Tarih Okulu Dergisi (TOD) Journal of History School (JOHS)
(2023), 15(64), 1112-1124
Özgünlük kontrolü intihal.net Authenticity process
DOI No: http://dx.doi.org/10.29228/Joh.69029
Makale türü: Araştırma makalesi **Article type:** Research article
Geliş tarihi 21.03.2023 Submitted date
Kabul tarihi 05.05.2023 Accepted date
Elektronik yayın tarihi 30.06.2023 Online publishing date
Atıf Bilgisi / Reference Information
Yaşar, G., Soysal, M. & Kayalı, C.A. (2023). Birleşme ve Satın Almalrın Alan Şirketin Pay Değerine Kısa Vadeli Etkisi, *Journal of History School*, 64, 1112-1124.

BİRLEŞME VE SATIN ALMALARIN ALAN ŞİRKETİN PAY DEĞERİNE KISA VADELİ ETKİSİ[1]

Göksenin YAŞAR[2], Mert SOYSAL[3] & Cevdet Alptekin KAYALI[4]

Öz

İşletmenin kuruluşundaki amaç uzun vadede piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Bu amaç kapsamında işletme sonsuz vadede faaliyetlerini sürdürecek, büyüyecek ve kâr elde ederek sorumluluklarını yerine getirecektir. Neticede büyüyen işletmelerin piyasa değerleri yükselerek sahibi ve ortaklarının servetlerinin artmasını sağlamış olacaktır. İşletmelerin büyüme gerekçelerinin temelinde ölçek ekonomilerinden yararlanma, pazarlara nüfus ederek rekabette üstünlük sağlama ve piyasa payını arttırma gibi nedenler olabilmektedir. Büyüme zaman içerisinde işletme kaynaklı olabileceği gibi satın alma ve birleşmelerle de kısa vadede işletmenin büyümesi, ar-ge faaliyetlerinde sinerji etkisi yaratılması, yetenekli personel olanaklarından yararlanılması, negatif şerefiye ile varlıkların daha düşük değerle işletmeye katılması söz konusu olabilmektedir. Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık şirketlerin yaptığı satın almaların kısa vadeli pay fiyatlarına yaptığı etkiyi araştırmaktır. Bu amaçla 2019, 2020 ve 2021 yıllarında yapılan 33 adet satın alma işlemi incelenmiş, duyuru tarihi itibariyle 15 günlük kısa vadeli piyasa ve düzeltilmiş getiri yöntemine göre performansları analiz edilmiştir. Payların kısa dönem fiyat performans ölçümünde kullanılan başlangıç getirisi iki farklı şekilde hesaplanmıştır. Bunlardan birincisi ilk ham getiri diğeri Borsa İstanbul AŞ 100 Getiri Endeksine göre düzeltilmiş artık getiridir. Birleşme ve satın almaların genel olarak ortalama pay senetlerine kısa vadede 1, 5, 10 ve 15. günlerin sonunda hep pozitif

[1] Makale Yazımı Yazar Etki Oranı: 1.yazar: %40, 2. yazar: %40, 3. yazar: %20.

[2] Bilim Uzmanı, Ag Girişim Holding, Kurumsal Finansman, gökseninyasar@gmail.com, Orcid: 0000-0002-9465-4472.

[3] Dr. Öğr. Üyesi, Manisa Celal Bayar Üniversitesi, Saruhanlı Meslek Yüksekokulu, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, İşletme Yönetimi Programı, mert.soysal@cbu.edu.tr, Orcid: 0000-0002-9808-7858.

[4] Prof. Dr. İzmir Demokrasi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Finans Ana Bilim Dalı, calptekin.kayali@idu.edu.tr, Orcid: 0000-0003-3902-1696.

getiri sağladığı gözükse de pay senedi özelinde birçok değişimler mevcuttur. Çalışmada sonuç olarak birleşme ve satın almaların fiyata etkisinin pozitif veya negatif olması şirketin içinde bulunduğu sektör, sektörün o gün itibariyle piyasadaki yapısının etkili olduğu düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Satın Alma, Birleşme, Pay Senedi Değeri, Finansal Performans, Kısa Vade

The Short-Term Effect of Mergers and Acquisitions on the Share Value of the Acquisition Company

Abstract

The aim of the establishment of the business is to maximize the market value in the long run. Within the scope of this purpose, the business will continue its activities in the indefinite term, grow and fulfill its responsibilities by making profit. As a result, the market values of the growing businesses will increase and the wealth of their owners and partners will increase. On the basis of the reasons for the growth of the businesses, there may be reasons such as benefiting from economies of scale, gaining competitive advantage by penetrating the markets and increasing the market share. While the growth may originate from the business over time, it may be possible to grow the business in the short term with acquisitions and mergers, to create a synergy effect in R&D activities, to benefit from talented personnel opportunities, and to participate in the business with a lower value of assets with negative goodwill. In this study, it is aimed to investigate the effect of acquisitions on short-term share prices in companies traded in Borsa Istanbul. For this purpose, a total of 33 purchases made in 2019, 2020 and 2021 were examined, and their performances were analyzed according to the 15-day short-term market and adjusted return method as of the announcement date. The initial return used in the short-term price performance measurement of the shares was calculated in two different ways. The first of these is the initial raw return and the other is the initial abnormal return adjusted for Borsa İstanbul AŞ 100 Yield Index. Although it seems that mergers and acquisitions always provide positive returns to the average stocks in the short term at the end of the 1.5, 10 and 15th days, there are many changes specific to the stock. As a result of the study, it is thought that the positive or negative effect of mergers and acquisitions on the price is the sector in which the company is located and the structure of the sector in the market as of that day.

Keywords: Acquisitions, Mergers, Share Value, Financial Performance, Short-Term

GİRİŞ

Şirketler mevcut mal varlıklarını korumak, pay değerlerini arttırmak, kâr sağlamak, risklerini azaltmak, piyasa değerlerini yükseltmek, büyümek gibi birçok nedenle birleşme ve devralmalara yönelebilmektedir.

Birleşme iki veya daha fazla firmanın birleşerek yeni bir ortak tüzel kişilik yaratmasıdır. Devir alma ise bir firmanın paylarını satın alarak yönetim hakimiyetini ele geçirmek ve ortak çıkarlar için hareket etmesini sağlamaktadır.

Küreselleşmenin getirdiği etkilerle sermaye ve mal/hizmet dolaşımının serbestliği artmış, şirketler için daha yoğun rekabet ortamı oluşmuştur. Değişen ekonomik koşullar sonucunda firmalar pazar paylarını korumak, arttırmak için bir dizi stratejiler oluşturmak durumunda kalmıştır. Tüm bu gelişmelerin sonucunda rekabet küresel boyut kazanmış ve ulusal ve uluslararası birleşme ve satın alma faaliyetleri hız kazanmıştır.

İşletmelerin birleşme ve satın alma yapmaları için birçok neden vardır. Bunların bazıları sinerji etkisi, pazar payını korumak ve arttırmak, ölçek ekonomisinden yararlanmak, vergi avantajları, entelektüel sermayenin transferi gibi nedenlerdir. Bu nedenlerin ortak tarafı ise değer yaratma amacıdır.

Birleşme satın almalar yalnızca mevcut işletmeleri değil, paydaşlar, devlet, yatırımcılar, kredi verenler ve rakipler gibi şirket çevresindeki birçok birimi ilgilendirmektedir. Bu işlemlerin başarıya ulaşması firmanın değerinin doğru tespit edilmesi, finansal ticari operasyonel yapılarının analiz edilmesi ve doğru tespitlerin yapılması önemli etkenlerdir.

Birleşme ve satın almaların başarısı birçok sebebe bağlıdır. Birleşme ve satın almanın altında yatan ortak amaç ise firmanın değerini arttırmaktır. Satın alma veya birleşmenin ortaya çıkardığı değer yaratımı, satın alan ve satın alınan firmalar için ayrı ayrı ele alınabilmektedir. Yapılan birleşme ve satın almalar sonrası oluşacak değer artımı pay değerlerini direkt etkilediğinden bu işlemler şirketin paydaşları için hayati öneme sahiptir.

Birleşme birden fazla şirketin tek bir tüzel kişilik haline gelerek yaşamını sürdürmesidir (Gaughan, 2011, s.12). Şirketlerin birleşerek birleştikleri tek bir firma altında faaliyetlerine devam etmesi ya da yeni bir firma kurup ona katılıp tek tüzel kişilik haline gelmeleri birleşmedir (Ataman, 2000, s.309). Birleşme kavramı genel anlamda iki firmanın birleşmeyi gündeme getiren firma bünyesinde birleşmesi ve edinilen firma olarak bilinen ikinci firmanın tasfiye edilerek tüm aktif ve pasifinin birleşilen firmanın bilançosuna dâhil edilmesi işlemleridir (Sarıkamış, 2003, s.40)

Birleşme ve devralma kavramları arasındaki fark; birleşmelerde, işletmeler belirli bir hedef amacıyla var olan kaynakları paylaşmaktadırlar. Devralmalarda ise, bir işletme diğer bir işletmenin varlıklarını veya hisselerini satın almakta ve edinilen firmanın mevcut ortaklığı sona ermektedir. Birleşmelerde, yeni bir tüzel kişilik

oluşmakta, devralmalarda ise devralınan firmada yönetim hakimiyeti başka firmaya geçmektedir (Thomas, 2009, s.7)

Sermaye Piyasası Kurulu'na göre (SPK), birleşme iki şekilde olmaktadır:

a) Ortaklık Yoluyla Birleşme: "En az bir ortaklığın, aktif ve pasifini bir bütün olarak başka bir ortaklığa devrederek, tasfiyesiz infisah etmesi, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklığın ortaklarına verilmesi ve devralan ortaklığın tüzel kişiliğini devam ettirmesi durumudur.".

b) Yeni Ortaklık Kurulması Yoluyla Birleşme: "İki veya daha çok ortaklığın, tasfiyesiz infisah yoluyla, tüzel kişiliklerini sona erdirerek aktif ve pasiflerini bir bütün olarak birleştirmek suretiyle kurulacak yeni bir ortaklığa devretmeleri ve yeni kurulan ortaklığın hisselerinin sona eren ortaklıkların ortaklarına hisseleri oranında verilmesini ifade eder." (SPK, 2014).

Hukuki çerçevede birleşme ve satın almalar şirket statüsünde olan firmalar için Türk Ticaret Kanunu (TTK) hükümlerine, diğer firmalar Borçlar Kanunu'na (BK) tabiidir. Halka açık statüdeki şirketlerin birleşme ve satın alma süreçleri ayrıca SPK tarafından izne tabii tutulur. Bunun yanı sıra birleşme ve devralmaların büyüklüğü bakımından bir diğer düzenleyici ve denetleyici kurum da Rekabet Kurumu'dur. Rekabet kurumu esas anlamıyla rekabetin düzgün işleyişi hakkında çalışmalar yapmaktadır. Bu kurum ve yasalara ek olarak vergi yasaları da birleşme ve satın almaların hukuksal çerçevesini çizmektedir (Sarıkamış, 2003, s.111)

Birleşme ve satın almalar faaliyet yapılarına göre üç farklı temele dayanmaktadır. Bunlar dikey birleşme ve satın alma, yatay birleşme ve satın alma, ilişkisiz birleşme ve satın almadan oluşmaktadır.

Aynı sektörün aynı işkolunda faaliyette olan iki ya da daha fazla şirketin birleşme ya da satın alma operasyonlarına yatay birleşme denmektedir. Bu tür birleşmelerin asli amacı entelektüel sermaye transferiyle sektörde güçlü bir konuma gelmektir (Penrose, 1959, s.35).

Aynı sektörün farklı iş kollarında faaliyet gösteren şirketler arasında yapılan birleşmelere dikey birleşme ve satın almalar denmektedir. Dikey birleşme ve satın almalar ileri veya geriye doğru uygulanabilir. Şirketler bu yolla organizasyonlarında üretim, tedarik ve pazarlama kaynaklarının kontrolünü tek bir kaynakta toplayabilir ve rekabet konusunda ciddi avantaj sağlayabilir (Green, 1990, s.20).

Birden fazla birbirinden farklı alan ve iş kollarında faaliyet gösteren firmaların farklı sektördeki firmaların yakın zamanda öneminin artacağı beklentisiyle ya da

ortalamanın üzerinde getiri sağlanacağı düşüncesiyle bir araya gelmelerine ilişkisiz birleşme ve satın alma işlemi denir. Farklı alanlara girerek mevcut riskin dağıtılması konusunda ve kazancın daha istikrarlı olması hedefiyle bu işlemler gerçekleştirilir (Carney, 2000, s.99).

Birleşme ve satın almalar üç aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşama hedef şirketin seçilmesini, şirketin durum tespitini ve anlaşma taslaklarından oluşur. İkinci aşama paydaşlardan ve diğer düzenleyici kurumlara başvuru süreçlerini içerir. Üçüncü aşama ise tamamlanma aşamasıdır. Tüm bu aşamalardan sonra, firmanın, birleşme/satın almanın gerçekleştirilme amacı doğrultusunda sinerji kurup kuramayacağına dair bir analiz yapması gerekmektedir. Eğer işlemler amacına ulaşmış ve sinerji yaratılmışsa elde edilen faydaların hemen bir etki mi yaratacağı yoksa şirketin finansal performanslarına yansımasının zaman mı alacağı incelenmelidir (Lakhwani, 2017).

YÖNTEM

Bu çalışmada 2019-2021 yılları arasında Borsa İstanbul A.Ş' de (BİST) satın alma ve birleştirme gerçekleştirmiş 33 adet anonim ortaklık paylarının birleşme ve satın alma haberi duyurulduktan sonraki ilk 15 günlük fiyat hareketleri ve BİST 100 Endeksine göre incelemesi yapılmıştır. Çalışmaya konu olan veriler Borsa İstanbul A.Ş ve Finnet 2000'nin internet sitesinden alınmıştır.

Hesaplamalarda pay fiyatları olarak düzeltilmemiş kapanış fiyatları baz alınmış, endeks verisi olarak ise BİST 100 endeksinin kapanış verileri kullanılmıştır. Verilerde şirketlerin birleşme ve satın alma haberlerini duyurdukları gün 1.gün olarak baz alınmış ve haberin fiyata etkisi incelenmiştir.

Çalışmamızda payların kısa dönem fiyat performans ölçümünde kullanılan başlangıç getirisi iki farklı şekilde hesaplanmıştır. Bunlardan ilki ham getiri (initial raw return) diğeri BİST 100 Getiri Endeksine göre düzeltilmiş artık getiridir (initial abnormal return).

Başlangıç ham getirisi, ilk duyurunun yapıldığı gün ile önceki günkü fiyatının (ikinci seans kapanış fiyatı) arasındaki yüzdesel farktır. Çalışmada başlangıç ham getirisi aşağıdaki şekilde ile hesaplanmıştır.

$$ri,t = (Pi,t \ / \ Pi,\text{DU}) - 1 \qquad (1)$$

ri,t = i Şirketinin t, duyuru öncesi fiyatı

Pi,t= i Şirketinin t İlk İşlem Günü Kapanış Fiyatı

Pi,DU = i Açıklama Sonrası Fiyatı

Başlangıç ham getirilerden elde edilen sonuç, ilgili t işlem gününde duyuru sonrası şirketinin bulunduğu sektöre veya genel ekonomik bir gelişme kaynaklı özgün bir değer alabilecektir. Bu nedenle sonucun t gününde için piyasayı etkileyen makro faktörlerden arındırılarak, ilgili pay senedine özgü performansı yansıtmasını sağlamak amacı ile artık getiriler hesaplanmıştır. Artık getiri ifadesiyle, açıklama yapıldığı günkü pay senedinin ham getirisinin, aynı dönem için hesaplanan BİST 100 Getiri Endeksi getirisini aşan kısmı ifade edilmek istenmektedir. Başlangıç Artık Getirisinin hesaplanmasında öncellikle karşılaştırma ölçütü olan BİST 100 Endeks Getirisi her şirketinin t günü için aşağıdaki eşitlik ile hesaplanmıştır.

$$rBIST100,t = (PBIST100,t / Pi,t-1) - 1 \quad (2)$$

rBIST100,t =BIST 100 Endeksinin Duyuru Sonrası Şirketinin t İlk İşlem Günü Getirisi

PBIST100,t = BIST 100 Endeksinin Duyuru Sonrası Şirketinin t İlk İşlem Günü Kapanış Fiyatı

PBIST100,t-1= BIST 100 Endeksinin Duyuru Sonrası Şirketinin t İlk İşlem Gününden Önceki Gün Kapanış Fiyatı

(1) ve (2) no'lu eşitlikler kullanılarak her bir duyuru sonrası şirketi pay senedinin başlangıç, artık getirisi ise aşağıdaki eşitlikle hesaplanmıştır.

$$ari,t = ri,t - rBIST100,t \quad (3)$$

ari,t = i Şirketinin t günü Artık Getirisi

ri,t = i Şirketinin t, Başlangıç Ham Getirisi

rBIST100,t= BIST 100 Endeksinin t İlk İşlem Günü Getirisi

n adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmiş şirketlerden oluşan eşit ağırlıklı bir portföy için t ilk açıklama yapılan günün piyasa getirisine(BIST 100 Endeksi) göre düzeltilmiş ortalama artık getiriler ise aşağıdaki eşitlik ile hesaplanmıştır.

$$ARt=1/n\ \Sigma ari t$$

BULGULAR

Çalışmada 2019-2021 yılları arasında satın alma gerçekleştirmiş halka açık, Borsa İstanbul da işlem gören 33 firmanın satın alma duyurusu yapıldıktan sonraki ilk 15 günlük fiyat hareketleri incelenmiştir.

Tablo 1.
İncelemeye Konu Firmalar

Satın Alan	Satın Alınan	Alınan Pay	Satın Alınma Tarihi
Ütopya Turizm İnşaat	15 adet Güneş Elektrik Santrali	100,00%	29.04.2021
Avrupa Yatırım Holding	Agrico	50,00%	26.08.2021
TAV Havalimanı	Antalya Havalimanı	100,00%	1.12.2021
MMC Sanayi	Best Frutta Tarım	38,00%	12.10.2021
BİM Birleşik Mağazalar	Bircan Fide	100,00%	14.10.2021
Arena Bilgisayar	Brightstar Telekomünikasyon	100,00%	13.12.2021
VBT Yazılım	Buz İletişim	50,00%	16.11.2021
Inveo Yatırım Holding	Detaysoft	5,50%	24.02.2021
Doğan Holding	Doğan Egmont	50,00%	16.02.2021
Derlüks Deri Sanayi	Fortuna 3-4-5-6-7-8 Güneş Enerjisi Santralleri	100,00%	1.02.2021
Merko Gıda	Frigo-Pak Gıda	25,00%	24.03.2021
Inveo Yatırım Holding	HOP!	15,50%	19.05.2021
Doğan Holding	Maksipak Ambalaj	70%	20.12.2021
Ditaş Doğan Yedek Parça	Profil Sanayi ve 3S Kalıp Aparat Makina	70,00%	4.10.2021
Denge Yatırım Holding	Vepa Fırça	25,00%	9.09.2021
Arçelik	Whirlpool Beyaz Eşya	100,00%	17.05.2021
Koç Holding	Yapı ve Kredi Bankası	18,00%	9.11.2021
Medical Park	Medisis Hastanesi	100,00%	16.03.2020
Denge Yatırım Holding	Metrobil	75,00%	30.11.2020
Türkiye İş Bankası	Moka Ödeme Kuruluşu	100,00%	27.07.2020
Indeks Bilgisayar	Neteks İletişim Ürünleri	50%	13.01.2020
Kafein Yazılım	Papilon Savunma	11,00%	24.11.2020
Logo Yazılım	Peoplise	86,70%	20.04.2020
Doğan Holding	Sesa Ambalaj	70,00%	6.07.2020
Hektaş Tarım	Sunset Kimya	100,00%	9.06.2020
Karel Elektronik	Telesis	100,00%	15.12.2020
Türkiye Sigorta	Türk P ve İ Sigorta	16,66%	20.10.2020
Hektaş Ticaret	Akça Tohumculuk	100,00%	22.02.2019
BİM Birleşik Mağazalar	Aktül Kağıt	14,00%	14.01.2019
Aselsan	Bites Savunma	51,00%	13.02.2019
MMC Sanayi	Eğin Enerji	9,00%	15.03.2019
Migros	Paket Lojistik	25,00%	31.10.2019
Ege Gübre Sanayi	TCE EGE Konteyner		6.12.2019

2021 yılında 17 satın alma işlemi, 2020 yılında 10 satın alma işlemi ve 2019 yılında gerçekleşen 6 satın alma işlemi çalışmaya konu edilmiştir. Duyuru tarihinden sonraki AR değeri Tablo 2'de görüldüğü şekilde gerçekleşmiştir.

Tablo 2.

Duyuru Tarihinden Sonraki AR Değeri

Şirketler	1. Gün	5. Gün	10. Gün	15. Gün
EGGUB	0,98%	-2,58%	-5,52%	-0,46%
MGROS	1,48%	5,51%	16,26%	29,37%
MMCAS	8,89%	18,77%	32,86%	28,24%
ASELS	-1,21%	2,89%	11,30%	11,38%
BIMAS	-1,12%	3,79%	7,03%	4,29%
HEKTS 2	2,51%	3,38%	9,06%	10,74%
TURSG	-0,31%	-11,27%	-22,19%	-18,23%
KAREL	0,49%	-2,43%	6,52%	22,48%
HEKTS	-0,34%	-2,88%	-6,24%	-5,86%
DOHOL 3	4,60%	1,30%	2,19%	1,32%
LOGO	2,04%	16,71%	33,04%	33,85%
KFEIN	1,19%	-0,46%	1,55%	3,70%
INDES	6,08%	18,62%	46,94%	57,47%
ISCTR	-0,94%	-13,11%	-16,64%	-9,39%
DENGE 2	1,77%	1,80%	-1,67%	-4,91%
MPARK	-9,99%	-16,69%	-10,20%	8,18%
KCHOL	1,16%	9,13%	16,67%	19,29%
ARCLK	-0,98%	-0,54%	-3,65%	-6,84%
DENGE	5,59%	3,83%	3,53%	-7,42%
DITAS	-0,49%	-2,27%	4,02%	15,69%
INVEO 2	1,83%	-4,84%	-15,81%	-21,61%
DOHOL 2	1,18%	-16,62%	-36,03%	-29,32%
MERKO	9,90%	2,97%	5,08%	4,45%
DERHL	4,17%	8,25%	8,69%	-1,70%
DOHOL 1	-1,42%	-5,46%	-9,98%	-7,10%
INVEO	-5,23%	-5,07%	-19,54%	-19,84%
UTPYA	9,98%	14,35%	40,19%	42,12%
AVHOL	-0,59%	-1,56%	5,99%	22,27%
TAV	9,98%	28,98%	65,46%	64,17%
MMCAS	-0,36%	2,83%	2,78%	-0,19%
BIM	-1,78%	-1,04%	1,52%	9,61%
ARENA	3,14%	1,42%	1,92%	4,60%
VBTYZ	-0,89%	3,26%	17,35%	26,25%

Firmalar satın alma duyurusunu gerçekleştirdikten sonraki ilk günkü düzeltilmemiş getirisi ortalama 1,55% olarak gerçekleşmiştir. 5. günün sonunda 1,85%, 10. günün sonunda 5,83% ve 15. günün sonunda 8,68% getiri sağlamıştır. Görüleceği üzere en yük sek getiri 15. günün sonunda gerçekleşmiştir. Birleşik getirinin de etkisiyle satın alma duyurusundan sonra getiriler artarak devam etmiştir.

AR değeri endeks getirisinden arındırılmadığından dönemsel olarak gerçekleşen fiyat yansımaları getirilere yansımamıştır. Örneğin MPARK payının satın alma gerçekleştirdiği tarihte ülkemizde ilk COVID19 vakası görülmüş ve Borsadaki neredeyse tüm şirketler çok ciddi kayıplar yaşamışlardır.

Bu gibi durumların etkisinden arındırılması için endeks getirisinden arındırılmış getiriler hesaplanmıştır. CAR değerleri Tablo 3'te gösterildiği şekilde gerçekleşmiştir.

Firmalar satın alma duyurusunu gerçekleştirdikten sonraki ilk günkü endeksten arındırılmış getirisi ortalama 1,54% olarak gerçekleşmiştir. 5. günün sonunda 1,79%, 10. günün sonunda 3,86% ve 15. günün sonunda 4,52% getiri sağlamıştır. Görüleceği üzere en yük sek getiri 15. günün sonunda gerçekleşmiştir. Birleşik getirinin de etkisiyle satın alma duyurusundan sonra getiriler artarak devam etmiştir.

İlk gün en yüksek getiriyi MMCAS payı sağlarken sonraki tüm günlerde endeksten arındırılmış en yüksek getiriyi MPARK payı sağlamıştır. Satın almanın COVID19 dönemine denk gelmesiyle birlikte firma 15. günün sonunda 122,74% getiri sağlamayı başarmıştır.

Tablo 3.

Şirketlerin CAR Değerleri

Şirketler	1. Gün	5. Gün	10. Gün	15. Gün
EGGUB	0,79%	0,02%	-0,38%	-0,88%
MGROS	1,71%	-1,16%	4,12%	-1,63%
MMCAS	8,04%	2,01%	-0,85%	0,13%
ASELS	0,83%	1,04%	4,24%	2,81%
BIMAS	-1,52%	1,35%	-0,72%	0,21%
HEKTS 2	1,83%	-1,20%	-1,94%	-1,44%
TURSG	-0,73%	-8,47%	-3,26%	-1,13%
KAREL	0,00%	-1,80%	3,22%	-1,19%
HEKTS	0,02%	-1,17%	0,13%	1,22%
DOHOL 3	2,24%	-5,86%	-3,70%	-2,83%
LOGO	1,26%	-1,85%	3,81%	2,90%
KFEIN	0,60%	-3,48%	-1,42%	0,89%
INDES	4,74%	1,18%	-1,80%	-0,65%
ISCTR	-1,25%	-3,85%	5,76%	1,75%
DENGE 2	5,17%	1,72%	0,72%	3,40%
MPARK	-1,92%	17,39%	-1,93%	8,07%
KCHOL	0,72%	6,99%	0,43%	2,03%
ARCLK	-1,88%	-0,78%	-2,09%	-0,52%
DENGE	4,28%	-2,49%	0,60%	-1,31%
DITAS	0,02%	-1,32%	-1,40%	-0,43%
INVEO 2	2,50%	6,88%	-0,11%	2,35%
DOHOL 2	2,53%	5,39%	0,27%	2,35%
MERKO	7,26%	-1,66%	-3,74%	-6,53%
DERHL	2,88%	-0,29%	-3,28%	-2,80%
DOHOL 1	-0,16%	-0,48%	7,56%	1,56%
INVEO	-2,93%	-4,33%	3,86%	0,90%
UTPYA	8,85%	8,87%	3,17%	-4,46%
AVHOL	-0,26%	-0,26%	-0,93%	-2,64%
TAV	7,34%	1,35%	-5,45%	-12,60%
MMCAS	-0,40%	0,66%	-1,62%	-0,75%
BIM	-1,65%	-0,53%	1,66%	2,30%
ARENA	-0,10%	-11,99%	6,73%	-2,31%
VBTYZ	0,10%	4,54%	10,91%	-1,41%

SONUÇ

Çalışmada 2019-2021 yılları arasında birleşme ve satın alma işlemi gerçekleştirmiş Borsa İstanbul'da işlem göre halka açık şirketlerin, kısa vadeli fiyat performansları incelenmiş, BİST100 endeksine göre getirileri mukayese

edilmiştir. 2019 yılında en az satın alma işlemi gerçekleşirken her yıl artmış ve en çok satın alma 2021 yılında gerçekleşmiştir. Pandeminin ve küreselleşmenin etkisiyle firmaların satın alma faaliyetlerini arttırdıkları görülmüştür.

İlk günkü fiyat hareketlerine bakıldığında BIST100 endeksinden arındırılmış getirilerde, 11 firmanın ilk günkü getirisi endeksin gerisinde kalmış ve (-) olarak gerçekleşmiştir. 5. günün sonunda 15 şirketin getirileri endeksin gerisinde kalmış, 15. günün sonunda ise 16 şirketin getirisi endeksin getirisinden geri kalmıştır. Çalışmaya konu 33 firmadan 21 firmanın ise ilk günkü getirileri endeks getirisinden fazla olarak gerçekleşmiştir. 5. günün sonunda 18 firma endeksin üzerinde getiri sağlarken 15. günün sonunda 17 firma endeksten daha fazla getiri sağlamayı başarmıştır.

Yapılan çalışmada endeksten arındırılmış getiriler ile endeksten arındırılmamış getirilerde ciddi farklılıklar gözlenmiştir. Örneğin endeksten arındırılmamış 15 günlük getirilerde TAV pay senedinin getirisi 64,17% olarak en yüksek getiriyi getiren pay senedi olarak görülürken, MPARK pay senedinin getirisi 8,18% olarak gerçekleşmiştir. Endeksten arındırılmış getiriler incelendiğinde ise TAV havalimanın getirisi 15. günün sonunda -11,91% olarak gerçekleşmiştir. MPARK pay senedinin getirisi ise 122,74% olmuştur. Çok ciddi sapma gerçekleştiğinden ve çalışmaya konu pay senetlerinin endeksten arındırılmış şekilde analizi yapılmıştır. İlk 5 günlük getirisi negatif olup 15. gün sonunda pozitif, ilk 5 günlük pozitif olup sonra ciddi düşüş gösteren pay senetleri çalışma esnasında saptanmıştır. Birleşme ve satın almaların genellikle ortalama olarak pay senetlerine kısa vadede 1,5,10 ve 15. günün sonunda hep pozitif getiri sağladığı gözükse de pay senedi özelinde birçok değişimler mevcuttur. Dolayısıyla yapılan çalışmada birleşme ve satın almaların pay değerine etkisinin pozitif veya negatif olması şirketin içinde bulunduğu sektör, sektörün o gün itibariyle piyasadaki yapısının etkili olduğu düşünülmektedir.

KAYNAKÇA / REFERENCES

Ataman, Ü. (2000). *Şirketler Muhasebesi* (4. Baskı). Türkmen.

Borsa İstanbul (BİST). https://www.borsaistanbul.com/tr/endeks-detay/1000/bist-100, Erişim tarihi: 02.02.2022.

Carney, M.J. (2000). *Mergers and Acquisitions Cases and Materials*. Foundation.

Finnet (2000). https://www.finnet.com.tr/f2000/genel/index.aspx, Erişim tarihi: 19.02.2022.

Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (5th edn). John Wiley&Sons.

Green, M. B. (1990). *Mergers and Acquisitions: Geographical and Spatial Perspectives*. Routledge

Lakhwani, V. M., Tiwari, S. & Jauhari, S. (2017). Mergers and acquisitions's impact on financial performance: An evaluation with perspective of time. *Journal of Fundamental And Applied Sciences*, 9(5S), 945-957. https://doi.org/10.4314/jfas.v9i5s.67.

Nair, A., Trendowski, J. and Judge, W. (2008). The Theory of the Growth of the Firm, by Edith T. Penrose. Oxford: Blackwell, 1959. The *Academy of Management Review*, 33(4), 1026-1028. https://doi.org/10.5465/amr.2008.34425026.

Sarıkamış, C. (2003). *Şirket Birleşmeleri*. Avcıol.

Sermaye Piyasası Kurulu (2014). http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?page id=7, Erişim tarihi: 19.02.2022.

Thomas, J.H. (2009). *Intercultural Aspects of Managing Corporate Mergers*. Grin Verlag.

EXTENDED ABSTRACT

Purpose: The aim of this study is to investigate the effect of the acquisitions made by companies whose stocks are traded on the stock exchanges, on the short-term stock price, in case the company chooses moderate and aggressive growth methods with its external growth, that is, through acquisitions and mergers, in addition to its internal growth. In this context, the effects of 6 purchases in 2019, 10 in 2020 and 17 in 2021, made by companies whose stocks are traded in Borsa Istanbul in 2019, 2020 and 2021, on short-term stock prices are examined.

Method: In this study, the price movements of 33 joint stock companies, which have acquired and merged in Borsa Istanbul AŞ between 2019-2021, were analyzed according to the BIST 100 Index for the first 15 days after the announcement of the merger and acquisition news. The data subject to the study was taken from the website of Borsa İstanbul AŞ and Finnet 2000. In the calculations, unadjusted closing prices were used as share prices, and the closing data of Borsa İstanbul AŞ's 100 index were used as index data. In the data, the day when companies announce their merger and acquisition news is taken as the 1st day and the effect of the news on the price is examined.

In our study, the initial return used in the short-term price performance measurement of the shares was calculated in two different ways. The first one is the initial raw return and the other is the initial abnormal return adjusted according to Borsa İstanbul AŞ 100 Return Index.

Result: In the study, the price movements of the 33 publicly traded companies traded in Borsa Istanbul, which made purchases between 2019-2021, were examined in the first 15 days after the announcement of the purchase. Considering the price movements of the first day, the returns of 11 companies lagged behind the index and realized as (-) in the returns adjusted for the BIST 100 index. At the end of the 5th day, the returns of 15 companies lagged behind the index, and at the end of the 15th day, the returns of 16 companies lagged behind the index's returns.

Conclusion: In the study, the short-term price performances of publicly traded companies traded in Borsa Istanbul, which made mergers and acquisitions between 2019-2021, were examined and their returns were compared according to the BIST 100 index. The first day returns of 21 companies out of 33 companies that were the subject of the study were more than the index returns. At the end of the 5th day, 18 companies were able to provide returns above the index, while at the end of the 15th day, 17 companies were able to provide more returns than the index. The stocks with negative returns for the first 5 days and positive at the end of the 15th day, and positive for the first 5 days and then showing a serious decrease were determined during the study. Although it seems that mergers and acquisitions generally provide positive returns for stocks in the short term at the end of 1, 5, 10 and 15 days on average, there are many changes specific to stocks. Therefore, it is thought that the positive or negative effect of mergers and acquisitions on the price, the sector in which the company is located and the structure of the sector in the market as of that day are effective.