24	+10	99
p-değeri		0.99	0.09			0.79	0.60	
Azınlık hisse alımı	24	+7	-5	63	22	+15	0	89
Çoğunluk hisse alımı	9	+26	+2	70	8	+62	+16	153
p-değeri		0.45	0.44			0.31	0.37	
Yerli alıcı şirket	15	+16	-5.6	62	12	+39	+15	132
Yabancı hedef şirket	18	+10	-3	68	18	+20	-2	93
p-değeri		0.79	0.69			0.64	0.67	

Bir sonraki adımda, yatay işlem - yatay olmayan işlem sınıflandırılması kullanılıp hedef şirketlerin ortalama düzeltilmiş hisse senedi getirileri bu iki grup için karşılaştırılmıştır. Tablo 4'ün ikinci kısmında yatay işlemlerde hedef şirketlerin işlem sonrası düzeltilmiş hisse senedi getirilerinin ortalama değeri 12 aylık dönem için +%12, 24 aylık dönem içinse +%36 olarak ölçülmüştür. Veri kümesinin çoğunluğunu oluşturan yatay olmayan işlemlerde ise 12 aylık dönem için ortalama getiri +%12, 24 aylık dönemde +%24 olarak hesaplanmıştır. Ortalama ve ortanca değerlerin yatay - yatay olmayan gruplar arasında farklılık göstermediği hipotezi test edilmiş ve bu hipotez reddedilememiştir.

Analizde ikinci alt grup olarak çoğunluk pay - azınlık pay satışı sınıflandırılması kullanılmıştır. Alan şirketin hedef şirkette çoğunluk paya ulaşması, alan şirketin satın alımdan önce planladığı veya gerek gördüğü stratejik değişimleri dilediği gibi hayata geçirmesine fırsat vermektedir. Azınlık pay alımı durumunda ise

önemli stratejik hamlelerin hayata geçirilmesi diğer hissedarların onayı ile mümkün olmaktadır. Her ne kadar işlem sonrası atılacak önemli adımlar alıcı şirket ile hedef şirketin diğer ortakları arasında imzalanan Pay Sahipleri Sözleşmesi'nde (Shareholders' Agreement) yer alabiliyor olsa da gelecekte karşılaşılabilecek her durumu öngörmek ve bu durumda ne yapılacağını sözleşmeye koymak mümkün değildir. Dolayısıyla, azınlık işlemlerinde uzlaşma ön plana çıkmaktadır. Veri kümesinde yer alan 24 azınlık işlem için hedef şirketlerin işlem sonrası 12 aylık dönemde sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getirileri ortalama +%7, çoğunluk işlemler içinse +%26 olarak ölçülmüştür. Bu değerler arasında istatistiksel bir fark bulunmamaktadır. 24 aylık dönem için de benzer sonuçlar elde edilmiştir. Özet olarak, çoğunluk hisse satışı olan işlemlerde hedef şirketlerin düzeltilmiş hisse senedi getirilerinin azınlık pay satışı olan işlemlerden ortalama yüksek olduğu gözlemlense de farkın istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Bu bölümdeki son alt grup incelemesi alan şirketin menşei üzerinedir. Veri kümesinde yer alan 15 hedef şirket hisselerini bir Türk şirkete satmış, ve bu grup için işlemi takip eden 12 ayda sektör akranlarına göre düzeltilmiş hisse senedi getiri ortalaması +%16 olarak hesaplanmıştır. Payları yabancı şirketlere satılan 18 Türk şirketi içinse ortalama getiri +%10 olmuştur. 24 aylık hesaplamalarda da Türk alıcılara satılan hedef şirketlerin düzeltilmiş hisse senedi getirileri yabancılara satılan şirketlerin getirilerinden yüksek olsa da ilgili değerler istatistiksel olarak birbirlerinden farklı değildir.

Hedef şirketlerin işlem sonrası dönemde hisse senedi getirilerini yorumlarken, hedef şirketlerin satış süreci esnasında elde ettikleri satış priminin unutulmaması gerekir. Satış primi, işlem esnasında el değiştiren hisseler için satış bedelinin anlaşma açıklanma tarihindeki piyasa fiyatından ne kadar yüksek olduğunu göstermektedir. Gelişmiş ülkelerdeki satış primleri genelde %20-40 bandında olmakta, ancak bu oran gelişmekte olan ülkelerde daha düşük seyretmektedir. Arslan ve Şimşir'in (2016) Türkiye'de yaptığı çalışmada, Türk hedef şirketlerine ortalamada %9 prim ödendiği bulunmuştur. Ödenen bu prim, hedef şirketin piyasa değerinin - işlemden bağımsız olarak - o günkü pazar koşullarından dolayı düşük seyretmesinden kaynaklanabileceği gibi, alan şirketin hedef şirkette gelecekte yapmayı planladığı iyileştirmelerin ekonomik boyutunu da yansıtabilmektedir. Dolayısıyla, Türk hedef şirketlerin işlem sonrasında sektör akranlarına göre elde ettikleri hisse senedi getirileri, işlem kapanış tarihinde planlanan ve piyasa tarafından fiyatlanan iyileştirmelerin getirdiği ekonomik katkı ile beraber değerlendirilmelidir.

5.Sonuç

Bu çalışmada, 2010-2016 yılları arasında alıcı veya satıcı tarafta yer almış halka açık Türk şirketlerinin işlem sonrası dönemde hisse senedi performansları araştırılmıştır. Alıcı veya hedef şirketlerin sektör akranlarına göre düzeltilmiş al-tut hisse senedi getirileri işlemin kapanmasını takip eden 12 ve 24 aylık dönem için işlem bazında hesaplanmış ve rapor edilmiştir. Veri kümesindeki anlaşmalar, işlemin yatay olup olmaması, hedef şirketin alan şirkete göre büyüklüğü, alan ve hedef şirketlerin menşei ve alan şirketin hedef şirketten ne kadar pay aldığı gibi çeşitli alt gruplara ayrılarak incelenmişlerdir.

Araştırmada kullanılan veri kümesi ile iki ana gözlem yapmak mümkündür. Birincisi, halka açık Türk şirketler yaptıkları satın alımlar sonrası sektör akranlarına göre yüksek hisse senedi getirileri elde etmektedirler. Alan şirketlerin görece yüksek hisse senedi getirileri alan şirketlerin hedef şirketler ile aynı sektörde olması durumunda daha belirgin olmaktadır. Bu bulgu, akademik literatürde de sıkça dile getirilen birleşen şirketler arasındaki stratejik uyumun önemine vurgu yapmaktadır. İkinci gözlem ise, halka açık hedef şirketlerin işlem sonrası hisse senedi performanslarının sektör akranlarından ciddi farklılıklar göstermediğidir. Çoğunluk hissesi satılan hedef şirketlerin hisse senedi getirileri azınlık hissesi satılan hedef şirketlere göre daha yüksek gözükse de aralarındaki fark istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Araştırmanın en büyük kısıtının kullanılan veri kümesinin büyüklüğü olduğu düşünülmektedir. Türkiye'de şirket satın alımı ve birleşme işlemlerinin özellikle 2003 sonrası ivmelenmesine rağmen 2008 finansal krizi ve sonrasındaki politik gelişmeler sebebiyle yavaşlaması elde edilen veri kümesinin nispeten küçük kalmasına sebep olmaktadır. Ayrıca, hisse senedi verisinin incelenmesi için işlemlerin halka açık şirketler tarafından yapılması gerekliliği veri kümesine ilave bir kısıt getirmektedir. Gelecekte Türkiye'de halka açık şirket sayısının artması ve birleşme/satın alma işlem piyasasının derinleşmesiyle beraber benzer bir analiz daha büyük bir veri kümesi ile tekrar edilip daha keskin sonuçlar elde edilebilir.

| EK

¹ Türkiye'deki birleşme ve satın alım piyasası üzerine düzenli yapılan araştırmalar Türkiye'de gerçekleşen işlemlerin sayı ve büyüklüğü, sektörel dağılımları, yatırımcı profilleri ve gelecek yıllarda piyasada beklenen gelişmeleri ele almaktadırlar. Bu raporlar arasında Ernst&Young (2017) ve Deloitte (2017) sayılabilir.

² Halka açık Türk şirketlerin ciddi bir kısmı çoğunluk hisseleri el değiştirdikten sonra faaliyetlerine halka açık olarak devam etmektedirler. Bu durum, hedef şirketlerin işlem sonrası dönemde hisse senedi getirilerinin ölçülmesine olanak vermektedir (Arslan ve Şimşir, 2014).

³ Türkiye'de gerçekleşen birleşme ve devir işlemlerinin büyük bir bölümü halka açık olmayan alıcı veya hedef şirketlerin yaptığı işlemlerden oluşmaktadır. İşlem süreci, hedef şirkete ödenen fiyat ve işlem sonrası birleşen şirketlerin performansı alıcı veya hedef şirketlerin halka açık olup olmaması ile değişkenlik göstermektedir. Bu konuda yurt dışında yapılmış akademik çalışmalar arasında Maksimovic, Phillips ve Yang (2013) ve Betton, Eckbo ve Thorburn'un (2008) literatür taraması sayılabilir.

⁴ Sektör bilgileri StockGround veri tabanından alınmıştır. Sektör akran sayısı 3'ün altında olan durumlar için ortanca değer hesaplanmamıştır. Al-tut hisse senedi getirisi dağılımının sağa çarpık olmasından dolayı dağılımın ortalama değeri ortanca değerinden kesit analizde daha yüksek olmaktadır. Getirilerin oynaklığını azaltmak için hesaplamalarda ortanca değer seçilmiştir. Al-tut hisse senedi getirilerinin hesaplanmasında yöntemsel konular Lyon, Barber ve Tsai'nin (1999) çalışmasında ele alınmıştır.

⁵ Logo Yazılım'ın Netsis Yazılım'ı satın almasından üç ay önce, Logo'nun %34'lük hissesi EAS Solutions isimli şirkete satılmıştır. Dolayısıyla bu şirket veri kümemize hem alıcı hem satıcı olarak girmiştir.

⁶ SDC veri tabanında alan ve hedef şirketler için aynı sektör kodu (4 haneli SIC) olan işlemler yatay işlem olarak sınıflandırılmıştır.

REFERANSLAR

Arslan, H. B., Şimşir, Ş. A., 2014. Satın alım öncesi ve sonrası Türk hedef şirketlerinin finansal performansı, *İktisat İşletme ve Finans* 29, 9-40.

Arslan, H. B., Şimşir, Ş. A., 2016. Measuring takeover premiums in cross-border mergers and acquisitions: Insights from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade* 52, 188-203

Betton, S., Eckbo, B. E., Thorburn, K. S., 2008. Corporate takeovers. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* 2, 291-430.

Ernst&Young, 2017. Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2016 Raporu.

http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MA_2016_Raporu_ENG/%24FILE/EY_M&A_Report_2016_ENG.pdf

Deloitte, 2017. 2016 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu.

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/mergers-acquisitions/annual-turkish-ma-review-january-2017-final.pdf>

Lyon, J. D., Barber, B. M., Tsai, C. L., 1999. Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. *The Journal of Finance* 54, 165-201.

Maksimovic, V., Phillips, G. and Yang, I., 2013. Private and public merger waves. *The Journal of Finance* 68, 2177-2217.

Uysal, V. B., Kedia, S., Panchapagesan, V., 2008. Geography and acquirer returns. *Journal of Financial Intermediation* 17, 256-275.

İLETİŞİM

📍 Sabancı Center 4. Levent 34330 İstanbul

☎ + 90 (0212) 385 65 09

✉ cef@sabanciuniv.edu

🌐 cef.sabanciuniv.edu