



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN İŞLETMELERİN PİYASA
DEĞERİNE ETKİSİ VE BİR ARAŞTIRMA**

Doktora Tezi

Dilek KAYAKIRAN

İSTANBUL, 2016

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN İŞLETMELERİN PİYASA
DEĞERİNE ETKİSİ VE BİR ARAŞTIRMA**

Doktora Tezi

Dilek KAYAKIRAN

Danışman: Prof. Dr. Barış SİPAHİ

İSTANBUL, 2016

MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İŞLETME Anabilim Dalı MUHASEBE FİNANSMAN Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi DİLEK KAYAKIRAN'ın İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN İŞLETMELERİN PİYASA DEĞERİNE ETKİSİ VE BİR ARAŞTIRMA adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 11.07.2014 tarih ve 201425/22 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 01 / 03 / 2016

Öğretim Üyesi Adı Soyadı		İmzası
1. Tez Danışmanı	Prof. Dr. BARIŞ SİPAHİ	
2. Jüri Üyesi	Prof. Dr. DOĞAN ARGUN	
3. Jüri Üyesi	Doç. Dr. SERHAT YANIK	
4. Jüri Üyesi	Doç. Dr. AYTEN ÇETİN	
5. Jüri Üyesi	Doç. Dr. VOLKAN DEMİR	

ÖZET

İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN İŞLETMELERİN PİYASA DEĞERİNE

ETKİSİ VE BİR ARAŞTIRMA

Rekabetin çok yoğun yaşandığı günümüzde, işletmeler rekabet avantajı sağlamak, kârlarını arttırmak, sektörden daha büyük paylar alabilmek amacı ile birleşme ve satınalma faaliyetlerinde bulunmaktadır.

İşletme birleşmeleri hem ekonomik hem de sosyolojik açıdan önemlidir. Birleşme ve satınalma faaliyetleri, rekabet gücünün ve pazar payının artırılması, maliyetlerin azaltılması, ölçek ekonomilerinden yararlanılması, borçlanma ve vergi avantajı elde edilmesi gibi nedenlerle gerçekleşebilmektedir.

İşletme birleşmeleri sadece edinen ve edinilen işletmeyi değil, hissedarları, alacaklıları, borçluları, devleti, yatırımcıları, çalışanları, kredi verenleri, rakipleri de etkilediğinden birleşmenin başarıya ulaşması birçok çıkar grubunu etkilemektedir.

Birleşme ve satınalma işlemlerinin başarıya ulaşmasında, işletme değerinin doğru tespit edilmesi, işletmenin finansal, ticari, operasyonel yapısının iyice incelenmesi ve birleşme işleminin amacının doğru tespit edilmiş olması önemli etkenlerdendir.

İşletme birleşmelerinin hissedarlara piyasa değerinin üzerinde getiri sağlayıp sağlamadığını araştırmak amacıyla, 01.01.2009-30.06.2014 tarihleri arasında Borsa İstanbul (BIST) 100-Sınai Endeksinde işlem gören 25 edinen işletmenin gerçekleştirdiği 53 birleşme işlemi duyuru tarihi öncesi ve sonrası 5, 15, 30 günlük dönemlerde olay yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Araştırmada beklenen getirilerin hesaplanmasında piyasa yöntemi ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntem kullanılmıştır. Piyasa yöntemi kullanılarak yapılan hesaplamalar sonucunda 5 ve 15 günlük dönemlerde duyuru tarihi sonrasında 30 günlük dönemde ise duyuru tarihi öncesinde aşırı getiri sağlayan birleşme işlemlerinin yüzdesel olarak daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Piyasaya göre dztilmiş getiri yöntemi kullanılarak yapılan hesaplamalar sonucunda 5, 15 ve 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi öncesinde aşırı getiri sağlayan birleşme işlemlerinin yüzdesel olarak daha fazla olduğu grlmştir. Piyasa yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada duyuru öncesi tarihlerde aşırı getiri sağlayan birleşme işlemlerinin yüzdesi, piyasaya göre dztilmiş getiri kullanılarak aşırı getiri sağlayan birleşme işlemlerinin yüzdesinin oldukça altında kalmıştır. Bu sonuçlar birleşme işlemlerinde oluşan aşırı getirilerin yüzdesel olarak en fazla gerçekleştiği işlemlerin kullanılan yönteme göre farklılık gsterdiğini kanıtlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Birleşme ve satınalma, işletme değeri, olay etd, hisse senedi performansı, aşırı getiri, işletme değerleme.

ABSTRACT

THE EFFECT OF COMPANY MERGERS ON COMPANY'S MARKET VALUE AND A RESEARCH

In today's world, where competition is increasing day by day, companies realize merger and acquisition (M&A) transactions to catch a competition advantage, to increase their profits, to have bigger shares from the market. Nowadays M&A transactions are increasing both as a trading volume and number of trading.

M&A transactions are serious from economic and sociological sides. M&A transactions take place to increase competition power, market share, decrease cost, to benefit from the economies of scale, to receive tax and financial advantages.

M&A transactions does not only affect the acquirer and the target firm but also affect the shareholders, creditors, debtors, the state, investors, employees, financial institutions and rivals. Thus the outcomes and success of M&A transactions is important for the different parts of society as well.

Most of the M&A transactions do not usually meet its aim or can not be completed. To calculate the target firm's value correctly, to examine the company's financial, commercial, operational structure carefully and to state the aim of the M&A properly is vital for the success of the M&A transactions.

In this study, merger and acquisition transactions' affect on company's market value and shareholders gain was examined. Companies which are traded at Istanbul Stock Exchange-(BIST) 100 Industrial Index was examined. 25 acquirer companies and 53 merger and acquisition transactions was found. These transactions was observed between 01.01.2009-30.06.2015 period. Event study method was used. 5, 15, 30 day periods was chosen as an event window. Market model and market-adjusted model was used to calculate expected returns. At market model the percentage of providing

abnormal returns at 5 and 15 day periods is higher after the announcements whereas at 30 day period the percentage of providing abnormal returns is higher before the announcements. At market-adjusted model the percentage of providing abnormal returns at 5, 15 and 30 day periods is higher before the announcements. The percentage of abnormal returns is found higher at each period before the announcement day at market adjusted return model than market model. These results proved that the outcome of these study change according to market and market adjusted model.

Key Words: Mergers and acquisitions, business value, event study, share performans, business valuations.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER	v
TABLO LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
KISALTMALAR	xiv
GİRİŞ	1
1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....	4
1.1. Birleşme Kavramı	5
1.2. Birleşme Nedenleri	6
1.2.1. Rekabet Gücünün Arttırılması	9
1.2.2. Yetenekli Yönetime Sahip Olma	11
1.2.3. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma	12
1.2.4. Vergi Avantajı	12
1.2.5. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma.....	14
1.2.6. Sinerji Etkisinden Yararlanma	15
1.2.7. Çeşitlendirmeden Yararlanma.....	16
1.3. Birleşme Türleri	17
1.3.1. Satınalma Yoluyla Birleşme	17
1.3.2. Devralma Yoluyla Birleşme.....	18
1.3.3. Yeni Kuruluş Yoluyla Birleşme.....	18
1.4. Birleşmelerin Sınıflandırılması.....	19
1.4.1. Yatay Birleşmeler.....	19
1.4.2. Dikey Birleşmeler	20
1.4.3. Karma Birleşmeler	21
1.4.4. Benzer Alanlarda Birleşmeler	22

1.5. Türkiye'de Birleşme ve Satınalma İşlemleri.....	23
1.6. Dünya'da Birleşme ve Satınalma İşlemleri.....	29
1.7. Muhasebe Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri.....	33
1.7.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri	34
1.7.2. Türkiye Finansal Raporlama Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri.....	38
1.7.3. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Açısından Birleşme İşlemlerinin Mali Tablolara Yansıtılması.....	38
2. DEĞER KAVRAMI VE İŞLETME DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	42
2.1. Değer Kavramı.....	43
2.2. Değer ile İlgili Temel Kavramlar.....	45
2.2.1. Defter Değeri.....	46
2.2.2. Nominal Değer.....	46
2.2.3. Tasfiye Değeri.....	47
2.2.4. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	48
2.2.5. Gerçeğe Uygun Değer.....	48
2.2.6. Net Gerçekleşebilir Değer.....	49
2.2.7. Piyasa Değeri.....	50
2.2.8. Aktif Değeri.....	50
2.2.9. Net Aktif Değer.....	50
2.2.10. Kullanım Değeri.....	51
2.2.11. Değişim Değeri.....	52
2.3. İşletme Değeri ve İşletme Değerini Etkileyen Faktörler.....	53
2.3.1. Ekonomi ve Sektör ile İlgili Faktörler.....	55
2.3.2. Kaldıraç Etkisi.....	57
2.3.3. Nakit Akımları.....	59
2.3.4. Paranın Zaman Değeri.....	60
2.3.5. Sermaye Maliyeti.....	62
2.3.5.1 Özsermaye Maliyeti.....	63
2.3.5.2 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	67
2.3.5.3 Borçların Maliyeti.....	69

2.3.6. İskonto Oranı.....	71
2.3.7. Büyüme Oranı	72
2.3.8. İşletmenin Sonsuza Kadar Devam Eden Değeri	73
2.3.9. İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları.....	75
3. İŞLETME DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	78
3.1. Aktif Değeri Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler	79
3.1.1. Net Aktif Değer Yöntemi.....	79
3.1.2. Defter Değeri Yöntemi.....	80
3.1.3. Tasfiye Değeri Yöntemi.....	80
3.2. Piyasa Değeri Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler	81
3.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi	82
3.2.2. Fiyat / Kazanç Oranı - Beklenen Büyüme Oranı Yöntemi	82
3.2.3. İşletme Değeri / Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr Oranı Yöntemi.....	83
3.2.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi	84
3.2.5. Yeniden Yerine Koyma Oranı Yöntemi	85
3.2.6. Fiyat / Satışlar Oranı Yöntemi	86
3.2.7. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı Yöntemi	87
3.2.8. Kâr Payı Verim Oranı Yöntemi	88
3.2.9. Sektörlere Özgü Oranlar Yöntemi	88
3.3. Gelir Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler.....	89
3.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	89
3.3.1.1. İşletme Değeri Modeli (İşletmeye Serbest Nakit Akımları).....	92
3.3.1.2. Özsermaye Değeri Modeli (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları)	94
3.3.2. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi	96
3.4. Alternatif İşletme Değerleme Yöntemleri	99
3.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA).....	100
3.4.2. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı Yöntemi.....	104

4. BORSA İSTANBUL'DA GERÇEKLEŞEN İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATINA ETKİSİ	107
4.1. Literatür Taraması.....	107
4.2. Araştırmanın Kapsamı	120
4.3. Veri Setinin Oluşturulması	120
4.4. Araştırmanın Yöntemi	121
4.4.1. Duyuru Günü ve Olay Penceresinin Tespiti.....	122
4.4.2. Getirilerin Hesaplanması.....	123
4.4.2.1. Günlük Getirilerin Hesaplanması	123
4.4.2.2. Bileşik Endeks Getirisinin Hesaplanması	123
4.4.2.3. Beklenen Getirilerin Hesaplanması	124
4.4.2.4. Aşırı Getirilerin Hesaplanması	128
4.4.2.5. Göreceli Refah Göstergesinin Hesaplanması	129
4.4.3. Araştırma Yönteminin Anlamlılığı	130
4.4.4. Araştırmanın Hipotezi	130
4.5. Bulgular	130
4.5.1. Sektörel Değerlendirme	131
4.5.1.1. Gıda İçecek Sektörü	131
4.5.1.2. Kimya Petrol Plastik Sektörü	144
4.5.1.3. Madencilik Sektörü	175
4.5.1.4. Metal Ana Sektörü.....	184
4.5.1.5. Metal Eşya Makine Sektörü	187
4.5.1.6. Taş Toprak Sektörü	211
4.5.1.7. Tekstil Deri Sektörü	227
4.5.2. Sonuçların Günlük Olarak Değerlendirilmesi.....	232
4.5.2.1. Ortalama Aşırı Getirilerin Günlük Olarak Değerlendirilmesi.....	232
4.5.2.2. Güven Aralıklarının Günlük Olarak Değerlendirilmesi	242
4.5.2.3. Standart Sapmaların Günlük Olarak Değerlendirilmesi.....	242
4.5.2.4. Faktör Analizi Sonuçlarının Günlük Olarak Değerlendirilmesi.....	251
4.5.3. Sonuçların Dönemsel Olarak Karşılaştırılması	256
4.5.3.1. Ortalama Aşırı Getirilerin Dönemsel Olarak Karşılaştırılması	256
4.5.3.2. Göreceli Refah Göstergesinin Dönemsel Olarak Karşılaştırılması	267

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	274
EKLER	282
KAYNAKÇA.....	316

Tablo Listesi

Tablo 1 : Farklı Yazarların Birleşme ve Satınalma Nedenleri İle İlgili Görüşleri	7
Tablo 2 : 2014 Yılı Gerçekleşen Uluslararası İşlemler (milyon USD).....	32
Tablo 3 : İncelenen Sektörler.....	121
Tablo 4 : Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	131
Tablo 5 : Coca-Cola İçecek AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	136
Tablo 6 : Ülker Bisküvi Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri ..	140
Tablo 7 : Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	144
Tablo 8 : Aygaz AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	149
Tablo 9 : Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	153
Tablo 10 : Deva Holding AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	157
Tablo 11 : Gübre Fabrikaları T.AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri....	161
Tablo 12 : Soda Sanayii AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri.....	164
Tablo 13 : Turcas Petrol AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	168
Tablo 14 : Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	172
Tablo 15 : Koza Altın İşletmeleri AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri..	176
Tablo 16 : Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	180
Tablo 17 : Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	184
Tablo 18 : Arçelik AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri.....	188

Tablo 19 : Ege Endüstri ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	192
Tablo 20 : Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	196
Tablo 21 : Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	199
Tablo 22 : Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	203
Tablo 23 : Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	207
Tablo 24 : Anadolu Cam Sanayii AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	211
Tablo 25 : Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	216
Tablo 26 : Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	220
Tablo 27 : Trakya Cam Sanayii AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	223
Tablo 28 : Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri	228
Tablo 29 : Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Günlük Ortalama Aşırı Getiriler	232
Tablo 30 : Piyasa Yönteminde Günlük Ortalama Aşırı Getiriler	237
Tablo 31 : Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Sapan Değerlerin İncelenmesi	249
Tablo 32 : Piyasa Yönteminde Sapan Değerlerin İncelenmesi	250
Tablo 33 : Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Birleşme Öncesi Günlerin Faktör Analizi Sonuçları	251
Tablo 34 : Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Birleşme Sonrası Günlerin Faktör Analizi Sonuçları	252

Tablo 35 : Piyasa Yönteminde Birleşme Öncesi Günlerin Faktör Analizi Sonuçları	253
Tablo 36 : Piyasa Yönteminde Birleşme Sonrası Günlerin Faktör Analizi Sonuçları	255
Tablo 37 : Sonuçların Ortalama Aşırı Getiri Açısından Sektörel Olarak Karşılaştırılması	256
Tablo 38 : Sonuçların Ortalama Aşırı Getiri Açısından Genel Olarak Değerlendirilmesi	265
Tablo 39 : Sonuçların Göreceli Refah Göstergesi Açısından Sektörel Olarak Karşılaştırılması.....	267
Tablo 40 : Sonuçların Göreceli Refah Göstergesi Açısından Genel Olarak Değerlendirilmesi.....	272

Şekiller Listesi

Grafik 1: İşlem Hacmine Göre Türk ve Yabancı Yatırımcılar	24
Grafik 2: İşlem Sayısına Göre Türk ve Yabancı Yatırımcılar	27
Grafik 3: İşlem Değerine Göre Sektörler.....	28
Grafik 4: Dünya'daki Birleşme ve Satınalma Trendi	30
Grafik 5: ABD'de İşletme Açısından Birleşme İşlemlerinin Temel Nedenleri.....	31
Grafik 6: Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemine Göre (-30,0) Döneminde Standart Sapmalar	244
Grafik 7: Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemine Göre (0,30) Döneminde Standart Sapmalar	245
Grafik 8: Piyasa Yöntemine Göre (-30, 0) Döneminde Standart Sapmalar.....	247
Grafik 9: Piyasa Yöntemine Göre (0, 30) Döneminde Standart Sapmalar	248

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AG	: Aşırı Getiri (Abnormal Return)
AR-GE	: Araştırma Geliştirme
AŞ	: Anonim Şirket
BIST	: Borsa İstanbul
CAPM Model)	: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model)
CFROI Investment)	: Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (Cash Flow Return on Investment)
DD	: Defter Değeri
DPS	: Hisse Başı Kâr Payı (Dividend Per Share)
EVA	: Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added)
F/K	: Fiyat/Kazanç Oranı
F/S	: Fiyat/Satışlar Oranı
FCF	: Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flow)
FCFF)	: İşletmeye Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flow to Firm)
FCFE Equity)	: Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows To Equity)

FD/FVAÖK	: İşletme Değeri/Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr
FV	: Gelecek Değer (Future Value)
FVAÖK	: Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GR	: Göreceli Refah Göstergesi (Wealth Relative)
KGOP	: Kontrol Gücü Olmayan Paylar
KAG	: Kümülatif Aşırı Getiri
KOAG	: Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
M&A	: Birleşme ve Devralmalar (Merger and Acquisition)
OAG	:Ortalama Aşırı Getiri
PD	: Piyasa Değeri
PD / S	: Piyasa Değeri / Satışlar
PV	: Şimdiki Değer (Present Value)
PWC	: Price Waterhouse Coopers
ROE	: Özsermaye Getirisi (Return on Equity)
SS	: Standart Sapma
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TOBIN'S Q	: Yeniden Yerine Koyma Oranı

TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TV	: Sonsuza Kadar Devam Eden Değer (Terminal Value)
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMS	: Uluslararası Muhasebe Standartları
VUK	: Vergi Usul Kanunu
WACC Cost of Capital)	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (Weighted Average

GİRİŞ

İşletmelerin amacı, varlıklarını korumak, hissedarlarını korumak, kâr sağlamak, işletmenin risklerini azaltmak ve işletmenin piyasa değerini yükseltebilmektir. Bunun için de işletmelerin büyümesi gerekmektedir. Bu amaçlar doğrultusunda işletmeler birleşme ve devralmalara yönelebilmektedirler.

İşletme birleşmelerinde iki veya daha fazla işletmenin bir araya gelmesi ile yeni bir işletme oluşmaktadır. Devralmalarda ise, bir işletme diğer bir işletmenin varlıklarını veya hisselerini satınalmakta ve edinilen işletmenin varlığı sona ermektedir.

Küreselleşme ile artan ekonomik serbestlik mal/hizmet ve sermaye dolaşımını arttırarak daha yoğun rekabet ortamı oluşturmaktadır. Değişen bu ekonomik koşullar, işletmeleri ayakta kalabilmek ve büyüyebilmek için zorlamaya başlamaktadır. Bu gelişmelerin sonucu olarak rekabet küresel boyut kazanmakta, ulusal ve uluslararası çapta birleşme ve satınalma faaliyetleri hız kazanmaktadır.

İşletmeleri birleşme ve satınalma faaliyetlerine iten çeşitli sebepler bulunmaktadır. Bu sebeplerden en önemlileri olarak sinerji etkisinden faydalanmak, büyüme artışı, maliyetlerde düşüş, azalan işlem maliyetleri, artan entellektüel sermaye, vergi avantajları gibi sebepler sayılabilmektedir. Bütün bu sebeplerin ortak noktası işletme hissedarlarına "değer yaratma" amacına yöneliktir.

İşletme birleşmelerinin başarısı doğru strateji belirlenmesine bağlıdır. Strateji belirlenirken ise "değer yaratımı" amaçlanmaktadır. Bir birleşme işleminin değer yaratması bir araya gelen işletmelerin değerinin, işletmelerin değerlerinin ayrı ayrı toplamından büyük olması durumunda söz konusu olmaktadır. Birleşmeler yoluyla sağlanan değer yaratımı, edinen işletme ve edinilen işletme hissedarları açısından ele alınabilmektedir. Değer yaratımında en önemli unsurlardan birisi toplam hissedar getirisidir. Toplam hissedar getirisi, belirli bir döneme ilişkin işletme hisse fiyatındaki değişim ve kâr payı getirisi toplamından oluşmaktadır. Toplam hissedar getirisi, hissedarların beklenen getiri oranıyla karşılaştırılmaktadır. Toplam hissedar getirisinin, hissedarların beklediği getirinin altında kalması durumunda hissedarların zarar etmesi,

beklenen getirinin üzerinde kalınması durumunda ise hissedarlar için değer yaratılması anlamına gelmektedir.

Bu çalışmanın amacı, işletme birleşmelerinin hissedarlar açısından değer yaratıp yaratmadığını, birleşme işleminde bulunan işletmelerin birleşme duyurusuna olan hassasiyetini ölçerek, göstermektir. Çalışmada BIST 100 Sınai Endeksi'nde işlem gören işletmelerin hisse senedi getirilerinde endekse göre aşırı değerlenme olup olmadığı araştırılmaktadır. Çalışma dört bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın işletme birleşmeleri bölümünde; birleşme kavramı, birleşme nedenleri, birleşme türleri, Türkiye'deki ve Dünya'daki birleşme ve satınalma işlemleri açıklanmakta, muhasebe standartları açısından işletme birleşmelerine yer verilmektedir. Bu anlamda, standartta geçen önemli kavramlar hakkında bilgiler verilmekte, işletme birleşmelerinin mali tablolara yansıtılmasında kullanılan satınalma yöntemi açıklanmaktadır.

İkinci bölümde değer kavramı ve işletme değerini etkileyen faktörler ele alınmaktadır. Değerin ölçümünde kullanılan birçok farklı ölçüt bulunmaktadır. Bunlar defter değeri, nominal değer, ihraç değeri, tasfiye değeri, standartlarda oldukça önemli bir yer kaplayan gerçeğe uygun değer gibi ölçütlerdir. İşletme birleşmelerinin başarı ile sonuçlanmasında edinilen işletmenin piyasa değerinin doğru belirlenmesi çok önemlidir. Burada gelecek dönemlerde oluşacak nakit akımlarının doğru bir biçimde işletmenin satınalma fiyatına yansıtılması gerekmektedir. İşletmelerin temel amacı, yatırımlarının ve işletmenin değerini maksimuma çıkarmaktır. Elde edilecek veya ödenecek paranın zamanlaması da bu nedenle çok önemlidir. Doğru, etkin yatırım kararları, işletme değerini arttırmaktadır. Doğru yatırım kararlarının verilebilmesi için, yatırımın beklenen getirisinin yatırımın maliyetinden yüksek olması gerekmektedir. İşletmelerin değeri, kullanmış olduğu finansman kararlarından etkilenmektedir. Dolayısı ile işletme değerinin tespitinde borçların, imtiyazlı hisse senetlerinin, dağıtılmayan kârların, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, büyüme oranının etkisinin bilinmesi gerekmektedir. Kâr payı dağıtım politikaları da işletmenin hissedarlarının

yatırım kararlarını ve işletmenin piyasa değerini etkilemektedir. Dolayısıyla, işletme değerini etkileyen bütün bu unsurlar ikinci bölümde açıklanmaya çalışılmaktadır.

Üçüncü bölümde işletme değerlendirme yöntemleri üzerinde durulmaktadır. Değerlemede kullanılabilecek birçok yöntem bulunmaktadır. Değerleme işlemlerinde, işletmenin içinde bulunduğu sektör, ekonomik durum göz önünde bulundurularak en uygun yöntem seçilmelidir. Değerleme yöntemlerinde, geçmiş verilere göre ya da gelecek dönemlerde gerçekleşmesi muhtemel tahmini verilere göre değerlendirme yapılmaktadır. Fakat geçmiş dönem verilerini dikkate alarak, gelecek dönemlerde işletmenin göstereceği performans ve nakit akımları dikkate alınarak değerlendirme yapılması daha doğru sonuçlar verebilmektedir. Bu bölümde değerlendirme yöntemleri dört ana başlık altında incelenmiştir. Bunlar, aktif temelli yaklaşımı temel alan yöntemler, piyasa değeri yaklaşımını temel alan yöntemler, gelir yaklaşımını temel alan yöntemler ve ekonomik katma değer, gerçek opsiyonlar yaklaşımı, yatırımın nakit kârlılığı gibi alternatif işletme değerlendirme yöntemleridir.

Dördüncü bölümde ise 01.01.2009-30.06.2014 tarihleri arasında BIST 100 Sınai Endeks'inde yer alıp birleşme işleminde bulunan işletmeler incelenmiştir. Bu sebeple 25 edinen işletmeye ait 53 birleşme işlemi incelemeye konu olmuştur. Duyuru tarihi itibarı ile 5, 15, 30 günlük veriler piyasa ve göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre incelenmiştir.

1. İŞLETME BİRLEŞMELERİ HAKKINDA GENEL BİLGİLER

İşletmelerin amacı, varlıklarını korumak, hissedarlarını korumak, kâr sağlamak, işletmenin risklerini en aza indirmek, işletmenin piyasa değerini yükseltmek ve büyüme. Bu amaçlar için işletmeler, sektörde ve dünyada meydana gelen gelişmeleri takip etmeli, müşteri isteklerini anlayabilmeli, gerektiğinde yeniden yapılanmaya gitmeli, pazarın büyümesine paralel kendi pazar paylarını büyütmelidirler. Rekabetin giderek artması ile bu ortama uyum sağlayamayan işletmeler başarısız olarak nitelendirilmektedirler. Dolayısıyla işletmeler bu amaçlarına ulaşabilmek için büyümeyi tercih edebilmektedirler.

Büyüme, üretim miktarlarında, satış miktarlarında, işletmenin gelirlerinde, ciroda bir artış anlamına gelmektedir. Fakat büyümeyi sadece bu faktörlerdeki artışla sınırlandırmamak gerekmektedir. İşletmenin süreçlerinin iyileştirilmesi, değer yaratmayan faaliyetlerin ortadan kaldırılması, müşteri isteklerine odaklanması da satış rakamlarındaki ve satış gelirlerindeki büyüme kadar önem arz etmektedir.

İşletmenin hızlı bir şekilde büyüebilmesi için, sadece çok sayıda yeni yatırım bulması değil, bu yatırımların kısa bir sürede kendini amorti etmesi de gerekmektedir. Hızlı büyümek isteyen işletmeler, yaptıkları yatırımın geri dönüşü için beklemek istememektedirler. Bunun yerine diğer işletmeleri satınalmaya çalışmaktadırlar. Bu satınalmaları yeni hisse senedi ihraç ederek fonlayabilmektedirler.

İşletmeler büyümeyi iki şekilde gerçekleştirebilmektedirler. Bunlardan birisi içsel büyüme, diğeri ise dışsal büyümedir. İçsel büyümede işletme kendi kaynaklarını kullanarak, yatırım ve finansman politikaları ile büyüme yoluna giderken, dışsal büyümede ise birleşmeler yoluyla büyümeyi gerçekleştirmektedir. Birleşmelerde, birden çok işletme aynı organizasyon altında toplanmaktadır.

İşletmeler birleşmeler yolu ile büyümeye gitmeyi bazı durumlarda özellikle tercih etmektedirler. Bu durumlar; piyasada bir istikrarsızlık mevcut olduğu, piyasaya

hızlı girişin avantajlı olduğu, üretim teknolojileri hızla değiştiği fakat işletmenin bu değişime ayak uyduramadığı veya bir mamulün dışarıdan temini işletme içerisinde üretiminden daha avantajlı olduğu durumlardır.

Bu bölümde birleşme kavramı, birleşme nedenleri, birleşme türleri ile Türkiye'deki ve Dünya'daki birleşme ve satınalma işlemlerine yer verilmekte, muhasebe standartları açısından işletme birleşmelerine değinilmektedir.

1.1. Birleşme Kavramı

Büyüme stratejilerinden biri olan birleşmeler, dünya literatüründe farklı kavramlarla ifade edilmektedir. Literatürde genellikle “merger, acquisition, consolidation” olarak geçen işletme birleşmeleri Avrupa dillerinin pek çoğunda Latin kökenli ortak bir sözcük olan “fusion” ile ifade edilmektedir. Anglo Sakson hukuk çevrelerinde işletme birleşmelerini ifade etmede “merger” kelimesi kullanılmaktadır. İngiliz hukukunda “amalgamation”, Amerikan hukukunda “consolidation” sözcükleri de aynı anlamda kullanılmaktadır.

Birleşme, birden fazla işletmenin bir araya gelmesi ve tek bir işletme olarak varlığını sürdürmesidir.¹ İşletmelerin birbirleriyle birleşip ya tüzel kişiliğe sahip başka bir işletme kurmaları ya da bir veya bir kaçının diğer işletmeye katılmaları birleşmedir.² İşletme birleşmesi, edinen bir işletmenin bir veya daha fazla işletmenin kontrolünü ele geçirdiği bir işlem veya olaydır.³ İşletme birleşmeleri, genel tanımlama ile iki işletmenin birleşmeyi gündeme getiren işletmenin bünyesinde birleşmesi ve edinilen işletme olarak bilinen ikinci işletmenin tasfiye edilerek tüm aktif ve pasifinin birleşilen işletmenin bilançosuna dâhil edilmesi işlemleridir.⁴

¹ Patrick A. Gaughan, **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**, Fifth Edition, USA, John Wiley&Sons, 2011, s.12.

² Ümit Ataman, **Şirketler Muhasebesi**, 4. Baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2000, s.309.

³ Gürbüz Gökçen, Başak Ataman ve Çakıcı Cemal, **Türkiye Finansal Raporlama Standartları Uygulamaları**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2011, s.38.

⁴ Cevat Sarıkamış, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2003, s.40.

Birleşme ve devralmalar, işletmelerin iç büyüme stratejilerine bir alternatiftir. Birleşme ve devralma kavramları arasındaki fark; birleşmelerde, işletmeler bir hedefe ulaşmak amacı ile sahip oldukları kaynakları paylaşmaktadırlar. Devralmalarda ise, bir işletme diğer bir işletmenin varlıklarını veya hisselerini satınalmakta ve edinilen işletmenin ortaklığı sona ermektedir. Birleşmelerde, yeni bir işletme oluşmakta, devralmalarda ise devralınan işletme tedarikçi durumuna gelmektedir.⁵

1.2. Birleşme Nedenleri

İşletme birleşmelerinin birçok nedeni bulunmaktadır. Birleşme sektörde yaşanan değişikliklere ayak uydurmak, büyümek, sinerji yaratmak, rekabet avantajı sağlamak, vergi yasaları gibi kanunlardaki değişikliklerden yararlanmak, pazarın genişlemesine uyum sağlamak, artan talebe cevap verebilmek, yeni teknolojilerden yararlanmak, yetenekli yöneticileri kadrolarında bulundurmak gibi nedenlerden dolayı ortaya çıkabilmektedir. Birleşme yolu ile büyüme, iç büyümeden daha etkilidir.⁶

Birleşme, işletmenin piyasa değerinin yükseltilmesi ve kârın artırılması amaçlarını gerçekleştirmeye yardımcı olmaktadır. Amacın uygun şekilde tespit edilmesi ve bu amaca göre hareket edilmesi durumunda birleşmenin başarısı artabilecektir.

Birleşme sonrasında, üretim artışı, yönetimin etkinliği, dağıtım ve pazarlama gibi kaynakların etkin kullanımı gibi sebeplerle maliyetler düşebilmektedir. Birleşme sonrası işletmelerin sermaye yapısı daha güçlendiğinden, işletmeler daha uygun koşullarda borçlanma imkânı bulabilmektedirler. Ayrıca işletme birleşmelerinde, mevcut yöneticilerden iyi bir yönetim kadrosu oluşturulabilmektedir. Artan işletme değeri ile hisse senetleri daha da değerlenebilmektedir. Böylece, işletmeler birleşmeler yolu ile iki ayrı işletme olarak toplam değerlerinden daha fazla değere sahip olabilmektedirler. İşletmenin büyümesi ile pazar payı artabilmektedir.

⁵ Jan-Henrik Thomas, *Intercultural Aspects of Managing Corporate Mergers*, Germany, Grin Verlag, 2009, s.7.

⁶ Patrick A. Gaughan, *a.g.e*, s.15.

İşletme birleşmeleri büyümenin nasıl gerçekleştirildiğini göstermektedir. Bu sebeple işletmeleri büyümeye iten nedenler, işletme birleşmelerinin de nedenleri arasındadır. Tablo 1’de farklı yazarların birleşme ve satınalma sebepleri ile ilgili görüşlerine yer verilmiştir.

Tablo 1 Farklı Yazarların Birleşme ve Satınalma Nedenleri İle İlgili Görüşleri

Yazar	Birleşme & Satınalma Sebepleri
Rolf Buhner 1990	<p>Birleşme ve Satınalma işlemlerinin en önemli sebepleri;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Piyasa gücü elde etmek, • Sinerji etkisi ile işletmenin performansını arttırmak, • Edinilen işletmenin etkin yönetime sahip olma isteği, • Düşük sermaye maliyeti ve vergi avantajlarından faydalanmak, • Artan serbest nakit akımlarından faydalanmak,
Ralf Koegeler 1991	<ul style="list-style-type: none"> • Riski dağıtmak, • Piyasanın durgunluğunun işletme üzerindeki etkisinden kurtulmak, • Büyüme isteği, • Sinerji etkisinden faydalanmak,
Burkhard Bamberger 1994	<p>Genel satınalma sebepleri</p> <ul style="list-style-type: none"> • Büyüme isteği, • Kapasite artışı sağlamak, • Riskin dağıtılmasını sağlamak, <p>Özel satınalma sebepleri</p> <ul style="list-style-type: none"> • İç yatırım projelerine kıyasla zaman avantajı sağlamak, • Bazı haklara sahip olmak, • Düşük değerlenmiş işletmelerin satın alınması ile avantaj sağlamak, <p>Diğer çeşitli satınalma sebepleri</p> <ul style="list-style-type: none"> • Yöneticilerin hırsları gibi,
A.A.Gropelli Ehsan Nikbakht 2006	<ul style="list-style-type: none"> • Sinerji etkisinden faydalanmak, • Vergi avantajlarından faydalanmak, • İşletmenin riskini azaltmak, • İşletmenin sermaye yapısını güçlendirmek,

	<ul style="list-style-type: none"> • Yetenekli yöneticilere sahip olmak, • Edinilen işletmenin teknolojisine sahip olmak,
Alexander W. Nürk 2008	<p>Edinen işletmenin sebepleri</p> <ul style="list-style-type: none"> • Büyüme isteği, • Risk yönetiminden faydalanmak, • Yönetimin hırsı, • Nicel sinerjiden (kapsam ve ölçek ekonomileri gibi) faydalanmak, • Nitel sinerjiden (kalite etkisi gibi) faydalanmak, <p>Edinilen işletmenin sebepleri</p> <ul style="list-style-type: none"> • İşletmenin fon ihtiyacını karşılamak,
Halil Sarıaslan Cengiz Erol 2008	<ul style="list-style-type: none"> • Ölçek ekonomilerinden faydalanmak, • Hızlı ve uygun maliyetle büyüme, • Faaliyet riskini azaltmak, • Vergi avantajlarından faydalanmak,
John Ogilvie 2009	<ul style="list-style-type: none"> • Pazar gücünü arttırmak, • Ölçek ekonomilerinden faydalanmak, • İşletmenin eksik olan yanlarını tamamlamak-satış organizasyonu gibi, • Verimliliği arttırmak, • Edinilen işletme düşük değerlenmişse bundan faydalanmak, • Verimsiz işkollarını satarak nakit sağlamak,
Harold Bierman 2010	<ul style="list-style-type: none"> • Sinerji etkisinden yararlanmak, • Finansal sebeplerden (vergi etkisi gibi)faydalanmak, • Sermaye maliyetini azaltmak, • Psikolojik sebepler, • Fiyat / Sermaye etkisinden faydalanmak, • Riskleri azaltmak (dağıtmak),
Niyazi Berk	<p>Pazara yönelik nedenler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stoklama giderlerini azaltmak, • Satılmada fiyat avantajı sağlamak, • Satış depolarını azaltmak, • Satış dağıtım organizasyonunun küçülmesi ile maliyetlerden tasarruf etmek, <p>Üretime yönelik nedenler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Büyük ölçekli faaliyetin üstünlüklerinden yararlanmak,

2010	<ul style="list-style-type: none"> • Üretimde kalite artışını özendirmek, • Araştırma Geliştirme (AR-GE) çalışmalarında işbirliği yapmak, <p>Sermaye yapısına yönelik nedenler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sermaye gereksinimini azaltmak, finansal kaynakları etkin kullanmak, • Güçlenen finansal yapı ile büyük yatırım projelerine katılmak, • Düşük değerlenmiş işletmelerin satın alınması durumunda birleşme kârı sağlamak, • Finansal yapıyı sağlamlaştırmak, • Güçlenen finansal yapı ile sermaye maliyetini düşürmek,
Patrick A. Gaughan 2011	<ul style="list-style-type: none"> • Büyüme isteği, • Sinerji elde etmek, • Çeşitlendirmeden faydalanmak, • Finansal faktörlerden faydalanmak.

İşletme birleşmelerinin önemli görülen nedenleri aşağıda açıklanmıştır.

1.2.1. Rekabet Gücünün Arttırılması

Rekabetin hızla arttığı, pazar payının yükseltmek istendiği ve bunun mümkün olduğu koşullarda işletmeler daha masraflı olacak içsel büyümeden ziyade daha hızlı gerçekleştirebilecekleri dışsal büyüme stratejisi geliştirmektedirler. Bu da birleşme yolu ile mümkün olmaktadır. Birleşme ile birlikte, mevcut pazarda daha güçlü konuma gelen işletmeler, yeni pazarlara açılabilme için ek kapasite imkânına kavuşmakta, artan talebe cevap verebilmekte, teknolojinin yenilenmesi ile üretim hatlarını yenileyebilmektedirler. Böylelikle, işletmeler birleşme yolu ile rekabet güçlerini arttırmaktadırlar.

Birleşme işlemlerindeki amaç, piyasadaki pazar payının dolayısıyla rekabet gücünün arttırılmak istenmesidir. Birleşen iki işletmenin pazar payı, ayrı ayrı işletmelerin pazar payından daha büyük olmaktadır. Bu durum, piyasadaki azalan

rekabet ve kaynakların optimal kullanımından kaynaklanmaktadır. İşletmelerin artan pazar payı kârın artması ile sonuçlanmaktadır.⁷

Pazar gücünü elinde bulunduran bir işletme, rekabet ortamında belirlenen fiyatın üzerinde bir fiyat uygulayabilmektedir. Birleşmelerin fiyatlara etkisi, ikame malları üreten, yoğun olarak rekabette bulunan işletmeler için, farklı malları üreten işletmelerin birleşme işlemlerinden daha güçlü olmaktadır.⁸ Bu sebeple, aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelerin birleşerek piyasadaki pazar gücüne sahip olmaya çalıştıkları sıklıkla görülmektedir. Aynı sektörde bulunan işletmelerin anlaşmaları ile işletmeler piyasadaki pazar paylarını yükseltebilmekte, pazar gücünden faydalanabilmektedirler.

İşletmelerin pazar gücünü arttırırken, optimal üretim seviyesini gözetmedikleri durumlarda ise, işletmeler açısından bir takım dezavantajlar olabilmektedir. Pazar payı artan işletmeler, satış rakamlarını ve ürün fiyatlarını arttırabilmektedirler. Satış rakamlarının arttırılması, belli bir noktadan sonra kârın azalmasına yol açabilmektedir. Bir işletme Marjinal Gelir = Marjinal Maliyet olduğu noktada, kârını maksimize etmektedir. Marjinal Gelir > Marjinal Maliyet olduğu durumda ise artan 1 birim üretim gelirleri, kârı arttırmaktadır. Marjinal Gelir < Marjinal Maliyet olduğu durumda ise artan 1 birim üretim, gelirden çok maliyete eklenmektedir. Bu noktada, kârı arttırmak için üretim düşürülmektedir. Ürün fiyatlarının artması ile ise üretim optimal seviyelerin altına düşmekte, ürün piyahasındaki rekabet zayıflamakta, yönetici ve işçilerin daha az çaba harcamasına sebep olarak ürün maliyetlerini arttırabilmektedir.⁹

İşletmelerin pazar gücünü arttırmalarının tüketiciler açısından da birtakım dezavantajları olabilmektedir. İşletmeler daha düşük kaliteli bir ürüne daha yüksek fiyat talep edebilmektedirler. İşletmelerin birleşmelerindeki asıl sebep piyasadaki rekabeti

⁷ Thummuluri Siddaiah, **Financial Services**, India, Pearson Education, 2011, s.362.

⁸ Jeroen Hinloopen, Hans-Theo Normann, **Experiments and Competition Policy**, UK, Cambridge University Press, 2009, s.204.

⁹ Fabienne Ilzkavitz, Roderick Meiklejohn, **European Merger Control, Do We Need an Efficiency Defence**, UK, Edward Elgar Publishing Limited, 2006, s.46-47.

azaltmak ve ürünleri kısararak fiyatları arttırmaktır¹⁰. Fiyat artışı, tüketicilerden üreticilere doğru bir kaynak transferi demektir. Dolayısıyla tüketicilerin aynı mallara daha fazla bedel ödeyerek sahip olmaya başladığı durumlarda, işletmeler piyasada monopolleşme yaratmaktadırlar. Bu durumu engellemek için hükümetler kanunlar çıkartarak, piyasayı monopolleşmenin getireceği olumsuz etkilerden korumaya çalışmaktadırlar.

1.2.2. Yetenekli Yönetime Sahip Olma

İşletmeler başarılı olabilmek için yetenekli, girişimci üst yönetim kadrosuna sahip olmalıdırlar. Eğer mevcut işletmede istenilen nitelikte üst yönetim kadrosu yoksa ve işletmenin içerisinde istenilen nitelikte üst yönetim kadrosu yetişemeyeceği saptanmışsa, işletmeler bu boşluğu birleşme işlemleri yoluyla gerçekleştirebilmektedirler. Birleşme işlemi sonrasında nitelikli üst yönetime sahip olma amacına kavuşan işletme, mevcut kadroları arasında işletme için istenilen hedefleri yerine getiremeyen yöneticileri istihdam dışı bırakabilmektedir. Sonuçta, yetenekli üst yönetime ulaşan ve mevcut kadrolarında yeniden yapılanmaya giden işletme, birleşme işleminden kazançlı çıkmış olabilmektedir. Pazar koşullarına, teknolojiye gelişmelere ayak uydurabilecek başarılı profesyonel üst yönetime sahip olan bir işletme, piyasa değerini yükseltebilmektedir.

İşletme birleşmeleri üst yönetimin daha fazla güç elde etme gibi yönetici hırslarından kaynaklandığında ise, o zaman işletme, birleşme işleminden zarar görebilmektedir. İşletme birleşmelerinin sebepleri arasında psikolojik nedenler de bulunmaktadır. Zarar eden işletmelerde yöneticilerin istihdamlarının devam etmeyeceği korkusu, daha güçlü bir işletmeyi yönetme arzusu, işletmenin sürekliliğini sağlama istekleri, kâr eden bir işletme durumuna gelip kâr payı, prim politikalarından yararlanma isteği yöneticiler açısından işletmeleri birleşmeye zorlayabilmektedir¹¹. Bu durumda işletme sahiplerinin ve hissedarlarının, birleşme nedenlerinin rasyonel olup olmadığını,

¹⁰ Richard Whish, David Bailey, **Competition Law**, Seventh Edition, USA, Oxford University Press, 2012, s.816.

¹¹ Killian J. McCarthy, Wilfred Dolfsma, **Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century**, UK, Palgrave MacMillan, 2013, s.202.

birleşme işleminin işletmenin piyasa değeri ve kârlılığına etkisini araştırmaları gerekmektedir.

1.2.3. Değerli Sınai Haklara Sahip Olma

İşletmeler, patent, marka, lisans gibi haklara birleşmeler yoluyla sahip olabilmektedirler. Bu birleşmelerde, işletme değerli haklara sahip işletmeye net aktif değerinden daha fazla tutarda ödemede bulunmaktadır. İşletmelerin ödediği fazla tutarlar şerefiye olarak adlandırılmaktadır. İşletmelerin geçmişte elde ettiği ve değerini tam olarak tespit edemediği, işletme içinde yaratılmış olan ve işletmenin varlığı olarak mali tablolarına yansıtılmamış değerler birleşme işlemlerinde şerefiye olarak tespit edilebilmektedir. Şerefiye, işletmenin kendi içerisinde yarattığı bir markadan, işletmenin sektördeki imajından, sahip olduğu pazar payından, AR-GE çalışmalarındaki başarısından, sahip olduğu müşteri portföyünden, işletmenin entelektüel sermayesinden kaynaklanabilmektedir.

İşletmenin içerisinde yaratılan şerefiye muhasebe standartlarını oluşturan otoriteler ve muhasebe teorisyenleri tarafından pek dikkate alınmazken, satınalma sırasında oluşan şerefiye dikkate değerdir. Bunun sebebi ise satınalma sırasında oluşan şerefiyenin değerinin tespit edilebilir olmasıdır¹².

İşletmeler, başarılı AR-GE olanaklarına, piyasaya yeni gelişmiş ürünler sunabilecek teknolojiye, bilgiye ve alt yapıya sahip ise birleşmelerde hedef işletme durumuna gelmeleri ve birleşme sonrasında da işletmelerin değerini yükseltebilmeleri mümkün olabilmektedir.

1.2.4. Vergi Avantajı

Vergi avantajı elde etmek işletmeler için önemli bir birleşme nedenidir. Uygulamada görülen vergisiz birleşmeler de vergi avantajı olarak değerlendirilebilmektedir. Vergisiz birleşmenin açıklandığı 5520 sayılı Kurumlar

¹² Martin Bloom, **Double Accounting for Goodwill**, USA, Taylor & Francis Books, 2008, s.63.

Vergisi Kanunu (KVK) incelendiğinde, hem vergisiz hem de vergi doğuran birleşmelerin mevcut olduğu görülmektedir. İşletme birleşmelerine ait düzenlemeler KVK'nın 18-19 ve 20 nolu maddelerinde yapılmış olup kanunun 18. maddesinde yer alan birleşme türünün tasfiye niteliğinde olduğu ve vergiye tabi olacağı, buna karşılık, KVK'nın 19. maddesine göre gerçekleştirilen birleşme işlemlerinin ise devir hükmünde olduğu ve vergiye tabi olmayacağı belirtilmektedir. Bu uygulamanın sebebi ise, edinilen işletmeye ait tüm aktif ve pasifin, edinen işletmeye herhangi bir değerlemeye tabi tutulmaksızın geçmesi sebebi ile bir kâr doğmadığı varsayımından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla birleşmeden doğan kârlar hesaplanmayacak ve vergilendirilmeyecektir.

Ancak bu tür birleşmeler bir takım şartlara tabi tutulmaktadır. Bunlar KVK'nın 19. ve 20. maddelerinde açıklanmıştır. Buna göre birleşme sonucunda edinilen ve edinilen işletmelerin kanuni ve iş merkezlerinin Türkiye'de bulunması, devir tarihinde edinilen işletmenin bilanço değerlerinin aynen devralınması şartları aranmaktadır. Bunlara ek olarak, edinilen işletmenin devir tarihi itibarı ile hazırlanan Kurumlar Vergisi beyannamesi birleşmenin Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edildiği tarihten itibaren otuz gün içinde edinilen işletmenin bağlı bulunduğu vergi dairesine verilmesi ve edinen işletmenin, edinilen işletmenin devir tarihine kadar olan bütün vergi borçları ve diğer ödevlerini yerine getireceğini taahhüt etmesi gerekmektedir. Bütün bu şartların sağlanması durumunda gerçekleştirilen birleşmeler devir hükmünde sayılmakta ve birleşmeden dolayı herhangi bir vergiye tabi tutulmamaktadır.

Vergisiz birleşmelerin yanı sıra, zararda olan bir işletme ile birleşilmesi durumunda da vergi avantajı ortaya çıkabilmektedir. Ülkemizde zarar eden işletmelerin faaliyetlerine son vermelerini önlemek için bu tarz birleşmeler vergi avantajları ile özendirilmektedir.

KVK'nın 9. maddesine göre, kurumlar vergisi mükellefleri kendi bünyelerinde oluşan mali zararların yanı sıra, aynı kanunun 20. maddesi çerçevesinde edinilen işletmelerin devir tarihi itibarıyla öz sermaye tutarını geçmeyen zararlarını da kurumlar vergisi matrahının tespitinde indirim olarak dikkate alabilmektedir. Burada zarar

mahsubunun 5 yıl içinde yapılması ve bu mahsup edilecek tutarın edinilen işletmenin devir tarihi itibarıyla öz sermaye tutarını geçmemesi istenmektedir.

Bir işletmenin birikmiş mali zararlarını ve vergi avantajlarını kullanabilmesinin olanaklı olup olmadığını belirlerken aşağıdaki kriterleri göz önüne alması beklenmektedir.¹³

(a) Aynı vergi idaresi ile ilgili olarak aynı vergi mükellefinin henüz kullanılmamış mali zararlarının ve vergi avantajlarının zaman aşımına uğramadan önce kullanılmasına yetecek tutarlarda vergiye tabi tutarlar oluşmasına neden olacak vergilendirilebilir geçici farklarının oluşup oluşmayacağı;

(b) İşletmenin kullanılmamış mali zararlarının ve vergi avantajlarının zaman aşımına uğramasından önce vergiye tabi kâr elde etmesinin mümkün olup olmayacağı;

(c) Kullanılmamış mali zararları oluşturduğu belirlenebilen koşulların tekrarlanıp tekrarlanmayacağı;

(d) İşletmenin birikmiş mali zararlarını ve vergi avantajlarını kullanmak istediği dönemlerde vergiye tabi kâr yaratabilecek vergi planlaması olanaklarının olup olmadığıdır.

1.2.5. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

İşletmelerin büyümeleri ile birlikte, üretim ölçeğindeki artışın sabit maliyetler dışındaki değişken maliyetlere etkisi, ölçek ekonomisi olarak adlandırılmaktadır. Optimal üretim ölçeğine yaklaşıldığı sürece ortalama birim maliyetler düşmekte, optimal üretim ölçeği aşılmaya başlandığında ise ortalama birim maliyetler artmaktadır. İşletme birleşmeleri yoluyla büyümenin gerçekleştiği durumlarda ise ölçek ekonomisinden daha fazla yararlanılmaktadır.

¹³ Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, “Gelir Vergileri TMS-12”, (Çevrimiçi: http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2014/TMS/TMS12.pdf Erişim: 02.03.2015)

Ölçek ekonomilerinin üç avantajı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, üretim sürecinin bölünemezliğinden kaynaklanmaktadır. İşletmelerin, üretim yapmasalar dahi, piyasada faaliyet gösterebilmek için sabit maliyetlere katlanmaları gerekmektedir. Ölçek ekonomilerinde üretim arttıkça, sabit maliyetler artan üretim miktarlarına dağıtılmakta ve böylelikle birim ortalama maliyetler düşmektedir. İkinci avantajı ise, uzmanlaşmadan kaynaklanmaktadır. Adam Smith 1776 yılında yazdığı *Ulusların Zenginliği* adlı eserinde, uzmanlaşmanın üzerinde durmaktadır. Uzmanlaşma ile bir işçinin yapamayacağı adette üretimin yapılabileceğini belirtmektedir. Örneğin, araba motoru üretiminde üretim hatlarının kullanımı ile uzmanlaşmanın getirisinden faydalanılmaktadır. Ölçek ekonomilerinden faydalanmanın üçüncü avantajı ise, üretim unsurlarından daha iyi yararlanılmak istenmesi olarak gösterilmektedir.¹⁴

Birleşme ile ölçek ekonomisinden faydalanacak olan işletme, büyük ölçekte üretimde bulunmanın maliyetler üzerindeki olumlu etkisinden faydalanmaktadır. Ortalama üretim maliyetleri, genel yönetim giderleri gibi maliyetlerin paylaşılması sebebi ile düşmektedir. Örneğin muhasebe, finans gibi bölümlerin giderleri, reklam harcamaları paylaşılmaktadır. Ölçek ekonomisinden faydalanan işletme, yüksek tutarlı AR-GE faaliyetinde bulunabilmekte, daha düşük girdi maliyetlerinden yararlanabilmekte, üretim makinelerini daha verimli kullanılabilmekte, daha iyi şartlarda finansman kaynağı elde edebilmekte, ürün dağıtım kanallarını arttırabilmektedir.

1.2.6. Sinerji Etkisinden Yararlanma

Sinerji etkisi bütünün kendisini oluşturan parçaların toplamından fazla değere sahip olduğu anlamına gelmekte ve birleşme işlemlerinin önemli bir nedenini oluşturmaktadır. Birleşme sayesinde işletmeler, yeni oluşacak işletmede, birleşen işletmelerin piyasa değerleri toplamından daha yüksek bir değer elde etmektedirler.

¹⁴ David Begg, Stanley Fisher ve Rudiger Dornbush, *Economics*, Third Edition, UK, Mc Grow Hill Book Company, 1991, s. 117.

İşletme birleşmelerinde sinerji, birleşme sonrasındaki işletme değerinin birleşen iki işletmenin piyasa değerlerinden daha fazla olması şeklinde tanımlanabilmektedir.

Birleşme işlemlerinde oluşan sinerjinin, edinilen işletmeye ödenen primden yüksek olması beklenmektedir. Aksi takdirde, edinen işletme bakımından değer kaybı yaşanmaktadır. Sinerji sayesinde işletmeler birleşme öncesi ile karşılaştırıldığında daha iyi performans sergileme imkânına kavuşabilmektedirler.

Edinen işletme birçok şekilde sinerji etkisi yaratmaktadır. Kontrol açısından, edinen işletme, edinilen işletmeye daha iyi bir yönetim sağlayarak, kaynaklarını daha iyi yöneterek ve yenilikler getirerek değer katabilmektedir. Konsolidasyon açısından, yatay birleşmelerin maliyetleri çok çabuk düşürmesi beklenmektedir. İşletmenin yeni müşteri ve yeni piyasalara ulaşım imkânı sağlayarak büyümeyi gerçekleştireceği düşünülmektedir. Bilgi ağı açısından edinen işletme, edinilen işletmenin işkolu hakkında bilgi sahibi ise, koordinasyon ve iş stratejilerinin paylaşımı, politikalar, prosedürler, paylaşılan hizmetler, teknoloji ve faaliyet süreçleri her iki taraftan da bilgili çalışanların katılımı ile değer yaratabilmektedir. Finansal açıdan ise, yeni oluşan işletmede finansal kaynakların birleşmesi ve artan istikrar ile, işletme riski düşmekte ve yeni projelerin sermaye maliyeti azalmaktadır.¹⁵

Birleşen işletmeler maliyetlerini düşürerek veya toplam varlıkları ile daha fazla nakit akışı yaratmak suretiyle de sinerji yaratmakta, hissedar değerini arttırmaktadırlar.

1.2.7. Çeşitlendirmeden Yararlanma

Belli bir sektörde uzmanlaşmış işletmeler belli bir ürüne veya sektöre odaklanabilmektedirler. Fakat uzmanlaşmış işletmeler, teknoloji ve müşteri tercihlerinin sürekli değiştiği bir çevrede daha kırılgan bir yapıya sahip olmaları nedeniyle riskli görülmektedirler. Piyasadaki rekabet, işletmelerin ilerleyen zamanlarda gerilemesine sebep olmaktadır. Bu sebeple çeşitlendirme yapmaları gerekmektedir. Birleşmeler yoluyla çeşitlendirmeye, işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri olgunluk düzeyine

ulaştığında, işletmenin pazar payında azalmalar başladığı ve endüstride yaşanan yoğun rekabetin kârlılığı azalttığı durumlarda ihtiyaç duyulmaktadır. Söz konusu durumlarda işletmeler, üretim faaliyetlerini çeşitlendirmeye başlamaktadırlar.

İşletmelerin birleşme sebeplerinden biri olan çeşitlendirme, hissedar değerini yükseltmeye yönelik bir süreçtir. Çeşitlendirme, bir endüstri dalındaki ürünler arasında, farklı endüstri dalları arasında ve farklı coğrafik bölgelerde faaliyet gösterilmesi şeklinde gerçekleştirilebilmektedir.

Çeşitlendirme kararının verilmesinde, çeşitlendirme yapılacak endüstrinin uzun dönemde kazanç yaratabilmesi, çeşitlendirmeyle oluşabilecek kazançların endüstriye girişteki maliyetleri aşması, yeni endüstrinin işletmenin rekabet gücünü artırması gibi koşullar aranmaktadır.

İşletme çeşitlendirmesinin birleşme yoluyla yapılması durumunda birçok avantaj elde edilmektedir. Böylelikle işletme, farklı sektörlerde faaliyet göstererek daha geniş müşteri kitlesine ulaşmakta, riskini azaltmaktadır.¹⁵ Riski azalan işletmenin borçlanma maliyeti düşmektedir. İşletmeler çeşitlendirme ile kazançlarını istikrarlı olarak arttırabilmektedirler. İşletme kazançlarındaki istikrar, mali açıdan işletmeyi güçlendirmekte ve işletmenin borçlanma kapasitesini arttırmaktadır.

1.3. Birleşme Türleri

Birleşme işlemleri üç şekilde gerçekleşmektedir. Bunlar, satınalma yoluyla birleşmeler, devralma yoluyla birleşmeler ve yeni kuruluş yoluyla birleşmelerdir. Birleşme türleri aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

1.3.1. Satınalma Yoluyla Birleşme

Satınalma yoluyla işletme birleşmeleri, varlıkların veya hisselerin bir kısmının veya tamamının satın alınması şeklinde gerçekleştirilmektedir. Hisselerin satın alınması

¹⁵ Barry Massoudi, **Do The Right Deal, Do The Deal Right**, USA, Continental Publishers, 2006, s.103.

¹⁶ Lanning Bryer, Melvin Simensky, **Intellectual Property Assets in Mergers and Acquisitions**, USA, John Wiley&Sons, 2002, s.6.

yoluyla gerekleŒen iŒletme birleŒmelerinde, ortaklık haklarının t¸m¸ ya da kontrol¸ sağlayacak kadar hisse satın alınmaktadır. B¸ylelikle, ana iŒletme ile hisseleri edinilen iŒletme arasında ana ortaklık-bağlı ortaklık-iŒtirak iliŒkisi ortaya çıkmaktadır. Varlıkların satın alınması yoluyla gerekleŒen iŒletme birleŒmelerinde edinilen iŒletmenin varlıklarının t¸m¸ veya bir b¸l¸m¸ nakit, hisse senedi veya diğer varlıklar karŒılıėında alınmakta, edinen iŒletme edinilen iŒletmenin y¸k¸ml¸l¸klerini ¸stlenmemektedir. Edinilen iŒletmenin t¸zel kiŒiliėi devam etmektedir.

1.3.2. Devralma Yoluyla BirleŒme

Devralma yoluyla birleŒmelerde, edinilen iŒletme t¸m aktif ve pasifleri ile alınmakta ve sonucunda kendi t¸zel kiŒiliėini kaybetmektedir. Devralmanın temel amacı, edinilen iŒletmenin y¸netiminin ele geçirilmesi olmaktadır.¹⁷ Edinilen iŒletmenin t¸m varlıkları ve borçlarının edinen iŒletmeye geçmesi karŒılıėında, edinen iŒletme kendi hisse senetlerini, tahvillerini vermekte veya nakden ¸demede bulunmaktadır. Devralma iŒlemlerinde edinilen iŒletmenin hukuksal varlığı sona ererken, edinen iŒletmenin hukuksal varlığı devam etmektedir.

Devralma iŒlemlerinde edinen iŒletmenin iki temel beklentisi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi edinen iŒletmenin, edinilen iŒletmenin varlıklarını daha iyi y¸neteğine dair beklentisi, ikincisi ise edinen iŒletmenin, edinilen iŒletmenin piyasa değerini y¸kselteğine inanmasıdır.¹⁸

1.3.3. Yeni KuruluŒ Yoluyla BirleŒme

Yeni kuruluŒ yoluyla birleŒme iki veya daha fazla iŒletmenin kendi varlıklarını sonlandırarak yeni bir iŒletme kurması olarak tanımlanmaktadır.¹⁹

¹⁷ H. R. Machiraju, **Mergers, Acquisitions and Takeovers**, New Delhi, New Age International Ltd. Publishers, 2003, s.117.

¹⁸ Peter J. Buckley, Pervez N. Ghauri, **International Mergers and Acquisitions**, Singapore, Thomson Learning, 2002, s.2.

¹⁹ Kenneth W. Clarkson, Roger Leroy Miller, Frank B. Cross, **Business Law, Text and Cases**, Twelfth Edition, Canada, South Western Cengage Learning, 2012, s.797.

Birleşme sonrası, yeni kurulan işletme birleşen işletmelerin bütün varlık ve yükümlülüklerine sahip olmaktadır. Birleşme sonrası oluşan işletmenin ismi, sermaye yapısı yeni oluşan işletmenin ana sözleşmesinde gösterilmekte ve birleşme öncesi işletmelerin ana sözleşmesi geçerliliğini yitirmektedir.²⁰

1.4. Birleşmelerin Sınıflandırılması

Literatürde birleşmelerin yatay birleşmeler, dikey birleşmeler, karma birleşmeler ve benzer alanda birleşmeler olmak üzere dört şekilde sınıflandırılmaktadır.

1.4.1. Yatay Birleşmeler

Yatay birleşmeler, aynı veya benzer ürün üreten veya hizmet sağlayan, aynı coğrafi bölgede faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesi olarak tanımlanmaktadır. Arçelik-Grundig birleşmesi, Bosch-Siemens-Profilo birleşmesi yatay birleşmelere örnek olarak gösterilebilmektedir. Söz konusu işletmeler aynı sektörde faaliyette bulunup ikâme malları üretmektedirler. Bu tür birleşmeler rekabetin fazla olduğu sektörlerde pazar payını arttırabilmek için yapılabilmektedir.

Yatay birleşmelerin servet yaratma potansiyeli yüksek olmaktadır. Yatay birleşmeler işletmelere ölçek ekonomilerinden faydalanarak üretimde maliyetleri düşürme imkânı sağlamaktadır. Bu tür birleşmelerin verimsiz kaynakların verimli hale getirilmesi ile maliyet azaltıcı etkisi bulunmaktadır²¹. Bu etki, hem üretimde uzmanlaşma ile hem de ölçek ekonomisinin verdiği avantaj ile sağlanabilmektedir. Daha yüksek miktarda hammadde alımlarında işletmelerin pazarlık gücü artmakta, daha düşük fiyatlarla hammadde, işletme malzemesi satın alınabilmektedir. Artan üretim miktarları işletmelere satış, pazarlama, dağıtım faaliyetlerinde maliyet avantajı getirmektedir. Artan üretim miktarları ile navlun-nakliye faaliyetlerinde pazarlık imkânı artmakta, tanıtım faaliyetlerinde ise daha az maliyetle ürettiği markaları daha ucuza

²⁰ Roger LeRoy Miller, William Eric Hollowell, **Business Law, Text and Exercises**, Sixth Edition, Canada, Cengage Learning, 2010, s.408.

²¹ William L. Megginson, Scott B. Smart, **Introduction to Corporate Finance**, USA, South Western Learning, 2009, s.572.

tanıtılabilme imkanı doğmaktadır. Birleşme sayesinde teknoloji transferi yapılabilmekte, yönetim, AR-GE, kalite gibi bölümlerinde daha etkin personel ve yönetici istihdamı sağlayan işletme, bu imkânlarını birleştiği işletmenin benzer ürünleri için de faydalandırmaktadır. Yatay birleşme ile rakip işletmeler bir araya gelmekte ve bunun sonucunda birleşen işletmelerin pazardaki payları artmakta, rekabet üstünlüğü sağlamaktadırlar.

Ancak yatay birleşmelerde, monopolleşmelerin yaşanabileceği ve tüketicilerin zarar görebileceği endişesi ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple, yasal düzenlemelerden en fazla etkilenen birleşmelerin yatay birleşmeler olduğu görülmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri (ABD) 'de yatay birleşmelerin neden olabileceği zararları önlemek için birçok yasa çıkartılmıştır. Bu düzenlemelere, temel teşkil eden yasa, 1890 yılında çıkartılan Sherman Yasa'sıdır. Yasaya göre monopolcü gücün kötüye kullanılması suç olarak değerlendirilmiştir. Fakat yasa monopollerin ortaya çıkışını engelleyememiştir. Bu sebeple Clayton Yasası olarak adlandırılan yeni bir yasa 1914 yılında çıkartılmıştır. Clayton Yasası ile monopol oluşturacak birleşmeler yasaklanmaktadır. Birleşme işlemlerinin hız kazanmasıyla, 1950'de Clayton yasasında birtakım yeni düzenlemelere gidilmiştir. Bu düzenlemelerle, denetimler, sadece yatay birleşmelere değil, dikey ve karma birleşmelere de uygulanmaya başlanmıştır. Fakat 1974 yılından sonra denetimler daha esnek olarak uygulanmaya başlanmıştır.

Ülkemizde de birleşme işlemlerinin neden olabileceği haksız rekabet ve monopolleşmeye karşı 1994 yılında 4054 sayılı “Rekabetin Korunması Hakkında Kanun” yürürlüğe girmiştir. Kanun, ülkemizde serbest rekabet ortamının korunmasını ve monopolleşmeyi önlemeyi amaçlamaktadır.

1.4.2. Dikey Birleşmeler

Dikey birleşmeler, yatay birleşmelerin aksine, birbirine rakip olmayan işletmeler arasında gerçekleşen birleşme işlemleri olarak görülmektedir. Dikey birleşmeler, birbirlerini tamamlayan safhalar arasında meydana gelen birleşme işlemleri

olarak tanımlanmaktadır²². Üretim sektöründe faaliyette bulunan bir işletmenin kendisine hammadde temin eden bir işletme ile birleşmesi veya dağıtım ağını yöneten bir işletme ile birleşmesi sıkça rastlanan dikey birleşmelere örnek olarak gösterilebilmektedir. İşletmelerin kendilerine hammadde temin eden işletmeler ile birleşmelerine geriye doğru dikey birleşme, pazarlama, satış, dağıtım kanallarını yöneten işletmeler ile birleşmelerine ise ileriye doğru dikey birleşme adı verilmektedir. Beyaz eşya sektöründen örnek vermek gerekirse kendisine sac temin eden bir işletme ile birleşmesi, üretimde sac kullanımı ağırlıkta olduğu için işletme için olumlu sonuçlar doğurabilmektedir. Hammadde sağlayan bir işletme ile gerçekleştirilen bu birleşme işlemi geriye doğru dikey birleşme, dağıtım veya servis işlerini yapan bir işletme ile birleşmesi ise ileriye doğru dikey birleşme işlemlerine örnek oluşturmaktadır. Bu tür birleşmeler, hammadde fiyatlarının değişken olduğu, hammadde temininde problemlerin yaşandığı durumlarda önem arz etmektedir. Dikey birleşmeler, işletmelerin hammadde fiyatlarını ve hammadde kalitesini kontrol etmesini, müşteri taleplerine daha iyi cevap verebilmesini, tam zamanında üretimin uygulamaya konulup depolama maliyetlerinin ortadan kalkmasını sağlayabilmektedir. Böylelikle işletmenin üretim maliyetleri önemli ölçüde düşebilmektedir. Aynı şekilde satış-pazarlama-dağıtım-servis hizmetlerini işletme kendisi yöneterek maliyetlerden tasarruf edebilmektedir.

Ancak bu tür birleşme işlemleri, pazarda rekabetin çok yoğun olduğu, ucuza ve kaliteli hammadde temininin mümkün olduğu hallerde, pazarlama ve dağıtım kanallarında rekabet sayesinde düşük fiyata iyi hizmet alındığı koşullarda çok etkin olmayabilmektedir.

1.4.3. Karma Birleşmeler

Karma birleşmeler, farklı sektörlerde faaliyette bulunan, aralarında alım satım ilişkisi bulunmayan, birbirleri ile rekabet halinde olmayan iki veya daha fazla

²² Roger A. Arnold, *Microeconomics*, Eleventh Edition, USA, Cengage Learning, 2013, s.293.

işletmenin gerçekleştirdiği birleşme işlemi olarak tanımlanmaktadır.²³ İşletmelerin güçlenen yapısı ile finansman avantajı sağlamak, farklı coğrafi bölgelerde, farklı ürünlerle pazar payı elde etmek amacı ile yürüttükleri büyüme stratejileri karma birleşmeler olarak adlandırılmaktadır. Karma birleşmelerde işletmeler, kendi faaliyet alanları dışında bir veya birden fazla işletme ile birleşip risklerini dağıtmak istemektedirler. Karma birleşmeler sayesinde işletmeler aynı sektörde olup birbirinin üretmediği ürünleri piyasaya sunarak ürün çeşitlendirebilmektedirler.

Ürün yelpazesini genişletme amaçlı birleşmeler benzer üretimi yapan işletmelerin birleşmesi ile gerçekleşmektedir. Tamamıyla karma işletme birleşmeleri ise, farklı alanlardaki işletmelerin birleşmesi ile meydana gelmektedir. 2005 yılında New York Borsası ile Archipelago Holding arasında yapılan birleşme ürün yelpazesini genişletmek amaçlı yapılan karma birleşmelere örnek oluşturmaktadır. Dünyanın en büyük ve en başarılı borsası, küçük bir elektronik ticareti yapan bir işletme ile birleşmiştir. Yöneticiler, bu şekilde hızlı büyüyen işletmelerle birleşmeye, işletmenin faaliyet alanına hâkim oldukları sürece taraftar olmaktadır.²⁴

1.4.4. Benzer Alanlarda Birleşmeler

Benzer alanda birleşmeler, rekabet halinde bulunmayan, birbirini tamamlayıcı faaliyette bulunan işletmelerin birleşerek yeni bir işletme oluşturması veya aynı endüstride yer alan, müşteri ve tedarikçi ilişkisi bulunmayan işletmelerin birleşme işlemleridir. Bir bankanın bir sigorta işletmesini edinmesi, bir havayolu işletmesinin seyahat acentası edinmesi veya bir gazetenin haber sunan bir televizyon kanalı ile birleşmesi bu tür birleşmelere örnek olarak gösterilebilmektedir.

Bu tür birleşmelerin amacı, rakip işletmeleri azaltmak değil, ölçek ekonomilerinden yararlanarak operasyonel ve finansal fayda elde etmektir.²⁵

²³ R. Charles Moyer ve diğerleri, **Contemporary Financial Management**, Twelve Edition, USA, South Western Cengage Learning, 2012, s. 821.

²⁴ William L. Megginson, Scott B. Smart, **Introduction to Corporate Finance**, s. 855-856.

²⁵ S. Gurusamy, **Financial Services**, Second Edition, New Delhi, Tata Mc Graw-Hill, 2009, s.374.

Benzer alanda birleşmelerin avantajları, düşük işlem maliyeti, sağlam malzeme tedariki, artan koordinasyon olarak dezavantajları ise fazla sermaye gereksinimi, esnekliğin azalması ve uzmanlaşmadaki düşüş olarak sıralanabilmektedir.²⁶

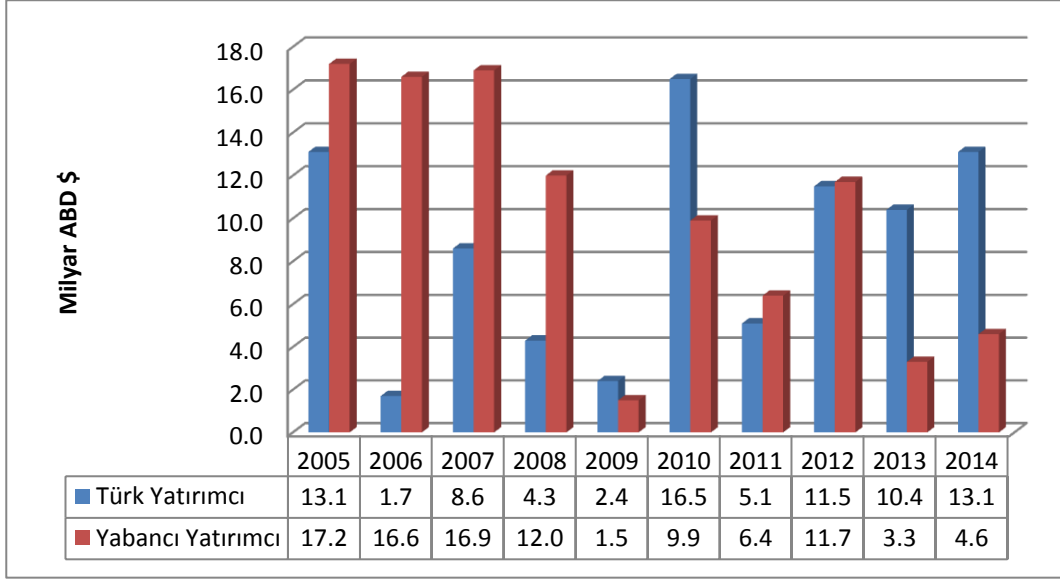
1.5. Türkiye'de Birleşme ve Satınalma İşlemleri

Dünya'da birleşme ve satınalma işlemleri ekonomik ve siyasi olaylardan etkilenmekte ve bu sebeple de her ülkede farklılık göstermektedir. Tarihsel bir süreç olarak incelendiğinde ise dalgalar halinde ortaya çıkmaktadır. Bir birleşme dalgasında yatay birleşmeler bir diğerinde dikey birleşmeler, bir başkasında karma birleşmeler yoğunluk gösterebilmektedir. Ülkemizde yaşanan birleşme ve satınalma işlemleri de Dünya'daki gelişmelerden ve ülkemizdeki düzenlemelerden etkilenmektedir.

Türkiye'de birleşme ve satınalma işlemleri çok eski tarihlere dayanmamaktadır. Türkiye'de 1970'li yıllarda yoğunlaşan sanayileşmenin 1970'lerin sonunda tıkanması sebebi ile 1980'li yıllarda dışa açılım süreci başlamıştır. 1989 yılında uluslararası sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Böylelikle uygun ortamı hazırlayan yabancı sermaye ile birleşme işlemleri 1990'lı yılların başından itibaren başlamış, aktif bir birleşme piyasasının oluşması ile 2000'li yılların başında hız kazanmıştır.

2001 yılı sonrasında meydana gelen işletme birleşmeleri, işletmelerin yaşanan krizde hayatta kalabilmek için oluşturdukları bir strateji olarak gelişmiştir. 2004 yılından sonra artan işletme birleşmelerinde ise Avrupa Birliği (AB) ile başlatılan müzakerelerin etkisi bulunmaktadır. Aşağıdaki grafikte ise 2005-2014 yılları arasındaki birleşme işlemleri incelenmiştir.

²⁶ H. R. Machiraju, a.g.e, s. 9.



Grafik 1: İşlem Hacmine Göre Türk ve Yabancı Yatırımcılar

Kaynak: Ernst&Young, "Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2013 ve 2014 Raporları"ndan derlenmiştir.

Grafik 1, Türk ve yabancı yatırımcıların Türkiye'de 2005-2014 yıllarında gerçekleştirdikleri birleşme ve satınalma işlemlerini işlem hacmi bazında göstermektedir. Grafikte Türk ve yabancı yatırımcıların yaptıkları yatırımların tutarları ayrı olarak gösterilmiştir. Grafik yıllar bazında aşağıdaki şekilde yorumlanabilmektedir:

2005 yılında Türkiye'de gerçekleşen yatırım tutarı 30,3 milyar \$'dır. Bu tutarın 13,1 milyar \$'ı Türk, 17,2 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. 2005 yılında yatırımlar yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Bu durum, 2005 yılında özelleştirme işlemlerinin yoğunluğu, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu' nun gerçekleştirdiği işletme satışları, AB ile tam üyelik görüşmelerinin başlaması gibi sebeplerden kaynaklanabilmektedir.

2006 yılında gerçekleşen yatırım tutarı 18,3 milyar \$'dır. Bu tutarın 1,7 milyar \$'ı Türk, 16,6 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. Türk yatırımcılar, gerçekleştirilen işlem hacmi bakımından yabancı yatırımcıların 14,9 milyar \$ gerisinde kalmışlardır. Bunun sebebi, 2006 yılında ülkedeki ekonomik ve politik istikrar sebebi

ile yapacakları yatırımın riskli olmadığını düşünen yabancı yatırımcıların, yerel bir ortağa ihtiyaç duymadan işlemlerini gerçekleştirmiş olabilmeleridir.

2007 yılında gerçekleşen yatırım tutarı 25,5 milyar \$'dır. Bu tutarın 8,6 milyar \$'ı Türk, 16,9 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. Türk yatırımcılar bir önceki yıla göre 6,9 milyar \$ yatırımlarını arttırmışlardır. Bunun sebebi, 2007 yılında en yüksek tutarlı ilk on işletme birleşmesinde Türk yatırımcıların payının artması olabilmektedir. Yabancı yatırımcıların payı ise bir önceki yıla göre 0,3 milyar \$ artmıştır.

2008 yılında gerçekleşen yatırım tutarı 16,3 milyar \$'dır. Bu tutarın 4,3 milyar \$'ı Türk, 12 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. 2008 yılında, yatırımların 2007 yılına göre 9,2 milyar \$ azaldığı görülmektedir. Yerli yatırımlar bir önceki yıla göre yarı yarıya düşmüş, yabancı yatırımlar 4,9 milyar \$ azalmıştır. Bunun sebebi, 2007 yılının sonlarına doğru ABD'de ortaya çıkan konut kredisi sorununun tüm piyasaları etkilemesi, Türkiye'de ise iktidar partisine açılan kapatma davasının taşıdığı belirsizlik ortamının etkisi olabilmektedir.

2009 yılında yatırımların toplam tutarı 3,9 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın 2,4 milyar \$'ı Türk, 1,5 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. 2009 yılında, yatırımların son üç yılın en düşük seviyelerinde gerçekleştiği görülmektedir. Söz konusu durumun sebebi ise ABD'de konut finansmanı olarak başlayan finansal krizin, global bir krize dönüşmesi ve 2009 yılında tüm piyasaları derinden etkilemesinden kaynaklanabilmektedir.

2010 yılında gerçekleşen yatırım tutarı 26,4 milyar \$'dır. 2010 yılında, yatırımlar bir önceki yıla göre 22,5 milyar \$ artmıştır. 2010 yılında, Türk yatırımcılar 16,5 milyar \$ yabancı yatırımcılar ise 9,9 milyar \$ yatırım gerçekleştirmişlerdir. Yatırımların 2010 yılında yükselmesinin sebebi, küresel krizin etkilerinin azalması ve Türkiye'nin bu süreçten fazla hasar almadan çıkabilmesi olabilmektedir.

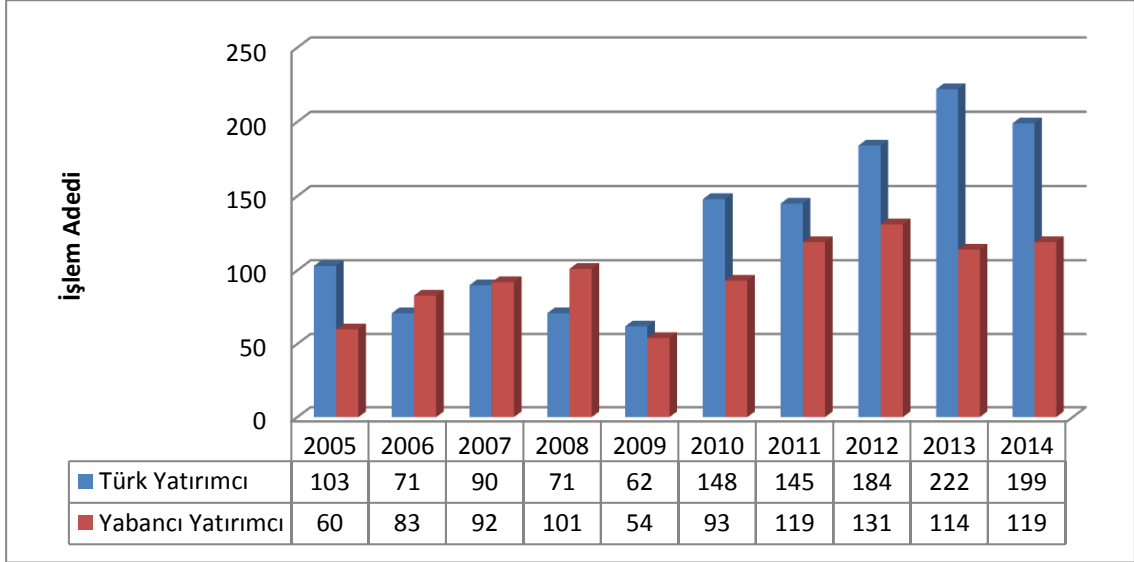
2011 yılında gerçekleşen yatırım tutarı 11,5 milyar \$'dır. Bu tutarın 5,1 milyar \$'ı Türk, 6,4 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. 2011 yılında, yatırımlar bir

önceki yıla göre 14,9 milyar \$ azalmıştır. Bunun azalmanın sebebi, 2010 yılında Yunanistan'da başlayan ekonomik krizin 2011 yılında AB' yi de etkisi altına aldığı şeklinde yorumlanabilmektedir. Fakat Türkiye, 2011 yılında %9,2 büyüme oranı ile sınırında yaşanan krizden fazla etkilenmediğini göstermektedir.

2012 yılında, yatırımlar bir önceki yıla göre 11,7 milyar \$ artarak 23,2 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın 11,5 milyar \$'ı Türk, 11,7 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. 2012 yılında, Yunanistan krizi Avrupa ülkelerini de etkisi altına alarak devam ederken, yatırımlarda gerçekleşen artışın sebebi, kredi derecelendirme kuruluşu Fitch'in, Türkiye'nin pozitif ekonomik göstergelerini ve siyasi istikrarını değerlendirerek, kredi notunu yükseltmesi olarak değerlendirilebilmektedir.

2013 yılında, yatırımlar bir önceki yıla göre 9,5 milyar \$ gerileyerek 13,7 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın 10,4 milyar \$'ı Türk, 3,3 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. 2013 yılında yabancı yatırımcıların yaptığı yatırımların 11,7 milyar \$'dan 8,4 milyar \$ azalarak 3,3 milyar \$'a düşmesi dikkat çekicidir. Bu düşüşte Avrupa'da yaşanan ekonomik krizin, Türkiye'nin içinde bulunduğu coğrafyada, Arap Baharı'nın olumsuz etkilerinin ve Türkiye'nin bazı ülkeler ile gerginleşen politikalarının yatırım tutarlarının azalmasında etkili olduğu söylenebilmektedir.

2014 yılında, yatırımlar bir önceki yıla göre 4 milyar \$ artarak 17,7 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın 13,1 milyar \$'ı Türk, 4,6 milyar \$'ı ise yabancı yatırımcılara aittir. 2014 yılında yabancı yatırımcıların yaptığı yatırımların tutarı 1,3 milyar \$ artmasına rağmen, önceki yıllara oranla oldukça düşüktür. Bunun sebebi Ortadoğu'daki karışıklıkların Türkiye'nin ticareti ve büyümesine etkisi, yerel seçimler ve Cumhurbaşkanlığı seçimleri olarak gösterilebilmektedir. 2014 yılında Rusya-Ukrayna gerilimi de bölgede ticareti etkileyen diğer faktörlerden sayılabilmektedir.

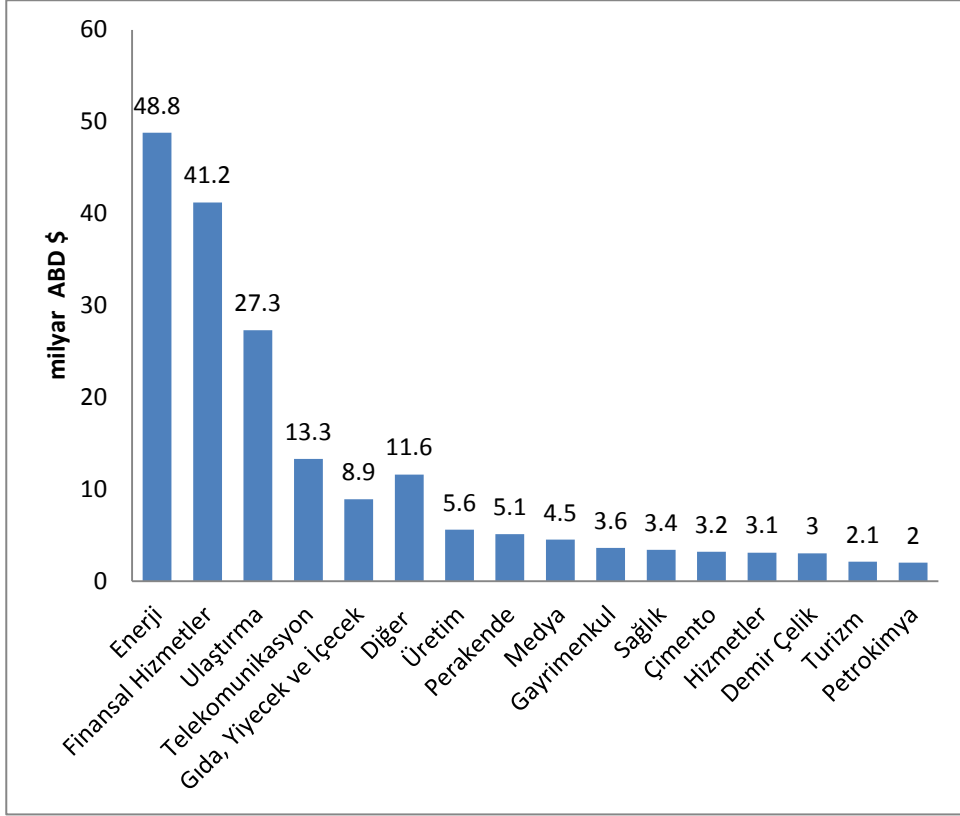


Grafik 2 . İşlem Sayısına Göre Türk ve Yabancı Yatırımcılar

Kaynak: Ernst&Young, "Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2013 ve 2014 Raporları"ndan derlenmiştir.

Grafik 2 Türkiye'de 2005-2014 yıllarında gerçekleşen birleşme ve satınalma işlemlerini adetsel olarak göstermektedir.

2005 yılında Türk yatırımcılar, yabancı yatırımcılardan adet olarak daha fazla yatırımda bulunmaktadır. 2006, 2007 ve 2008 yıllarında ise Türk yatırımcılar toplam işlem adedi bakımından yabancı yatırımcıların gerisinde kalmaktadır. 2008 yılında toplam işlem hacminin % 59'unu yabancı yatırımcılar gerçekleştirmektedirler. Fakat 2009 yılı ve sonrasında Türk yatırımcıların işlem adedi bakımından yabancı yatırımcıların geride bıraktıkları söylenebilmektedir. Türk yatırımcıların işlem adedi olarak en fazla yatırım yaptıkları yıl 2013 yılı olmuştur. Türk yatırımcıların 2013 yılında 222 işlem adedi ile toplam işlem adedinin % 66'sını gerçekleştirdikleri gözlemlenmektedir. 2014 yılında, Türk yatırımcıların gerçekleştirdikleri işlem adedi 2013 yılına göre 23 adet ve % 3 azalmakta ise bile işlem adedi yabancı yatırımcılardan % 26 daha yüksektir.



Grafik 3. İşlem Değerine Göre Sektörler

Kaynak: Ernst&Young, "Birleşme ve Satınalma İşlemleri Raporu", 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013,2014 raporlarından derlenmiştir.

Grafik 3, 2005 yılından 2014'na kadar (2014 dâhil olmak üzere) oluşan birleşme ve satınalma işlemlerinin gerçekleştiği sektörleri göstermektedir. 2005-2014 yıllarında Türkiye'de toplam 186,6 milyar \$'lık birleşme satınalma işlemi yaşanmıştır. Grafik'ten bu işlemlerin en yüksek olduğu üç sektörün enerji, finansal hizmetler ve ulaştırma olduğu görülmektedir.

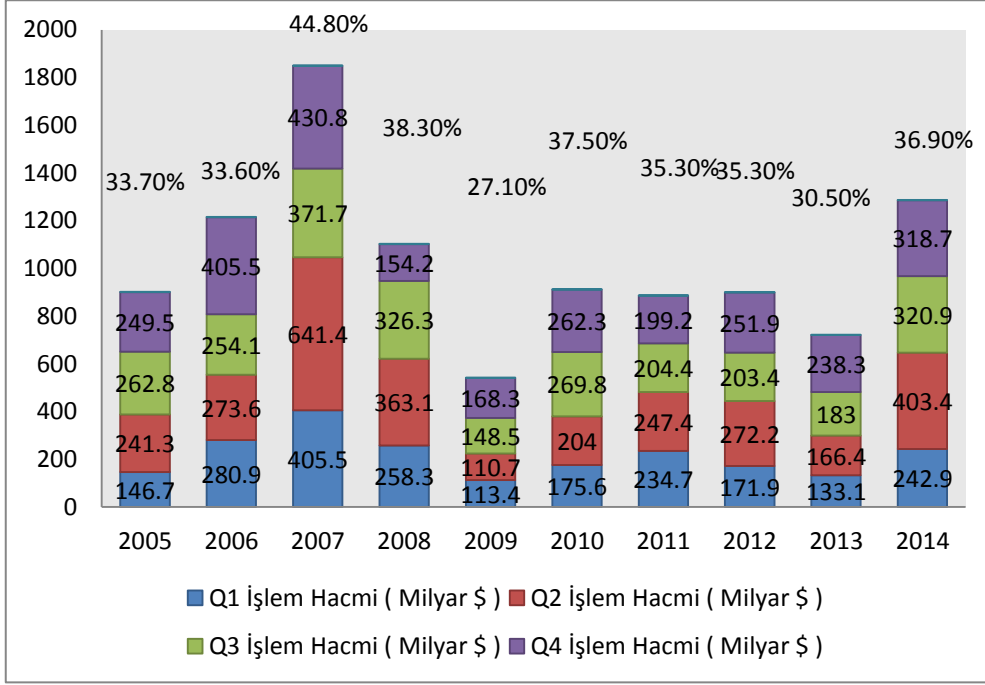
Enerji, ulaştırma, finansal hizmetler, 2005-2014 yıllarında toplam birleşme ve satınalma faaliyetleri içerisinde % 63'lük bir oran oluşturmaktadır. Bunlardan enerji sektörü % 26'lık katkısıyla, toplam işlem hacminde en büyük payı oluşturmaktadır. Finansal hizmetler, toplam işlem hacminde % 22'lik payla ikinci durumda gözükmektedir. Ulaştırma sektörü ise toplam işlem hacminden % 15'lik pay almaktadır.

Enerji sektöründeki işlemlerin büyük bir bölümü, elektrik üretim işletmeleri özelleştirmelerinden kaynaklanmaktadır. Finansal hizmetlerdeki işlem yoğunluğunun büyük bir bölümü ise yabancı yatırımcıların banka ve sigortacılık alanındaki yatırımlarından oluşmaktadır. Ulaştırma sektöründeki işlemlerin toplam işlem hacminde üçüncü sıraya ulaşmasının sebebi ulaştırma sektöründeki işletme hakkı devirleridir. Bunların en yüksek tutarlı olanları havalimanı işletme hakkı devirleridir.

2005-2014 yılında gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerinin % 37' lik kısmı ise telekomünikasyon, gıda, yiyecek ve içecek, hizmetler, üretim, perakende, medya, gayrimenkul, sağlık, çimento, hizmetler, demir çelik, turizm, petrokimya ve diğer sektörlerde meydana gelen işlemlerden kaynaklanmaktadır.

1.6. Dünya'da Birleşme ve Satınalma İşlemleri

Küresel birleşme ve satınalma işlemlerinin 2014 yılında küresel finansal krizden bu yana görülen en yüksek seviyelere çıktığı görülmektedir. Ukrayna ve Rusya arasındaki gerginlik, bu gerilimi izleyen ABD ve AB'nin Rusya yaptırımları, Ortadoğu'ya ilişkin endişeleri artıran Irak ve Şam İslam Devleti, Dünya'nın tüketim motoru Çin'in gönderdiği yavaşlama sinyalleri, dolar ve altında yaşanan dalgalanmalar, önemli ölçüde değer yitiren dolar, 2014 yılındaki önemli sorunlar olarak ortaya çıkmaktadır. Bütün bu koşullara rağmen, birleşme ve satınalmaların 2014 yılında çok ciddi bir şekilde artması, küresel ekonominin, 2014 yılındaki zorlukları atlatabileceğini göstermektedir.



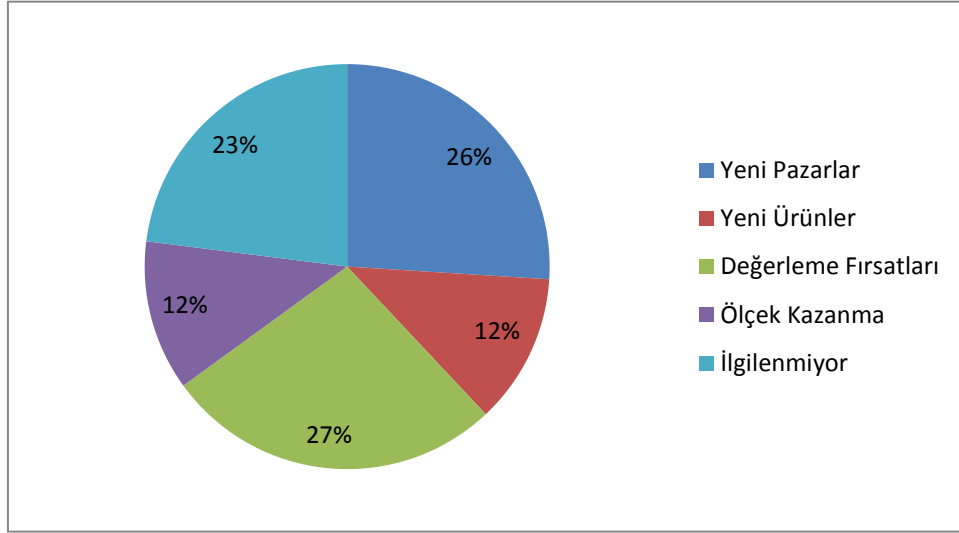
Grafik 4. Dünya'daki Birleşme ve Satınalma Trendi

Kaynak: Thomson Reuters, **Mergers & Acquisitions Review**, http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_MandA_Legal_Advisory_Review.pdf, Erişim:15.03.2015, s.1.

Grafik 4, 2005-2014 yıllarında Dünya'da gerçekleşen birleşme satınalma trendini göstermektedir. Grafikte 2007 yılı Dünya'da birleşme ve satınalma işlemlerinin en yoğun olarak yaşandığı yıl olarak gözlemlenmektedir. 2007 yılındaki birleşme ve satınalma işlemlerinin tutarı 2006 yılına oranla % 52 artarak 1850 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir. Birleşme satınalma işlemlerinin tutarının 2009 yılında 541 milyar \$ ile 2005 yılından beri en düşük seviyede kaldığı görülmektedir. Birleşme ve satınalma işlemleri 2010 yılından itibaren 2014 yılına kadar durağan bir seyir ile gitmektedir. Fakat 2014 yılında birleşme işlemlerinin toparlandığı görülmektedir. Birleşme ve satınalma işlemlerinin 2014 yılında 2013 yılına kıyasla % 78 artarak, 1286 milyar \$ son 7 yılın zirvesine çıktığı belirtilmektedir.

Price Waterhouse Coopers (PWC) tarafından Kasım 2011 yılında 300 işletme ile yapılan araştırmaya göre, işletme yönetimleri riskli gördükleri satınalma işlemlerine yaklaşmamakta, değerlendirme işlemlerine dikkat etmektedirler. Birçok alıcı işletme orta

ölçekli işletme ile birleşme işlemlerinde bulunmak istemektedir. Araştırmanın sonuçlarına göre aşağıdaki grafik ortaya çıkmaktadır:



Grafik 5 . ABD’de İşletme Açısından Birleşme İşlemlerinin Temel Nedenleri

Kaynak: PWC, *Asset Management M&A Insights, The Way Forward*, http://www.pwc.com/en_US/us/asset-management/investment-management/publications/assets/pwc-asset-management-mergers-acquisitions-2012.pdf, Erişim:03.06.2013, s.5.

ABD’deki varlık yöneticileri, yeni pazarlara özellikle gelişmekte olan ülkelerin pazarlarına kanalize olmak istemektedirler. PWC tarafından yapılan araştırmaya göre, Çin, Brezilya, Avustralya ve Hindistan ABD’deki işletmelerin daha çok tercih ettiği ülkeler olarak sıralanmaktadır. ABD’deki alıcı işletmeler, yerel pazardan sonra gelişmekte olan piyasaları tercih etmektedir. Avrupa pazarlarına ise pek ilgi göstermemektedirler.²⁷

²⁷ PWC, *Asset Management M&A Insights, The Way Forward*, http://www.pwc.com/en_US/us/asset-management/investment-management/publications/assets/pwc-asset-management-mergers-acquisitions-2012.pdf, Erişim : 03.06.2013, s.9.

Tablo 2 2014 Yılı Gerçekleşen Uluslararası İşlemler (milyon USD)

Dışarıya Yapılan Yatırımlar				Gelen Yatırımlar			
Sıra	Ülke	Adet	Tutar (milyon\$)	Sıra	Ülke	Adet	Tutar (milyon \$)
1	U.S.	316	390,980	1	U.S.	234	402,535
2	İngiltere	138	110,783	2	İngiltere	115	138,573
3	Kanada	71	113,089	3	Çin	71	65,280
4	Çin	71	53,164	4	Almanya	65	58,497
5	Fransa	66	41,931	5	Kanada	52	37,275
6	Japonya	61	47,564	6	İtalya	52	26,921
7	Hong Kong	51	66,102	7	Fransa	46	111,498
8	Almanya	47	108,558	8	İspanya	46	33,472
9	İsviçre	45	89,150	9	Avustralya	42	45,312
10	Singapur	40	31,724	10	Hollanda	33	35,136
11	Hollanda	33	18,011	11	Brezilya	29	32,313
12	Avustralya	24	16,851	12	Hindistan	29	11,525
13	İsveç	23	22,306	13	Norveç	26	21,583
14	İspanya	20	32,917	14	Güney Kore	26	19,403
15	İrlanda	19	104,112	15	Singapur	26	12,378
16	Birleşik Arap Emirlikleri	14	17,600	16	Hong Kong	24	26,562
17	İtalya	12	35,259	17	İrlanda	17	98,595
18	Güney Afrika	12	4,247	18	Şili	16	27,787
19	Belçika	11	8,946	19	İsveç	16	23,900
20	Danimarka	11	8,881	20	Japonya	16	13,554

Kaynak: Allenoverly, M&A Index, Q4 2014

<http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/MA-Q4-2014.pdf>, Erişim: 13.03.2015, s.23.

Tablo 2, 2014 yılında en yüksek 20 birleşme satınalma işlemini gerçekleştiren ülkeleri göstermektedir. Tablonun sol tarafı dışarıda en fazla yatırımı gerçekleştiren ülkelere, tablonun sağ tarafı ise dışarıdan en fazla yatırım çeken ülkelere oluşmaktadır.

Küresel büyüme ile ilgili kaygıların devam ettiği 2014 yılında gelişmekte olan ülkelerdeki şüphelere rağmen ABD ve İngiltere' nin, birleşme ve satınalma işlemlerinde başarılı bir yılı geride bıraktığı gözlemlenmektedir. 2014 yılında Dünya'da gerçekleşen birleşme ve satınalma faaliyetlerine bakıldığında, ABD' nin gerçekleşen işlem ve tutar bazında önde olduğu ortaya çıkmaktadır.

Amerika'lı işletmelerin ve yatırımcıların yurtdışında 316 adet birleşme işleminde buldukları görülmektedir. Bu birleşme işlemleri tutarsal olarak 390,980 milyon \$'a ulaşmaktadır. ABD' de yabancı yatırımcılar tarafından 234 adet birleşme işlemi gerçekleştirildiği gözlemlenmektedir. Gerçekleştirilen birleşme işlemlerinin tutarı 402,535 milyon \$'dır.

İngiltere ise hem adet hem de işlem hacmi olarak en yüksek birleşme işlemi gerçekleştiren ikinci ülke olarak 2014 yılında göze çarpmaktadır. İngiltere' nin dışarıda yaptığı 138 adet yatırımda ülkeden 110,783 milyon \$ çıkmaktadır. İngiltere' ye yapılan 115 adet yatırım karşılığında ise ülke ekonomisine 138,573 milyon \$ katkı gelmektedir. Kanada, Fransa, Almanya, Japonya, Çin gibi ekonomileri güçlü ülkelerin de listede yer aldığı görülmektedir.

1.7. Muhasebe Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri

Finansal tablolardaki bilgilerin güvenilir, anlaşılabilir, ihtiyaca uygun, karşılaştırılabilir olması gerekmektedir. II. Dünya Savaşı sonrası yaşanan ekonomik birleşmeler ve söz konusu birleşmelerin sebep olduğu sınır ötesi sermaye hareketleri, 1950'li yılların sonlarına doğru muhasebe uygulamalarının uyumlaştırılması gereğini gündeme getirmiştir.

Muhasebe uygulamalarının uyumlaştırılması amacıyla, standart oluşturmaya yetkili ilk uluslararası organ olarak Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) 1973 yılında kurulmuştur. Kurul 2001 yılında yeniden yapılandırılmış ve uluslararası

standart yayımlama yetkisine sahip bağımsız bir kurul haline getirilmiştir²⁸. IASB, finansal tablolarda, şeffaf ve karşılaştırılabilir bilgiyi sağlayan, tek ve yüksek kalitede, anlaşılabilir ve uygulanabilir, küresel muhasebe standartları geliştirmeyi amaçlamaktadır²⁹.

IASB, Nisan 2001 tarihinde 1998 Ekim tarihinde Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi tarafından yayımlanan "İşletme Birleşmeleri Standardı"nı kabul etmiştir.³⁰

1.7.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri

"İşletme Birleşmeleri Standardı" Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) 3 olarak standartların içinde yer almakta ve işletme birleşmeleri ile ilgili hususları düzenlemektedir.

"İşletme Birleşmeleri" standardının amacı, işletme birleşmesi gerçekleştiren bir teşebbüs veya işletmenin finansal raporlamasına ilişkin esasları belirlemektir.³¹

UFRS 3'e göre işletme birleşmeleri, edinen işletmenin bir veya birkaç işletmenin kontrolünü ele geçirdiği bir işlem veya olay olarak tanımlanmaktadır.

UFRS 3'ün işletme birleşmesi tanımına uyan işlemlere veya diğer olaylara uygulanacağı belirtilmektedir. Standart UFRS 3'ün uygulanmayacağı durumları da açıklamaktadır. Buna göre söz konusu UFRS aşağıdaki durumlarda uygulanmamaktadır:³²

²⁸ Financial Accounting Standards Board, **Comparability in International Accounting Standards-A Brief History**, <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156304264>, Erişim: 18.03.2015, s.1.

²⁹ KGK, **Faaliyet Raporu 2008**, http://kgk.gov.tr/contents/files/2008_Faaliyet_Raporu.pdf, Erişim:18.03.2015, s.14.

³⁰ IFRS Foundation, **International Financial Reporting Standard 3**, http://logista.co.za/downloads/2013/Acc_Irfs/IFRS3%20Business%20combinations.pdf, Erişim 18.03.2015, s. 1.

³¹ Remzi Örtün, Hasan Kaval, Aydın Karapınar, **Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2007, s.673.

³² IFRS Foundation, **IFRS 3, Business Combinations**, <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2014/ifrs3.pdf>, Erişim: 18.03.2015, s.8.

a) Ayrı işletmelerin iş ortaklığı oluşturmak üzere bir araya geldikleri işletme birleşmeleri,

b) İşletme tanımına uymayan bir varlığın veya varlık grubunun satın alınması. Bu tür durumlarda edinilen işletme, edindiği varlıkları ve üstlendiği borçları ayrı ayrı tanımlar ve muhasebeleştirir. Varlık grubunun maliyeti, satınalma tarihinde gerçeğe uygun değerlerine bağlı olarak grup içerisindeki tanımlanabilir varlıklara ve borçlara dağıtılır. Bu tür bir işlem ya da olay, şerefiyeye yol açmaz.

c) Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmelerin birleşmesi

d) Bu standart, UFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar Standardında tanımlanan yatırım ortaklıkları tarafından satınalmalarda uygulanmamaktadır.

Standartta yer alan bazı önemli kavramlar şu şekildedir:

Edinen işletme, edinilen işletmenin kontrolünü ele geçiren işletmedir.

Edinilen işletme, bir işletme birleşmesinde kontrolü edinen işletme tarafından ele geçirilen işletme olarak tanımlanmaktadır.

Kontrol, yatırımcı işletmenin, yatırım yaptığı işletmeyle olan ilişkisinden dolayı değişken getirilere maruz kalması veya bu getirilerde hak sahibi olması, aynı zamanda bu getirileri yatırım yaptığı işletme üzerindeki gücüyle etkileme imkânına sahip olmasıdır.

Kontrol gücü olmayan paylar (KGOP), bir bağlı ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak ana ortaklığa ait olmayan paylarıdır.³³ Aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:³⁴

³³ TMSK, **TFRS 10, Konsolide Finansal Tablolar**, http://kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_10.pdf, Erişim: 18.03.2015, s.6.

³⁴ Ahmet Kızıl, Mehmet M.Fidan, Cevdet Kızıl, İrem Keskin, **TMS-TFRS, Türkiye Muhasebe ve Raporlama Standartları**, İstanbul, Der Yayınları, 2013, s.359.

$$\text{KGOP} = \begin{array}{l} \text{KGOP'nin} \\ \text{raporlama tarihinde} \\ \text{bağlı ortaklığın net} \\ \text{aktifindeki defter} \\ \text{değerindeki payı} \end{array} + \begin{array}{l} \text{KGOP'larına ait} \\ \text{gerçeğe uygun değer} \\ \text{farkı bakiyesindeki} \\ \text{brüt payı} \end{array} + \begin{array}{l} \text{KGOP'lara ait} \\ \text{brüt şerefiye payı} \end{array}$$

Ana ortaklık, UFRS 3'e göre, bir veya birden fazla ortaklığı bulunan işletmedir.

Bir işletme, başka bir işletmenin oy hakkının çoğunluğunu elinde bulunduruyorsa ya da işletmenin yönetim kurulu üyelerini seçme veya görevden alma hakkına sahip ise veya işletmenin oy haklarının çoğunluğunu kontrol edebiliyorsa ana ortaklık olarak adlandırılmaktadır.³⁵ Ana ortaklığın birçok bağlı ortaklığı bulunabilmektedir. Genellikle bağlı ortaklığı bulunan ana ortaklıklar, konsolide finansal tablo hazırlamak durumundadırlar.³⁶ Ana ortaklık ve bağlı ortaklık grup olarak adlandırılmaktadır.

Bağlı ortaklık ise UFRS 3'te başka bir işletme tarafından kontrol edilen işletme olarak tanımlanmaktadır.

Bağlı ortaklığın tüzel kişiliği devam etmektedir. Sermayenin çoğunluğunun alınmış olmasından etkilenmemektedir.³⁷

İştirak, yatırımcı işletmenin üzerinde önemli etkisinin bulunduğu işletmedir.³⁸

Önemli etki, yatırım yapılan işletmenin finansal ve faaliyet ile ilgili politikalarının belirlenmesi kararlarına, bu politikalar üzerinde kontrol hakkı

³⁵ Susan McLaughlin, **Unlocking Company Law**, Second Edition, USA, Routledge Publishing, 2013, s.70.

³⁶ Roger Hussey, **Fundamentals of International Financial Accounting and Reporting**, Singapore, World Scientific Publishing, 2011, s.238.

³⁷ K.K.Verma, **Corporate Accounting**, New Delhi, Excel Books, 2008, s.536.

³⁸ IFRS Foundation, **International Accounting Standards 28, Investments in Associates and Joint Ventures**, <http://www.frascanada.ca/international-financial-reporting-standards/resources/unaccompanied-ifrss/item45630.pdf>, Erişim: 10.05.2014, s.1

olmaksızın, katılma gücüdür.³⁹ Genel kural olarak, yatırımcı doğrudan ya da dolaylı olarak yatırım yapılan işletmenin oy hakkının %20 ya da daha fazlasını elinde tutuyorsa, söz konusu yatırımcının yatırım yapılan işletme üzerinde önemli etkisi bulunduğu kabul edilmektedir.⁴⁰

Yatırımcı doğrudan ya da dolaylı olarak yatırım yaptığı işletmenin oy hakkının %20'sinden daha azını elinde bulundurduğunda ise; böyle bir etkinin bulunduğu açıkça gösterilmediği sürece, söz konusu yatırımcının önemli etkisi bulunmadığı kabul edilmektedir.⁴¹

Aşağıdaki hususların bir ya da birden fazlasının varlığı halinde bir yatırımcı işletmenin "iştiraki olduğu" kabul edilmektedir.⁴²

- a) Yatırım yapılan işletmenin yönetim kurulunda temsil edilme,
- b) İşletmenin politika belirleme kararlarına katılma,
- c) Yatırım yapan ve yatırım yapılan işletme arasında önemli işlemlerin gerçekleştirilmesi,
- d) İşletmeler arasında yönetici personel değişimi,
- e) İşletme için gerekli teknik bilginin sağlanması.

Bir işletmenin bir iştirakteki önemli etkisini kaybetmesi, bu iştirakin finansal ve faaliyet politikalarına ilişkin kararlarına katılma gücünü yitirmesi durumunda gerçekleşmektedir. Önemli etkinin kaybedilmesi, sahiplik düzeylerinde mutlak veya göreceli bir değişim ile olabileceği gibi böyle bir değişiklik gerçekleşmeksizin de meydana gelebilmektedir. Örneğin, bir iştirakin; devlet, mahkeme, kayyum ya da bir düzenleyici otoritenin kontrolüne geçmesi durumunda, önemli etki ortadan

³⁹ Wolfgang Dick, Franck Missonier-Piera, **Financial Reporting Under IFRS, A Topic Based Approach**, UK, John Wiley&Sons, 2010, s.221.

⁴⁰ Deloitte Touche Tohmatsu, **Financial Reporting in Hong Kong, IAS Plus**, Hong Kong, CCH Hong Kong Limited, 2008, s.35.

⁴¹ Bruce Mackenzie ve diğerleri, **Applying IFRS for SMEs**, Canada, John Wiley&Sons, 2011, s.108.

⁴² M.R.Hove, **Consolidated Financial Statements, An International Perspective**, Cape Town, Juta and Jo Ltd., 2006, s.180.

kalkabilmektedir. Önemli etkinin ortadan kalkması, sözleşmeye bağlı bir anlaşmanın sonucu olarak da gerçekleşebilmektedir.⁴³

1.7.2. Türkiye Finansal Raporlama Standartları Açısından İşletme Birleşmeleri

Türkiye'de uluslararası standartlarla uyumlu Türkiye Muhasebe Standartlarını (TMS) oluşturmak ve yayımlamak, bağımsız denetimde uygulama birliğini, gerekli güveni ve kaliteyi sağlamak, denetim standartlarını belirlemek, bağımsız denetçi ve bağımsız denetim kuruluşlarını yetkilendirmek ve bunların faaliyetlerini denetlemek ve bağımsız denetim alanında kamu gözetimi yapmak yetkisi 26/9/2011 tarihli ve 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile T.C. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'na verilmiştir⁴⁴.

Ülkemizde de, UFRS' lerde meydana gelen değişikliklere uyum sağlamak amacıyla "Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) 3 İşletme Birleşmeleri" standardı yayımlanmıştır. Söz konusu standart UFRS'lerde meydana gelen değişikliklere uyum sağlamak amacıyla en son 18/09/2014 tarih ve 29123 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 19 sıra no'lu tebliğ aracılığıyla güncellenerek son halini almıştır. Ülkemizde yayımlanan standartlar, UFRS'lerin çevirisi niteliğindedir. Bu sebeple, TMS-TFRS'lerden bahsedilirken Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) -UFRS ifadeleri kullanılacaktır.

1.7.3. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Açısından Birleşme İşlemlerinin Mali Tablolara Yansıtılması

UFRS 3 madde 4'e göre işletme birleşmelerinin mali tablolara yansıtılmasında satınalma yöntemi uygulanmaktadır. Satınalma yöntemi, edinilen işletmenin

⁴³ KGK, **İştiraklerdeki ve İş Ortaklıklarındaki Yatırımlar**, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2015/TMS/TMS28.pdf, Erişim:20.03.2015, s.3.

⁴⁴ KGK, **Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname**, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/mevzuat/660_khk.pdf, Erişim: 20.03.2015, s.1.

tanımlanabilir varlıklarının ve borçlarının gerçeğe uygun değerleriyle kayıt edilmesidir. Gerçeğe uygun değer, istekli taraflar arasında pazar fiyatına göre belirlenen değerdir.

Satınalma yönteminin uygulanabilmesi için, aşağıdakilerin sırasıyla tespit edilmesi gerekmektedir (UFRS 3, md. 5):

- Edinen işletmenin belirlenmesi,
- Birleşme tarihinin belirlenmesi,
- Edinilen tanımlanabilir varlıkların, üstlenilen tanımlanabilir borçların ve kontrol gücü olmayan payların (azınlık paylarının) finansal tablolara yansıtılması ve ölçülmesi,
- Şerefiye veya ucuza satınalma (pazarlıklı satınalma) sonucunda oluşabilecek kazancın muhasebeleştirilmesi ve ölçülmesi.

Edinen işletmenin tespit edilmesinde "UFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar Standardı" ndan yararlanılmaktadır. Birleşme işlemlerinde edinen işletmenin, kontrolü elinde bulunduran işletme olduğu söylenebilmektedir. Kontrolü elinde bulundurmaktan kasıt, ortaklığın oy hakkının yarısından fazlası üzerinde söz sahibi olması, ortaklığın yönetim politikalarını belirlemesi, yönetim ve denetim kurulları üzerinde karar verme etkisi olması şeklinde sıralanabilmektedir.

Birleşme tarihinin belirlenmesinde, edinen işletmenin edinilen işletmenin kontrolünü ele geçirdiği tarih önem kazanmaktadır. Birleşme tarihi, her zaman satınalma bedelinin ödendiği tarih olmayabilmektedir. Satınalma bedelinin ödendiği tarih ile edinen işletmenin edinilen işletmenin kontrolünü elde ettiği tarih farklı ise kontrolün sağlandığı tarih birleşme tarihi olarak belirlenmektedir.

Satınalma yönteminin uygulanabilmesi için tanımlanabilir varlıkların, borçların ve kontrol gücü olmayan payların muhasebeleştirilmesi ve ölçülmesi gerekmektedir. Burada önemli olan varlık ve borçların standarttaki tanımları karşılamalarıdır. Edinen

işletme, edindiği işletmenin varlıklarını ve borçlarını birleşme tarihindeki gerçeğe uygun tutarları ile göstermektedir. Fakat gerçeğe uygun değer belirlenebilmesi için değerlendirilecek olan varlığın aktif bir pazarının bulunması gerekmektedir. Varlığın aktif pazarının bulunmadığı durumlarda gerçeğe uygun değer ekspertiz yolu ile, indirgenmiş nakit akımları yolu ile veya diğer yöntemlerle bulunabilmektedir. Kontrol gücü olmayan paylar için ise ya gerçeğe uygun değer ile gösterim tercih edilmekte ya da edinilen işletmenin net varlıklarının payı nispetinde ölçülmektedir.

Satınalma yöntemi gereği, şerefiye ortaya çıkabilmektedir. Satınalma yönteminde oluşan şerefiye, edinen işletmenin anlaştığı fiyat ile edinilen işletmenin net varlıklarının gerçeğe uygun değerleri arasındaki fark veya edinilen işletmeye yarattığı maddi olmayan duran varlıkları için edinen işletme tarafından ödenen tutar olarak tanımlanabilmektedir⁴⁵. UFRS 3' e göre şerefiye varlık olarak muhasebeleştirilmektedir.

UFRS 3, madde 32' de şerefiyenin ne şekilde hesaplanacağından bahsedilmektedir. Şerefiyenin doğru hesaplanabilmesi için edinilen işletme için ödenen tutarın gerçeğe uygun değer olması gerekmektedir. Söz konusu tutara edinilen işletmenin tamamı satın alınmamışsa, azınlık payları ilave edilmektedir. Satınalma işlemi kademeli olarak yapıldıysa önceden edinilmiş payların gerçeğe uygun değerleri de tutara eklenmektedir. Bu tutarların toplamından edinilen işletmenin gerçeğe uygun değerlerine göre hesaplanmış net tanımlanabilir varlıkları düşüldüğünde ortaya çıkan fark pozitif ise şerefiye, negatif ise pazarlıklı satınalmadan kaynaklanan kazanç oluşmaktadır.

⁴⁵ Fisher, Paul Marcus., William James Taylor, Rita Hortung Cheng. **Advanced Accounting**. Eleventh Edition, USA: South Western Cengage Learning, 2012, s.7.

Pazarlıklı satınalmadan elde edilen gelir aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir:⁴⁶

$$\begin{array}{rcccl} \text{Pazarlıklı} & & \text{Edinilen} & & \text{Edinen İşletmenin} \\ \text{Satınalmadan} & & \text{İşletmenin} & & \text{Edinme Tarihinden} \\ \text{Elde Edilen} & = & \text{Tanımlanabilir} & & \text{Önce Edinilen} \\ \text{Gelir} & & \text{Net} & - & \text{İşletmeye Ait} \\ & & \text{Varlıklarının} & + & \text{Özkaynak Payının} \\ & & \text{Gerçeğe Uygun} & & \text{Gerçeğe Uygun} \\ & & \text{Değeri} & & \text{Değeri} \end{array}$$

$\text{Transfer Edilmiş Bedelin Gerçeğe Uygun Değeri} + \text{Edinme Tarihindeki (Gerçeğe Uygun Değer ile Değerlenen) KGOP tutarı}$

Birleşme işlemlerinin bir maliyeti bulunmaktadır. Birleşme sebebi ile oluşan birleşme maliyeti kayıt edilirken, birleşme dolayısıyla gelecekte ortaya çıkacağı beklenen zarar ve diğer maliyetler işletme birleşmesi maliyetine dahil edilmemektedir.

İşletme birleşmelerinin mali tablolara yansıtılmasında kullanılan yöntem raporlanan varlıkların değerini ve kazançları etkilemekte, fakat birleşme sonrası oluşan işletmenin nakit akışlarını etkilememektedir.⁴⁷ Bu yöntem, işletme yöneticilerinin işletmeye fon sağlayanlara karşı sorumluluğunu göstermek bakımından finansal tabloların temel hedeflerine cevap vermektedir. Yöntem, yönetim tarafından yapılan yatırımların değerlendirilmesinde gerekli bilgileri, edinilen varlık ve koşullu yükümlülüklerin yaratacağı nakit akışlarını göstermesi bakımından fayda sağlamaktadır.⁴⁸

⁴⁶ Ahmet Kızıl, Mehmet Fidan, Cevdet Kızıl, İrem Keskin, a.g.e, s.371.

⁴⁷ Pamela P. Peterson, Frank Fabozzi, **Analysis of Financial Statements**, USA, Frank J. Fabozzi Associates New Hope, 1999, s. 56.

⁴⁸ Stefan Zuca, "Purchase Accounting for Business Combinations", **Metalurgja International**, Vol. XIV, No:1, 2009, s.126.

2. DEĞER KAVRAMI VE İŞLETME DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Değer, bir varlığın özellikleri ve bu özelliklerin sahibine sağlayacağı faydalar sonucu oluşmaktadır. Türk Ticaret Kanunu (TTK), Vergi Usul Kanunu (VUK), UMS ve Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)'ya göre farklı değer ölçütleri bulunmaktadır. İşletmenin piyasa değeri ise nakit akımlarının ve sermaye maliyetinin bir fonksiyonudur.

Küreselleşmenin arttığı günümüzde işletmeler daha yaygın olarak birleşme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Birleşme işlemlerinde değerlendirilerek işletme değerinin doğru belirlenmesi, birleşmelerin başarısı açısından önem arz etmektedir. İşletmelerin piyasa değerlerinin doğru belirlenebilmesi için, uygun değerlendirme yöntemlerinin kullanılması gerekmektedir. İşletme birleşmelerinde kullanılacak olan değerlendirme ölçütleri, işletme hissedarlarının çıkarlarının korunması bakımından çok önemlidir.

Edinilen işletmenin piyasa değerinin doğru belirlenmediği, piyasa değerine göre düşük fiyata satınalma işleminin gerçekleştirildiği durumlarda, edinen işletmenin hissedarları, işletmenin esas değeri ile satınalma maliyeti arasındaki fark kadar kazanç sağlamış olmakta, edinilen işletmenin hissedarları zarar etmektedirler. Bu sebeple değerlemelerin gerçek durumu yansıtması önem arz etmektedir. İşletme değerlemesi, çeşitli amaçlarla çeşitli yöntemlere göre yapılmaktadır. Dolayısıyla, izlenen yöntemlere göre farklı sonuçlar çıkabilmektedir.

Bu bölümde, değer kavramı ve değerlendirme üzerinde durulmakta, işletmenin piyasa değerini etkileyen faktörler açıklanmaktadır.

2.1. Değer Kavramı

Değer, daha çok iktisadi temeli olan bir kavramdır. Değer kavramı iktisatta genellikle değişim değerini ifade etmektedir. Bir malın değişim değeri, söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer mal veya para birimidir.⁴⁹ İlk çağlarda değiştirme, başka bir deyişle takas, tahıl ürünleri ile değerli madenlerle ifade edilirken günümüzde ise para ile ifade edilmektedir. Ancak günümüzde değiştirme, genellikle dolaylı yoldan gerçekleştirilmekte, önce bir mal ya da hizmet satılmakta ve mal ve hizmetin değeri karşılığında alınan para, başka bir şeyi satınalmakta kullanılmaktadır⁵⁰.

Değer, söz konusu varlığın sağladığı toplam fayda, bir şeyi elde etmek için katlanılan fedakârlıklar olarak da tanımlanabilmektedir. Kullanım değeri ve değişim değerinin her zaman aynı olmadığı görülebilmektedir. Örneğin, suyun insan hayatı bakımından çok önemli olmasına, yani kullanım değerinin çok yüksek olmasına karşın, mübadele değeri, doğada bol miktarda bulunması sebebi ile düşüktür. Buna göre, değer ile fiyatın her zaman aynı olmadığı ve arz miktarının fiyatın belirlenmesinde etkili olduğu söylenebilmektedir.

Değerin tanımını yaptıktan sonra işletmenin piyasa değeri üzerinde durmak gerekmektedir. Bir işletmenin piyasa değeri, söz konusu işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımı ile bu nakit akımının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Yatırım kararları, finansal kararlar ve kâr payı dağıtımına ilişkin kararlar işletmelerin piyasa değerini etkilemektedir⁵¹. Bunların dışında, işletmenin kuruluş yeri, üretim yapısı, üretmiş olduğu ürünün özellikleri, işletmenin çalışanlarının işletmeye katkıları, işletmenin marka değeri, garanti hizmetleri, müşteri ilişkileri, problemleri aşma gücü, finansal krizlerden korunma stratejileri, rekabet koşulları, hukuki

⁴⁹ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, İstanbul, Nobel Yayıncılık, 2011, s. 2.

⁵⁰ Osman Gürbüz, Yakup Engincan, **Şirket Değerlemesi**, İstanbul, Literatür Yayınları, 2008, s. 3-4.

⁵¹ İsmet Demirkol, **Entelektüel Sermayenin İşletme Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 2007, s.8.

düzenlemeler, satış anlaşmaları, tedarikçileri ile ilişkileri, yapmış olduğu işletme birleşmeleri de işletmelerin piyasa değerini etkileyen faktörlerdendir.

Organize piyasaların gelişmiş olduğu, halka açık işletmelerin yoğun olduğu ülkelerde, işletmelerdeki yöneticilerin öncelik verdiği konu işletmenin piyasa değerini yükseltmektir. Günümüzde işletme ortakları da, işletmenin özkaynak tutarından ziyade, işletmenin hisse senetlerinin değeri ya da işletmenin gerçek değeri ile ilgilenmektedirler.

Değer kavramı ve işletmelerin piyasa değerinden bahsettikten sonra değer yaratımı kavramını da incelemek gerekmektedir. İşletmeler, yatırımcılardan elde ettikleri tutarları, sermaye yatırımı yaparak, sermaye maliyetini aşan oranda gelecekte nakit akımı sağlayarak değer yaratmaktadırlar. İşletmeler, rekabet avantajına sahip olduklarında, güçlü bir büyümeye ulaşmakta, yatırılmış sermayeden yüksek getiri elde ederek gelecekteki nakit akımlarını arttırmaktadırlar. İşletmenin risk profilinin değişmediği varsayımı altında nakit akımlarını arttıran durumların işletmeye değer yarattığı söylenebilmektedir.

Değer yaratma sürecinin açıkça ortaya konulabilmesi için, değeri yaratan temel değişkenlerin doğru bir şekilde tanımlanması gerekmektedir. Değer matematiksel olarak şu şekilde ifade edilmektedir⁵²:

$$\text{Değer} = \text{Gelir} / (\text{Risk} - \text{Büyüme})$$

veya

$$\text{Değer} = \text{Serbest Nakit Akımları}^{53} / (\text{Sermaye Maliyeti} - \text{Serbest Nakit Akımlarındaki Büyüme})$$

⁵²Michael J. Mard ve diğerleri, **Driving Your Company's Value: Strategic Benchmarking for Value**, USA, John Wiley&Sons, 2004, s. 4.

⁵³ Serbest nakit akımları, işletmenin bütün ihtiyaçları karşılandıktan sonra işletme sahiplerine kalan tutardır. Bu tutar, sermaye harcamaları, borç geri ödemeleri, işletmenin varlıklarına yapılan yatırımlardan sonra kalan tutarı ifade etmektedir.

Formüllerden de anlaşılacağı üzere işletme değerini arttırmak için yönetimin üç alternatifi bulunmaktadır:

- Serbest nakit akımlarını veya geliri arttırmak,
- İşletmenin finansal riskini ve işletme riskini azaltarak sermaye maliyetini düşürmek,
- Serbest nakit akımlarının büyüme oranını arttırmak.

2.2. Değer ile İlgili Temel Kavramlar

Varlıklar için birden fazla değer ölçütü bulunmaktadır. Bu ölçütler, farklı yöntemlerle bulunmakta ve farklı amaçlarla kullanılmaktadır. Bu ölçütlere, VUK, TMS, TTK ve SPK'da yer verilmiştir.

VUK'da maliyet bedeli, borsa rayici, tasarruf değeri, mukayyet değer, itibari (nominâl) değer, vergi değeri, rayiç bedel ve emsal bedeli değerlemede ölçüt olarak kullanılmaktadır.

TMS'de, ekonomik varlıkların değerlemesinde kullanılan bazı ölçütler, maliyet bedeli, net gerçekleştirilebilir değer, gerçeğe uygun değer, defter değeri, işletmeye özgü değer, kalıntı değeri, kullanım değeri, itfa edilmiş maliyet bedeli, geri kazanılabilir değer, tamamlama derecesidir. 6102 sayılı TTK'da değerlendirme ölçütleri TMS'ye dayandırılmaktadır.

SPK'ya tabi anonim ortaklıklarda yapılacak değerlendirilmede kullanılacak değerlendirme ölçütleri SPK tarafından çıkarılan XI Seri ve 1 sıra no'lu tebliğle belirlenmiştir. TFRS/SPK mevzuatında değerlendirme ölçütleri birbirlerini tamamlayan bir şekilde tanımlanmıştır. Temel olarak elde etme maliyeti ve net gerçekleştirilebilir değer ölçütlerinden bahsedilebilmektedir.

Bu ölçütlerden bazıları aşağıda anlatılmaya çalışılmaktadır.

2.2.1. Defter Değeri

Bir işletmenin defter değeri, işletmenin net aktif toplamından işletmenin borçlarının çıkartılması suretiyle bulunan değerdir. Başka bir ifade ile defter değeri, işletmenin özkaynağının defter değeridir.

İşletmenin defter değeri, gerçek değerinin tespitinde yanılıtıcı olabilmektedir. Kayıtlara tarihi değerleri ile alınan varlıkların gerçek değerleri zaman içerisinde farklılık gösterebilmektedir. Güncel değerler, mali tablolara yansıtılmadığı için işletmelerin defter değerleri sadece basit bir bilgilendirme niteliğini taşımaktadır.

Defter değeri, yeni kurulmuş bir işletmenin edinilmesi durumunda ya da bankalar gibi varlıklarının önemli bir kısmı parasal varlıklar şeklinde olan işletmelerde önem arz edebilmektedir. Buna ek olarak gelecek ile ilgili belirsizlik taşıyan işletmelerde, indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılması gibi, gelecekteki nakit akımları ile hesaplama yapılmasının hatalı sonuçlara sebep olacağı durumlarda defter değeri uygulanabilmektedir.

2.2.2. Nominal Değer

Nominal değer, varlığın kâğit üzerindeki (itibari) değerini ifade etmektedir. VUK madde 266'da nominal değer her nevi senetlerle esham ve tahvillerin üzerinde yazılı olan değer olarak tanımlanmaktadır.

İşletmelerin, hisse senetleri için minimum veya taban bir fiyat belirlemelerine izin verilmiştir. Nominal değer, hissedarların yüzdesel olarak işletmede ne kadarlık hakka sahip olduğunun hesaplanmasında kullanılmaktadır. Nominal değer, genellikle hisse başına bir birimlik değeri ifade ettiğinden, işletmenin gerçek durumunu yansıtmemaktadır. Nominal değer kavramı, ihtiyatlılık gereği, yedek akçe niteliğindeki ana sermayesi dikkate alınmadan, fonların kaynağı, çıkarılan hisse senetlerinin adedi ve bu hisse senetlerinin nominal değerleri ile temsil edilmektedir⁵⁴.

⁵⁴ Neal R. Bevans, **Business Organizations and Corporate Law**, USA, Thomson Delmar Learning, 2007, s.245.

Halka açılacak işletmeler, işletmenin hisse senetleri karşılığında yeni ortaklar edinmektedirler. İşletmenin adi veya imtiyazlı hisse senetlerini elinde bulunduran hissedarların sahip oldukları hisse senedine göre diğer hissedarlarla aynı haklara sahip olması için her hisseye nominal bir değer verilmektedir.

İşletmenin başlangıçtaki hisse senetlerinin nominal değeri ile ihraç edilen hisse senetlerinin çarpımı, sermayeyi vermektedir. Bu değer, aynı zamanda işletmenin kuruluşundaki defter değerini yansıtmaktadır. Bu sebeple, işletmeler nominal değer altında hisse senedi ihraç edememektedirler. Fakat işletmenin piyasa değeri değişmeye başladıkça, nominal değer daha fazla defter değerini ifade etmemektedir.

Nominal değer ile ilgili ihraç değeri ve ihraç priminden de kısaca bahsetmek gerekmektedir. İhraç değeri özsermayeyi temsil eden hisse senetlerinin işletme tarafından çıkarım değerini ifade etmektedir. Hisse senetlerinin ihraç fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark ihraç primi olarak adlandırılmaktadır⁵⁵.

2.2.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, işletmenin faaliyetinin kesin bir şekilde durdurulması ve iflas durumlarında geçerli olmaktadır. Bu değer, işletmenin varlıklarının kısa sürede satılması halinde oluşacak değerden, işletmenin borçlarının çıkartılması suretiyle bulunan değerdir. Tasfiye değerinde, varlıkların satışında, işletmelerin bu satışı kısa bir zaman zarfında gerçekleştirmeyi beklemelerinden dolayı, gerçek değerlerinin altında bir değerle satılacağı öngörülmektedir. Bu sebeple iflas hallerinde, işletmelerin tasfiye değerleri oldukça düşüktür. İşletmeler, piyasa değerlerini yükseltmek için birleşme işlemini gerçekleştirmek istemektedirler. Fakat herhangi bir sebepten dolayı tasfiye değeri ile veya tasfiye değerinin altında işletmelerin birleşme işleminde bulunması durumunda işletmeye olan talep artabilmektedir.

⁵⁵ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 3.

2.2.4. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, işletmenin faaliyette bulunurken satılması halinde hesaplanan değeridir. Bu değerın içerisinde marka, haklar, patent, müşteri listeleri, pazar payı, işletmenin entelektüel sermayesi gibi unsurlar girmektedir. Bu sebeple işletmelerin işleyen teşebbüs değerleri şerefiye içermekte olduğundan yüksektir.

İşleyen teşebbüs değeri, faaliyetine devam eden işletmenin değeridir. Bu sebeple işleyen teşebbüs değeri tasfiye edilen bir işletmenin değerinden farklıdır. Çünkü faaliyetine devam eden bir işletme kâr etmeye devam edebilmektedir. İşleyen teşebbüs değeri, faaliyetlerine devam edebilecek kaynaklara sahip olan işletmeler tarafından kullanılmaktadır.⁵⁶

2.2.5. Gerçeğe Uygun Değer

Gerçeğe uygun değer, karşılıklı pazarlık ortamında bilgili bir alıcı ile bilgili bir satıcı arasında bir varlığın el değiştirmesi veya bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken nakit veya nakit benzeri değer olarak ifade edilen tutardır.

UFRS'ye göre gerçeğe uygun değerle değerlendirilen varlıklar şu şekilde sıralanabilmektedir: Yeniden değerlendirme modeline göre değerlendirilen maddi ve maddi olmayan duran varlıklar, gerçeğe uygun değerle değerlendirilen yatırım amaçlı gayrimenkuller, satılmaya hazır finansal varlıklar, gerçeğe uygun değer farkı kâr veya zarara yansıtılan finansal varlıklar, nakit ve nakit benzeri varlıklar, ticari ve diğer alacaklar, kıdem tazminatı karşılıklarıdır.⁵⁷

Geçmiş dönem verilerini kullanan tarihi maliyet yönteminin kullanımı yerine varlık ve yükümlülüklerin piyasa değerini mümkün olduğunca doğru yansıtan gerçeğe uygun değerın kullanımı ile işletmelerin risk profilleri daha doğru ortaya çıkmaktadır. Risk profillerinin ortaya çıkması ile gerçeğe uygun değer kullanımı finansal krizlerde

⁵⁶ Zabihollah Rezaee, **Financial Services Firms**, Third Edition, USA, John Wiley&Sons, 2011, s. 258.

⁵⁷ Yıldız Özerhan Akbulut, "Vergi Usul Kanunu'ndaki Değerleme Hükümlerinin Türkiye Finansal Raporlama Standartları Kapsamında Değerlendirilmesi", **VI. Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Uygulamaları Sempozyumu**, Ankara, 2008, s.18.

erken uyarı sistemi görevini görebilmektedir. Gerçeğe uygun değerın kullanımı ile muhasebede ortak bir dil oluşabilmekte, farklı ülkelerde, farklı zamanlarda, farklı değerlerle elde edilen aynı varlıkların finansal tablolarda aynı değerlerle gösterilmesine olanak sağlanabilmektedir. Böylelikle, yatırımcılar farklı ülkelerde mali tabloları karşılaştırma imkânı sağlayabilmekte, uluslararası para hareketleri hızlanabilmektedir. Dolayısıyla işletme birleşme ve satınalma işlemleri de bu ortamdan faydalanabilmektedir.

UFRS'lerde temel değerlendirme ölçüsü olarak kabul edilen gerçeğe uygun değerın Türkiye'de uygulanabilmesinde birtakım güçlükler bulunmaktadır. Gerçeğe uygun değerın sağlıklı bir şekilde uygulanabilmesi için piyasanın tam rekabet koşulları içerisinde hareket ediyor olması ve her varlığa ait aktif bir piyasanın bulunması gerekmektedir. UFRS varlığın ancak bu koşullar altında, yani gerçeğe uygun değerının güvenilir bir şekilde tespit edilebildiği durumlarda, mali tablolarda gösterilmesini istemektedir.

2.2.6. Net Gerçekleşebilir Değer

TMS 2 "Stoklar Standardı"nda net gerçekleşebilir değer çok net bir şekilde tanımlanmıştır. Buna göre net gerçekleşebilir değer; işin normal akışı içinde, tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için gerekli tahmini satış giderleri toplamının düşürülmesiyle elde edilen tutarı ifade etmektedir⁵⁸. Tanımda satış fiyatının esas alındığı görülmektedir. Bunun sebebi satış fiyatının varlığın cari değerini en doğru yansıtacak değer olduğu düşünülmesinden kaynaklanmaktadır.

Net gerçekleşebilir değerın tahmini, bilanço tarihinde geçerli olan koşulları yansıtmalıdır. Bu tahminler, fiyatta meydana gelen dalgalanmaları veya bilanço döneminde varolan ve bilanço döneminden sonra tutarı kesinleşen maliyetleri göz

⁵⁸ KGK, TMS 2, Stoklar, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2014/TMS/TMS2.pdf, Erişim:06.04.2015, s.3.

önüne almalıdır.⁵⁹Net gerçekleşebilir değerin tahmini her bilanço tarihinde yapılmalıdır.⁶⁰

Net gerçekleşebilir değerin kullanılması, varlığın piyasa değerinin belirlenebiliyor olmasına bağlıdır. Ancak, bu ölçütün kullanılması varlığa ait aktif bir piyasanın olmadığı durumlarda yanıltıcı olabilmektedir.

2.2.7. Piyasa Değeri

Piyasa değeri, bir işletmenin piyasa koşulları altında arz ve talebe göre belirlenen değeridir. Eğer işletme borsada işlem görmekte ise işletmenin piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olmaktadır⁶¹. Yatırımcılar ve yönetim işletmenin gelecek dönemlerdeki performansı ile ilgilenmektedirler. İşletmenin varlıklarının gelecek dönemlerde ne kadar nakit yaratacağı ve yükümlülüklerinin ne olacağı hakkındaki en iyi bilgi, bu varlık ve yükümlülüklerin güncel piyasa değerlerinden bulunabilmektedir. Bu sebeple finansal tablolar güncel piyasa değerlerini yansıttıklarında daha değerli olmaktadır.⁶²

2.2.8. Aktif Değeri

İşletmenin aktif değeri, varlıklarının değerinin toplamı olarak tanımlanmaktadır. Aktif toplamı hisse senedi sayısına bölünerek bulunan değer, hisse başına aktif değerdir.

2.2.9. Net Aktif Değer

Net aktif değer, bir işletmenin varlık ve borçlarının piyasa değerlerinin bulunarak işletmenin değerinin ortaya konulması anlamına gelmektedir. Net aktif değer, varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade etmektedir. Net aktif değer, düzeltilmiş defter değeri yöntemi olarak da

⁵⁹ David Alexander ve Simon Archer, **International Accounting / Financial Reporting Standards Guide**, USA: CCH Learning, 2008, s.14.

⁶⁰ Nandakumar Ankarath ve diğerleri, **Understanding IFRS Fundamentals**, USA, John Wiley&Sons, 2010, s.30.

⁶¹ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 5.

adlandırılmaktadır. Bu yöntemde, işletmenin maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının gerçeğe uygun değeri bulunmakta, sonra da borçların piyasa değeri varlıkların toplam değerinden çıkarılmaktadır. Elde edilen sonuç özsermayenin gerçeğe uygun piyasa değerini vermektedir.⁶³

Net Aktif Değer = İşletme Aktiflerinin Piyasa Değeri – İşletme Borçlarının Piyasa Değeri

Net aktif değeri metodu, değerlendirme ve işletmenin varlık ve borçlarının ayrı olarak ele alınması noktasında özel bir yaklaşımda bulunmaktadır. Net aktif değeri metodu, ya likidite değerine ya da varlıkların yerine koyma değerine dayanmaktadır.⁶⁴ Net aktif değer, işletmenin know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahip olduğu durumlarda kullanılmaktadır.

Net aktif değer, varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunmaktadır. Fakat varlıkların cari değerlerinin saptanabilmesi her zaman kolay olmamaktadır. Varlığın işletmeye özgü bir varlık olması ve piyasa koşullarında değerinin sağlıklı bir şekilde tespit edilememesi durumunda işletme yetkilileri ve değerlendirme uzmanlarına danışılması gerekmektedir.

2.2.10. Kullanım Değeri

Kullanım değeri, değerun unsuru olmamakla birlikte, varlıkları değerlerken kullanılan tahminlere ait koşuldur. Kullanımdaki varlıkları değerlemede yararlanılmaktadır. Kullanım değeri, işletmede kullanılan varlığın işletme için ifade ettiği değerdir.⁶⁵

Muhasebe standartlarında ise kullanım değeri, bir varlıktan elde edilmesi beklenen gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri olarak ifade edilmektedir.

⁶² Peter Moles, Robert Parrino, David Kidwell, **Corporate Finance**, European Edition, UK, John Wiley&Sons, 2011, s.81.

⁶³ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s.116.

⁶⁴ Stephanie Gross, **Banks and Shareholder Value, An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, Germany, DUV Gabler Edition Wissenschaft, 2006, s.34.

Bugünkü değer hesaplanırken, varlığın devamlı kullanımından ve nihai olarak elden çıkarılması sonucu gelecekte ortaya çıkması beklenen nakit hareketleri tahmin edilmekte ve söz konusu nakit akışlarına, uygun bir iskonto oranı uygulanmaktadır.

Varlığın kullanım değerinin hesaplanması aşamasında dikkate alınacak hususlar aşağıda belirtilmektedir:

- Varlıktan beklenen gelecekteki nakit akışlarının tahmini,
- Bu nakit akışlarının tutarına ve zamanlamasına ilişkin ortaya çıkabilecek değişken durumlara dair beklentiler,
- Cari risksiz piyasa faiz oranı ile ifade edilen, paranın zaman değeri,
- Varlığa özgü belirsizlikleri üstlenmenin bedelidir.

2.2.11. Değişim Değeri

Değişim değeri, söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli para veya benzeri araçlarla ölçülebilen değerdir. Başka bir tanıma göre ise, işletme veya işletmedeki payların gerçek bir satış veya satış varsayımı altındaki tahmini değeridir. Alıcı nakit veya nakit benzerleri karşılığında hisselerine sahip olmaktadır.⁶⁶

İşletmenin değişim değeri, piyasa güçleri tarafından belirlenmektedir. Fakat bu değer taraflar arasında piyasa değerinin iyi bilinmesi şartı altında kullanılması ve o ana özgü değeri yansıtması önemlidir.⁶⁷

Değişim değeri ile kullanım değeri arasında ise doğrusal olmayan bir ilişki bulunmaktadır. Adam Smith tarafından gözlemlenen ve “elmas-su paradoksu” olarak adlandırılan paradoks bunu kanıtlamaktadır. Elmastan daha ucuz olan su, elmasın

⁶⁵ Zabihollah Rezaee, **a.g.e.**, s.169.

⁶⁶ James R. Hitchner, **Financial Valuation, Applications and Models**, Third Edition, USA, John Wiley&Sons, 2011, s. 30.

⁶⁷ Farok J. Contractor, **Valuation of Intangible Assets in Global Operations**, USA, Greenwood Publishing, 2001, s. 136.

tersine hayatta kalmak için gereklidir. Hayatta kalmak için gerekli olan yani kullanım değeri yüksek olan suyun ucuz, elmasın ise pahalı olması bir paradokstur. Bu paradoks aynı zamanda kullanım değeri yüksek olan varlıkların değişim değerinin düşük olabileceğini göstermektedir.⁶⁸

2.3. İşletme Değeri ve İşletme Değerini Etkileyen Faktörler

Günümüzde modern finansın üzerinde konuşup tartıştığı en önemli konulardan birisi işletme değeridir. Yoğun bir rekabetin yaşandığı iş dünyasında artan uluslararası sermaye hareketleri, sermaye piyasalarının gelişimini hızlandırmış, işletmelerin birleşme ve satınalmalar yolu ile halka açılma eğilimlerini arttırmıştır. Bunun sonucunda, işletme sahipleri ve yöneticileri işletme değerini doğru bir şekilde belirlemeye yönelmiştir.

İşletme değeri, bir birleşme ve satınalma işleminde, bilgili ve istekli alıcıların ve satıcıların anlaştıkları alım-satım bedelidir. İşletme değeri, aynı zamanda bir işletmenin bir bütün olarak değeri veya işletmenin kredi sahipleri ve hissedarları için taşıdığı toplam değerdir.

İşletme varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade ettiklerinden, işletme değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak belirlenmeye çalışılmaktadır. Paranın zaman değeri nedeniyle, yıllar itibarıyla nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, başka bir deyişle nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunarak değerlendirilmektedir.⁶⁹

İşletmelerin değerinin belirlenmesi, çok farklı kişi veya kurumlarca farklı amaçlarla yapılabilmektedir. İşletmenin kendisi, ortakları, işletmeyi devralmak veya işletme ile birleşmek isteyen taraflar, kreditorler, potansiyel yatırımcılar, aracı kurumlar ve devlet değerlemenin tarafı olabilmektedir. İşletmelerin değerinin belirlenmesi; birleşme işlemleri, halka açılma, kâr dağıtım politikalarının oluşturulması, yeni hisse

⁶⁸ Roger A. Arnold, **Economics**, Ninth Edition, USA, South Western Cengage Learning, 2010, s. 402.

⁶⁹ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, İstanbul, Beta Yayınları, 2009, s.14.

senedi ihracı, kredi analizleri, özelleştirme gibi işletmeye özgü durumların varlığı, işletme nevi değişiklikleri, sermaye yapısının oluşturulması aşamaları, yeni yatırımların finansmanı, varlıkların üzerine ipotek gibi kısıtlamaların mevcudiyeti, ortaklar arasındaki kâr payı dağıtım oranının değiştirilmesi gerektiğinde, boşanma, miras davalarında işletme varlıklarının değerinin belirlenmesi gerektiğinde ve tasfiye sürecinde gerekebilmektedir.

İşletme değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bunlardan bazıları, ekonominin durumu, işletmenin sahip olduğu varlıklar, işletmenin kuruluş yeri, örgütlenme yapısı, kullandığı teknoloji, sahip olduğu entelektüel sermaye, ürettiği malların kalitesi, müşteri memnuniyeti, kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olması, başarılı bir satış örgütünün varlığı, monopol avantajları, işçi ve işveren ilişkilerinin uyumu, işletmenin içinde bulunduğu sektörün durumu, büyüklüğü ve büyüme hızı, sektöre giriş koşulları, işletmenin sermaye yapısı ve likidite durumu, işletmenin gelecekte yaratacağı kâr potansiyeli, işletmenin kâr dağıtma potansiyeli, gelecekte gerçekleştirmeyi planladığı yatırım projeleri, bu yatırımların ekonomik ömrü ve bu yatırımlardan sağlamayı beklediği nakit akımları, işletmenin şerefîyesi ve diğer hakları ve faaliyetleri ile ilgili alacağı finansal kararlardır.

İşletmelerin değerini etkileyen makro düzeyde faktörler de mevcuttur. Bu faktörler, uluslararası kredi derecelendirme raporları, ülkedeki siyasi ve ekonomik istikrar olarak sayılabilmektedir. Söz konusu faktörler, küresel para hareketlerini etkileyerek birleşme ve satınalmalar yoluyla işletmelerin değerini arttırabilmektedir.

Bu faktörlerin içerisinde işletme değerine etki yapabilecek en önemli unsurlardan birisi de işletmenin sermaye yapısıdır. İşletmenin nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen tüm faktörlerin, işletme değerine etkisi bulunmaktadır. Bütün bu faktörler işletmenin kârlılığını, net nakit girişlerini ve risk derecesini etkileyerek işletmenin piyasa değerini belirlemektedir.

Bu faktörlerden bazıları daha detaylı olarak aşağıda açıklanmıştır.

2.3.1. Ekonomi ve Sektör ile İlgili Faktörler

İşletmenin piyasa değeri, ekonomik faktörlerden etkilenmektedir. Genel ekonomik durumla ilgili göstergelerin başında, gayri safi milli hasıla, fert başına harcanabilir gelir, enflasyon, dış alım-satım ve ödemeler dengesi, cari açık, faiz oranları, kamu finansal araçları, para arzı, sabit yatırım harcamaları, özendirici para ve maliye politikaları, istihdam ve ekonomik büyüme gelmektedir⁷⁰.

Ekonomik büyümenin gerçekleştiği durumlarda, üretilen mal ve hizmetlere olan talep artmaktadır. Bu da işletmenin gelecek dönemlerdeki nakit akışlarını etkilemektedir. Böylelikle, nakit akışlarındaki artış işletmenin değerinde artışa sebep olmaktadır.

Piyasada faiz oranlarında bir artış olduğunda ise yatırımcılar işletmenin hisse senetlerine olan ilgilerini kaybedebilmektedirler. Hisse senetlerinin piyasa değerinin düşmesi, işletmenin değerinin düştüğü anlamına gelebilmektedir. Piyasada faiz oranlarında bir düşüş ise nakit akımlarının bugünkü değerini ve hisse senedi fiyatlarını arttırabilmektedir. Fakat faiz oranlarındaki azalma genellikle ekonomide yavaşlama ile birlikte ortaya çıkmaktadır. Söz konusu durumda işletmenin beklenen nakit akışları azalabilmektedir. Bu sebeple, faizlerin işletme değerine etkisi, ekonomik büyüme ve hisse senedini etkileyen diğer faktörler ile birlikte ele alınmalıdır.

Enflasyon da ekonomik sebepler içerisinde işletmenin değerini etkileyen faktörlerden biridir. Kısaca tanımlamak gerekirse enflasyon, fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artıştır. Enflasyonun, projeden beklenen nakit akımları üzerinde etkisi bulunmaktadır⁷¹. Yatırım projelerinin net bugünkü değeri işletmenin sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmaktadır. Sermaye maliyeti, enflasyon primini içermektedir. Yatırımcılar, satınalma gücünde oluşacak azalmalara karşı beklenen getiri oranını enflasyona göre ayarlayarak kendilerini korumak isteyebilmektedirler⁷². Yatırımcılar,

⁷⁰ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 10. Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2010, s.63.

⁷¹ Don Dayananda ve diğerleri, **Capital Budgeting, Financial Appraisal of Investment Projects**, UK, Cambridge University Press, 2002, s.22.

⁷² Carlos Correia ve diğerleri, **Financial Management**, South Africa, Juta&Co. Inc., 2007, s.96.

enflasyonist ortamda artan beklenen getiri oranını sağlayamayacaklarını düşündüklerinde ise yatırımı gerçekleştirmekten kaçınabilmektedirler. Yatırımdan kaçınmalarının bir diğer sebebi ise enflasyonun artması ile yatırım riskinin artmasıdır. Yatırım riski artan işletmelerin gelecek nakit akışları etkilenebilmekte ve piyasa değerleri düşebilmektedir. İşletmeler, genellikle enflasyonist ortamlarda gelecekle ilgili kesin öngörü yapmaktan kaçınmakta hatta bazı işletmeler yatırımlarını bekletme yoluna gidebilmektedirler. Ancak ekonominin büyüme eğiliminde olduğu enflasyonist ortamlarda işletmenin piyasa değerine olan etkisine dikkat etmek gerekmektedir.

Yüksek enflasyon oranları değerlemeyi güçleştiren faktörlerden birisidir. Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerinde, gelişmiş piyasa ekonomilerine kıyasla enflasyon oranları yüksektir. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde değerlendirme yaparken genel yaklaşım, işletmelerin finansal tablolarının ve değerlendirme tahminlerinin, enflasyonun çok düşük olduğu ülkelerin para birimine çevrilmesidir. Türkiye’de işletme değerlemelerinin birçoğu verilerin ABD dolarına çevrilmesi ile yapılmaktadır. Bu konuda uygulanabilecek diğer bir yaklaşım ise, nominal bazda belirlenen nakit akışlarının ve kullanılacak iskonto oranının enflasyona göre düzeltilerek reel tutarların ve oranların elde edilmesidir.⁷³

İşletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki gelişmeler de işletmenin piyasa değerini etkileyebilmektedir. Hükümetlerin işletmenin faaliyet gösterdiği sektörü teşviklerle, yasalarla koruduğu durumlarda işletmenin piyasa değeri olumlu etkilenebilmektedir. İşletmenin faaliyet gösterdiği iş kolunda nitelikli işgücünün bulunması, işletmenin entellektüel sermayesini arttırabilmektedir. İşletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki kazanç oranları, cirosu ve kârı da yatırımcıları ilgili sektörde yatırım yapmaya ikna edebilmekte, işletmelerin piyasa değerini etkileyebilmektedir.

⁷³ Hünkar İvgen, **Şirket Değerleme**, Birinci Baskı, İstanbul, Finnet Yayınları, 2003, s.72.

2.3.2. Kaldıraç Etkisi

Kaldıraç sözcüğü işletme yönetiminde sembolik anlamda kullanılmakta olup, aynı miktarda kârı daha az satış hacmi ve daha az özsermaye kullanarak elde edebilmek için sermaye-yoğun üretim teknolojilerinden ve borç oranından yararlanmayı ifade etmektedir.⁷⁴ Başka bir tanıma göre ise kaldıraç, işletmenin sabit maliyetli varlık ya da fonlarını, işletmenin getirilerini arttırmak için kullanma yeteneği olarak tanımlanabilmektedir⁷⁵.

Kaldıraç finansal ve faaliyet kaldırıcı olarak ayrılmaktadır. Finansal kaldıraç, işletmeyi borçla finanslamanın özsermayenin kârlılığı üzerindeki etki derecesini ölçen değişkendir. Finansal kaldıraç, varlıkların ne kadarının borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Finansal kaldıraç arttıkça, finansal risk ve bunun sonucunda işletmenin sermaye maliyeti artmakta, hisse başı kâr etkilenmektedir. Finansal riskin özsermaye kârlılığını arttırmak gibi oldukça yararlı bir özelliği bulunmakla birlikte, borçlanmaya dikkat edilmediğinde finansal risklerin artmasına sebep olmaktadır.

Finansal kaldıraç derecesi ise, belirli bir satış düzeyinde, faiz ve vergi öncesi kârdaki (FVÖK) %1'lik değişimin, hisse senedi başına düşen kârda % kaçlık bir değişime yol açacağını göstermektedir.⁷⁶

Finansal kaldıraç derecesi = Vergi öncesi kârdaki % değişim / FVÖK % değişim

Faaliyet kaldırıcı ise satışlardaki değişmeye bağlı olarak FVÖK'deki değişimleri göstermektedir. Aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir:⁷⁷

Faaliyet Kaldırıcı = (FVÖK'deki % değişim) / (Satışlardaki % değişim)

⁷⁴ Cudi Tuncer Gürsoy, **Finansal Yönetim İlkeleri**, İstanbul, Doğu Üniversitesi Yayınları, 2007, s.173.

⁷⁵ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 121.

⁷⁶ Serpil Canbaş, Gamze Vural, **Finansal Yönetim**, Adana, Karahan Kitabevi, 2010, s.69.

⁷⁷ Joe K. Shim, Joel G. Siegel, **Financial Management**, Third Edition, China, Barron's Educational Series, 2008, s. 198.

$(FVÖK \% \text{ değişim}) / (\text{Satışlardaki } \% \text{ Değişim}) > 1$ olduğu noktalarda faaliyet kaldıracının varlığından bahsetmek mümkün olmaktadır.⁷⁸ Bir işletmenin faaliyet kaldıracı ne kadar yüksekse, diğer şartlar aynı kalmak koşulu ile işletme riski de o kadar yüksek olmaktadır.⁷⁹ Bunun sebebi, faaliyet kaldıracı arttıkça, sabit maliyetlerin artmasıdır. İşletmenin sabit maliyetleri arttıkça, FVÖK, satışlardaki değişimlerden daha çok etkilenmekte, bunun sonucunda da işletmenin riski artmaktadır.⁸⁰ İşletmelerden sabit giderleri fazla olan işletme, riski fazla olan işletmedir. Bu tür işletmelerin dış borç kullarımlarında dikkat etmeleri gerekmektedir. Sabit giderler, finansal kaldıracı yüksek olan işletmeler için ağır bir yükür. Buna ilave olarak yüksek dış borç kullanımından dolayı işletmelerin faiz yükü taşımaları işletmelerin finansal güçlük yaşamasına neden olabilmektedir.

Toplam kaldıraç ise finansal ve faaliyet kaldıracının toplam etkisini temsil etmektedir.⁸¹

$$\text{Toplam Kaldıraç} = \text{Faaliyet Kaldıracı} \times \text{Finansal Kaldıraç}$$

Kaldıraç etkisinin işletmenin piyasa değerine etkisini farklı şekillerde savunan farklı görüşler bulunmaktadır. Bu alanda yapılmış pek çok çalışma bulunmasına rağmen, kaldıraç etkisinin işletmenin piyasa değerine etkisini ortaya koyan ortak bir görüş elde edilememiştir. Bu farklı görüşler; "Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı", "Net Gelir Yaklaşımı", "Geleneksel Yaklaşım" ve "Modigliani-Miller" olarak dört ana başlıkta toplanmaktadır. Bu temel yaklaşımların yanısıra dengeleme teorisi, finansman hiyerarşisi teorisi, temsilcilik teorisi, sinyal teorisi ve piyasa zamanlaması teorileri de kaldıraç etkisinin işletmenin piyasa değerine etkisi konusunda farklı yaklaşımlarda bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan "Net Gelir Yaklaşımı", işletmenin sermaye yapısı ile işletme değeri arasında bir ilişkinin mevcut olduğunu en güçlü şekilde savunan

⁷⁸ Arthur J. Keown ve diğerleri, **Foundation of Finance, The Logic and Practice of Financial Management**, Fourth Edition, China, Pearson Prentice Hall, 2004, s.359.

⁷⁹ Halil Sarıaslan, Cengiz Erol, **Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2008, s.226.

⁸⁰ Dimitris N. Chorafas, **The Management of Equity Investments**, UK, Elsevier Finance, 2005, s.308.

⁸¹ Peddina Mohana Rao, **Financial Statement Analysis and Reporting**, New Delhi, Phl Learning, 2011, s.205.

yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre, işletme sermaye yapısını değiştirmek suretiyle sermaye maliyetini düşürebilmekte ve kaldıraç faktöründen maksimum yararlanarak işletme değerini arttırabilmektedir.

2.3.3. Nakit Akımları

Nakit akımları, işletmelerin sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmalarında ve geleceğe yönelik hedefleri açısından önemlidir. Nakit akımlarının içerdiği bilgiler, işletmeyi başarısızlığa götüren sorunların belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Finansal yükümlülüklerini yerine getirecek yeterli nakde sahip olmayan işletmelerinin iflas ettikleri sıklıkla görülmektedir. Yeterli nakde sahip olan işletmeler ise karşılaştıkları sorunlarla daha kolay başedebilmektedirler. Borç verenler, kredi kuruluşları, yatırımcılar gibi işletme ilgilileri, işletmelerin nakit akımları ve mali tabloları ile ilgilenmektedirler.

İşletmenin faaliyetlerini kesintisiz sürdürmesi parasal giriş ve çıkışlarını sürekli bir şekilde dengelediği (yani nakit akışını devam ettirebildiği) sürece mümkün olmaktadır.

Nakit akımlarının gelecekte kaç yıl süreyle tahmin edileceğini belirlemek işletme değerinin hesaplanmasında önem taşımaktadır. Bu süre saptanırken işletmenin hayat eğrisinin neresinde olduğu ve işletmenin dengeye ulaştığı olgunlaşma yılı belirlenmektedir. Olgunlaşma yılına kadar geçecek süre tahmin dönemi olarak alınmaktadır. Ancak bu sürenin değerlendirilmesinde hatasına yol açmayacak kadar uzun olması gerekmektedir.⁸² Uygulamada nakit akımlarının tahmin süresi genellikle 5-10 yıllık bir dönemdir.⁸³

İşletme varlıklarını edinme sebebi nakit yaratabilme güçleridir. İşletmeler, varlıklarından, yatırım projelerinden, iştirak gibi ortaklıklarından, ana faaliyet ve yan faaliyetlerinden nakit yaratabildikleri sürece işletmeye değer katabilmektedirler.

⁸² Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 111.

⁸³ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk , **a.g.e.**, s. 40.

Kazançlarında artış olan işletmeler, daha hızlı büyümekte ve daha fazla nakit akışı yaratabilmektedirler. Düzenli ve artan bir nakit akışına sahip işletmeler yatırımcılara daha cazip gelebilmekte ve işletmelerin değeri artabilmektedir. Dolayısıyla, işletmelerin nakit akımları ile işletme değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

2.3.4. Paranın Zaman Değeri

Bugünkü nakdin gelecekteki nakitten çok daha değerli olması durumu paranın zaman değeri olarak adlandırılmaktadır. Bunun sebebi nakit ile yatırım yapılarak veya faiz getirisi elde edilerek mevcut nakdin arttırılabilmesidir. Paranın zaman değeri enflasyonun bulunduğu koşullarda, hem enflasyonu hem de faizi kapsamaktadır. Paranın zaman değeri vadeden ve yatırımlardaki riskten etkilenmektedir.

Paranın zaman değerinde üç kavramdan bahsetmek gerekmektedir. Bunlar; faiz, gelecek değer ve bugünkü değer kavramlarıdır.

Bu kavramlardan ilki olan faiz, iktisatçılara göre arz ve talebe göre piyasada belirlenmektedir. Piyasada belirlenen faiz oranı risksiz faiz oranı ile dört adet primin toplamından meydana gelmektedir:⁸⁴

Faiz oranı (r) = Risksiz faiz oranı + Enflasyon primi + Tahsilat risk primi + Likidite primi + Vade sonu primi

Faiz hesaplamaları basit ve bileşik faize göre yapılabilmektedir.

Basit faiz hesaplamalarında faizin faizi hesaplanmamakta, anapara ilgili faiz oranı ile bir defaya mahsus hesaplanmaktadır. Basit faiz yöntemi ile hesaplanan faiz, anaparanın dönemin faiz oranı ve dönem sayısının çarpımına eşittir.

Faiz Tutarı = (Anapara) x (Faiz Oranı) x (Dönem Sayısı)

⁸⁴ Richard A. Defusco ve diğerleri, **Quantitative Investment Analysis**, Second Edition, USA, CFA Institute Investment Series, John Wiley&Sons, 2007, s. 1-2.

Bileşik faiz ise, yatırılan anapara ve kazanılan birikmiş faiz üzerinden tekrar faiz hesaplanmasıdır. Yani bileşik faiz, faizin faizidir.⁸⁵Aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$FV_n = P (1 + i)^n$$

P = Anapara

i = Yıllık faiz oranı

n = Yıl

FV_n = Gelecek değer

Paranın zaman değerinde ikinci kavram paranın gelecek değeridir. Belli bir faiz oranı ile yatırılan paranın değerinin, zaman içerisinde artmasına paranın gelecekteki değeri adı verilmektedir⁸⁶. Paranın gelecekteki değeri, bir yatırımın faiz gelirini elde ettikten sonraki değeridir. Daha açık bir ifade ile gelecek değer kavramı, bugünkü bir paranın belirli bir faiz oranı üzerinden, belirli bir süre sonra ulaşacağı değeri ifade etmektedir.⁸⁷

Dönem sonundaki gelecek değer ise şu formülle hesaplanmaktadır:

$$\text{Paranın gelecekteki değerinin formülü } FV_n = PV (1 + i)^n$$

Formülde PV paranın bugünkü değerini ifade etmektedir.

Paranın zaman değerindeki üçüncü kavram olan bugünkü değer ise, gelecekte gerçekleşmesi beklenen bir nakit akımının, paranın zaman değerini ve katlanılan riskin derecesini yansıtan uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmiş hali olarak

⁸⁵ Gary A. Porter, Curtis L. Norton, **Using Financial Accounting Information, The Alternative to Debits and Credits**, Eighth Edition, Canada, 2013, s.446.

⁸⁶ Lea R. Dopson, David K. Hayes, **Managerial Accounting for the Hospitality Industry**, USA, John Wiley&Sons, 2009, s.436.

⁸⁷ Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 4. Baskı, Ankara, Detay Yayıncılık, 2011, s.6.

tanımlanmaktadır.⁸⁸ Gelecekte elde edilecek paranın bugünkü değeri daha düşük olacaktır. Bunun sebebi yatırımcıların parayı yatırıma yönlendirememiş olmalarıdır.⁸⁹

Paranın bugünkü değerinin formülü ise $PV = FV_n / (1 + i)^n$ şeklindedir.

Paranın zaman değeri, işletmelerin yatırım ve finansman kararlarında sıklıkla uygulanmaktadır. İşletmelerin temel amacı işletmelerin ve dolayısıyla hissedarların değerini en yüksek düzeye çıkartabilmektir. Bu sebeple, paranın zaman değeri işletmelerin yatırım kararlarını etkileyen önemli bir kavramdır. Birçok yatırım kararının getirisini karşılaştırırken, yapılacak yatırımların nakit giriş ve çıkışları aynı zamana getirilmeye çalışılmakta böylelikle yatırım kararlarının getirileri karşılaştırılmaktadır. İşletmelerin gerçekleştirecekleri yatırımların bugünkü değerinin net olarak hesaplanabildiği ortamlarda yatırımcılar daha objektif kararlar alabilmektedirler. Bu şekilde işletmeye olan talep artabilmekte ve işletmenin piyasa değeri yükselebilmektedir.

2.3.5. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, yatırımcıların belirli bir yatırıma fon sağlamanın karşılığında bekledikleri getiri oranıdır. İktisadi anlamda ise, bir yatırımın sermaye maliyeti kaçırılan en iyi yatırımın fırsat maliyetidir. Sermaye maliyeti her zaman için gelecekteki beklenen getiriyi ifade etmektedir.⁹⁰ Beklenen getiri ise, yatırımcıların risksiz bir ortamda bekledikleri risksiz getiri, beklenen enflasyon ve yatırımın risk derecesi ile yakından ilişkilidir.

Sermaye maliyeti kavramının temeli, beklenen getiriyi bugünkü değere eşitleyen yüzdesel getiriyi ifade etmesinden kaynaklanmaktadır. Bu sebeple beklenen getiri oranı iskonto oranı olarak da adlandırılabilir. İskonto oranı, paranın zaman değeri ve yatırımın riskini yansıttığından sermaye maliyeti olarak da ifade edilebilmektedir. Bu

⁸⁸ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk , **a.g.e.**, s. 41.

⁸⁹ Peddina Mahana Rao, **a.g.e.**, s.398.

⁹⁰ Shannan P.Pratt, Roger J. Grabowski, **Cost of Capital, Applications and Examples**, Third Edition, USA, John Wiley&Sons, 2008, s.3.

sebeple sermaye maliyeti yatırım kararlarında önemli bir unsur teşkil etmekte ve yatırım fırsatlarının karşılaştırılmasında kullanılmaktadır.

Sermaye maliyeti işletmenin kaynak maliyeti anlamında kullanılmaktadır. Başka bir ifade ile işletmenin sahip olduğu kaynaklarının maliyetidir. İşletmenin temelde iki çeşit kaynağı bulunmaktadır. Bunlar özkaynaklar ve yabancı kaynaklardır. Özkaynaklar ile ifade edilen kısım çoğunlukla hisse senetleri iken; borçla ifade edilen kısım ise çoğunlukla tahvildir.

İşletmelerin sermaye maliyetleri, işletme içi ve işletme dışı unsurlardan etkilenmektedir. İç unsurlar olarak yatırım politikalarından, sermaye yapısı politikalarından ve kâr dağıtım politikalarından etkilenmektedir⁹¹. Dış unsurlar olarak ise, faiz oranları, sektörün içinde bulunduğu risk ortamı, ekonominin durumu, hükümetlerin sektörle ilgili yasal düzenlemeleri, vergi politikaları sayılabilmektedir.

İşletmenin yatırımcıları için işletmenin bugünkü ve gelecekteki nakit akışları önemlidir. Nakit akışlarının hesaplanmasında iskonto oranı olarak kullanılan sermaye maliyeti, yatırımcıların kararlarını etkilemektedir. Nakit akışlarının yüksek olabilmesi düşük sermaye maliyeti ile gerçekleşebilmektedir. Dolayısıyla, düşük sermaye maliyeti, işletmenin piyasa değerini arttırmaktadır. İşletmenin piyasa değeri, sermayenin getirisi sermayenin maliyetini aştıkça artmaktadır.

2.3.5.1 Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti diğer bir ifadeyle hisse senetlerinin işletmeye olan maliyetini ifade etmektedir.

Özsermaye, işletme sahiplerinin veya ortaklarının işletmeye yapmış oldukları sermaye yatırımlarıdır. İşletmeler sahip oldukları bu sermayeyi, işletmenin piyasa değerini veya hisse senetlerinin borsa değerini düşürmemek veya yükseltmek amacıyla yatırımlarda kullanmaktadırlar. Bu yatırımların bir kısmı özsermaye bir kısmı da

yabancı sermaye ile finanse edilebilmektedir. Yatırımın özsermaye ile finanse edilen bölümünden elde edilmesi gereken en düşük kârlılık oranı özsermaye maliyeti olarak tanımlanabilmektedir.⁹²

Özsermaye maliyeti, bir işletmenin piyasadan özsermaye yoluyla sermaye elde edebilmesi için yatırımcılara vermeyi taahhüt etmek zorunda olduğu getiri oranıdır. Halka açık, borsada işlem gören işletmeler için yatırımcıların beklenen getirileri, sermaye getirisi (fiyat artışı) ve kâr payı getirisinden oluşmaktadır. Yatırımcıların beklenen getirileri de işletmenin özsermaye maliyetine eşittir. Halka açık olmayan işletmelerde ise özsermaye maliyeti, aynı sektörde faaliyet gösteren benzer halka açık işletmelerin özsermaye maliyetlerinin ortalaması dikkate alınarak hesaplanabilmektedir.⁹³

i. Adi Hisse Senetlerinin Maliyeti

Adi hisse senetleri, yatırımcıların işletmenin varlıkları üzerindeki haklarını temsil etmektedir. İşletme, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine, çalışanlarına, tahvil sahiplerine ödemelerini gerçekleştirdikten ve vergileri ödedikten sonra, adi hisse senedi sahipleri hak iddia edebilmektedirler. Bu sebeple katlandıkları risk daha fazla olan hissedarlar, borç verenlere göre yatırımlarından daha fazla getiri beklemektedirler. İşletmenin adi hisse senedi sahiplerine ödeyeceği kâr paylarının tutarları ve ödeme zamanları önceden belirlenmemektedir. İşletmenin adi hisse senetlerine yapacağı kâr payı ödemelerinin belirsiz olması, bu hisse senetlerini değerlemede önemli zorluklar yaratmaktadır. Bu gibi durumlarda, tahminlerde bulunarak değerlemeye ilişkin hesaplamaları yapmak gerekmektedir.

Adi hisse senetlerinin piyasa değeri, hisse senedinin gelecek yıla ait fiyatı, kâr payı ödemeleri ve aynı düzeyde riske sahip diğer hisse senetlerinin beklenen getirisi tahmin edilerek, aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

⁹¹ Prasanna Chandra, **Financial Management, Theory and Practice**, Seventh Edition, New Delhi, Tata Mc Grow Hill, 2008, s. 386.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} D_t / (1+k_e)$$

P_0 = Hisse senedi piyasa fiyatı

D = Beklenen kâr payı ödemeleri

k_e = Hisse senedinden beklenen getiri

Adi hisse senetlerinin maliyeti, gelecekteki kâr paylarının bugünkü değerini, adi hisse senetlerinin piyasa fiyatına eşitleyen iskonto oranıdır. Diğer bir ifade ile, hisse senedi yatırımcılarının bekledikleri getiri oranıdır.

ii. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Maliyeti

İmtiyazlı hisse senetleri, işletme tarafından çıkartılan, karşılığında belirli zamanlarda, sabit ödemeler yapılan, tahvil ile hisse senedinin karışımı olan, fakat tahvile göre daha riskli, adi hisse senetlerine göre daha az riskli, iflasta adi hisse senetlerine göre önceliği bulunan bir finansal varlıktır. İmtiyazlı hisse senetlerinde sabit bir kâr payı ödemesi bulunmaktadır. Fakat bu ödemeler, gider olarak vergiden düşülememektedir.

İmtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti, imtiyazlı hisse senetlerine yatırım yapanlar tarafından beklenen getiri oranıdır. İmtiyazlı hisse senetlerinin yatırımcılar açısından tahvile göre daha riskli olmasının sebebi işletmelerin her zaman kâr dağıtmak istememesidir.⁹⁴ İmtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti genellikle faizlerdeki değişikliği takip etmektedir. Faizler düşük olduğunda, imtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti de

⁹² Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 61.

⁹³ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 48.

⁹⁴ H. Kent Baker, Gary Powell, **Understanding Financial Management, A Practical Guide**, UK, Blackwell Publishing, 2005, s.349.

düşüktür.⁹⁵ İmtiyazlı hisse senedi ihracıyla sağlanan fonların maliyeti, borç maliyetlerinden yüksek, özsermaye maliyetinden ise düşük olmak zorundadır.⁹⁶

İmtiyazlı hisse senetlerinin en önemli dezavantajı, vergiden sonra maliyetlerinin yüksek olması ve neredeyse vergiden sonraki borç sermayenin maliyetinin iki katını bulmasıdır. Marjinal sermaye maliyetini yükselteceği ve bir kısım projelerin gerçekleştirilmesini engelleyeceği için, birçok işletme, borç sermayeyi imtiyazlı hisse senetlerine tercih etmekte ve imtiyazlı hisse senedi ihraç etmemektedirler.⁹⁷

İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti = İmtiyazlı hisse senedi yıllık kâr payı ödemesi / İmtiyazlı hisse senedinin piyasa fiyatı

İmtiyazlı hisse senetlerinin vadesi süresizdir. İmtiyazlı hisse senetleri, sabit bir getiri sunması bakımından ve vadesinin süresiz olması sebebi ile işletmeye güçlü bir sermaye yapısı sunmaktadır. Bu da işletmenin piyasa değerini arttırarak ilave fon bulabilmesini kolaylaştırmaktadır.

iii. Dağıtılmayan Kârların Maliyeti

Dağıtılmayan kârlar, işletmelerin içeriden yarattıkları kaynaklardır.⁹⁸ İşletmeye yatırım yapanlar, bu yatırımları neticesinde kâr payı elde etmeyi beklemektedirler. İşletmeler ise bazı dönemlerde yatırımlarını arttırmayı tercih etmekte, bu sebeple oluşacak finansman ihtiyacını, kârı ortaklarına dağıtmak yerine işletmede tutarak karşılamak isteyebilmektedirler. İşletmenin ortakları açısından işletmede tutulan kârların bir maliyeti vardır. Buna fırsat maliyeti adı verilmektedir. İşletme ortakları, aynı risk düzeyinde başka bir finansal enstrümana yatırım yaptıklarındaki kazançları ile

⁹⁵ Joe K. Shim, Joel G. Siegel, **Handbook of Financial Analysis, Forecasting and Modeling**, Third Edition, USA, CCH Grup, 2007, s.220.

⁹⁶ Cudi Tuncer Gürsoy, **a.g.e.**, s.556.

⁹⁷ Osman Okka, **Finansal Yönetime Giriş**, 2. Baskı, Ankara, Nobel Yayınları, 2006, s. 404.

⁹⁸ A. A. Groppeli, Ehsan Nikbakht, **Finance**, Fifth Edition, USA, Baron's Educational Series Inc., 2006, s. 212.

kârını dağıtmayan işletmenin hisse senedine yaptıkları yatırımlarını kıyaslamak durumundadırlar. Kazançlar, kâr payı olarak dağıtılmak yerine işletmede tutulduğunda işletme ortakları, dağıtılmayan kârların piyasada hisse senetleri getirisinin üzerinde getiri sağlayacağını varsaymaktadırlar.

Verginin olmadığı bir ortamda, dağıtılmayan kârların işletmeye maliyeti, özsermayenin maliyetine eşittir. Vergi etkisinin dikkate alınması durumunda, dağıtılmayan kârların maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.⁹⁹

$$k_{re} = k_e (1 - t)$$

$$k_{re} = \text{Dağıtılmayan kârların maliyeti}$$

$$k_e = \text{Özkaynak maliyeti}$$

$$t = \text{Ortağın marjinal gelir vergisi dilimi}$$

İşletme, dağıtılmayan kârı, yatırım projelerinde değerlendirdiğinde sağlanan getiri dağıtılmayan kârların maliyetini aştığı durumda, işletmenin piyasa değeri yükselmektedir.

2.3.5.2 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin o andaki durumunu gösteren cari veya tarihi bir maliyettir.¹⁰⁰ Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin değerini koruyabilmek için yatırımlarından kazanması gereken minimum getiriyi temsil etmektedir.¹⁰¹ Bir başka tanıma göre ise, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin menkul kıymetlerini elinde tutanlara uygun bir beklenen getiri sağlamak amacıyla,

⁹⁹ Serpil Canbaş, Gamze Vural, **a.g.e.**, s.185.

¹⁰⁰ Sudi Apak ve Engin Demirel, **Finansal Yönetim**, Cilt 2, İstanbul, Papatya Yayıncılık Eğitim, 2010, s.222.

¹⁰¹ Scott Besley, Eugene F. Brigham, **Principles of Finance**, Fifth Edition, Canada, South Western Cengage Learning, 2012, s. 457.

işletmenin mevcut riskiyle aynı risk düzeyindeki yatırımlarından kazanmayı beklediği getiri oranıdır.¹⁰²

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermaye maliyeti ve işletmenin sermaye yapısına göre oranlanmış borçların maliyetinin matematiksel ifadesidir.¹⁰³ Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, farklı kaynakların maliyetleri ile sermaye yapısı içindeki payları çarpımlarının toplanmasıyla bulunmaktadır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:¹⁰⁴

$$WACC = w_1k_1 + w_2k_2 + w_3k_3 + w_4k_4 + w_5k_5 + w_6k_6 + w_7k_7$$

WACC = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

k_1 = Adi hisse senedi maliyeti

k_2 = İmtiyazlı hisse senedi maliyeti

k_3 = Dağıtılmayan kârların maliyeti

k_4 = Amortisman yoluyla sağlanan fonların maliyeti

k_5 = Kısa vadeli kredilerin maliyeti

k_6 = Uzun vadeli kredilerin maliyeti

k_7 = Tahvil çıkarma maliyeti

w ise, her zaman kaynağın toplam içindeki yüzde payını göstermektedir.

¹⁰² Serpil Canbaş, Gamze Vural, **a.g.e.**, s. 259.

¹⁰³ Birute Galiniene, Andrius Butvilas, "Analysis of the Capital Cost Impact on Share Value", **Technological and Economic Development of Economy**, Vol:16, 2010, s. 126.

¹⁰⁴ Öcal Usta, **a.g.e.**, s. 64.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasıyla, işletme için tek bir sermaye maliyeti rakamı bulunmuş olmaktadır. Böylece yatırım projeleri değerlendirilirken, belli bir ölçüte ulaşmak mümkün olmaktadır.¹⁰⁵

İşletme değeri maksimizasyonunda temel amaç hisse senedi değerinin maksimizasyonu, bir başka ifade ile işletmeye kaynak kullandıran taraflardan ortakların değerinin maksimize edilmesidir.¹⁰⁶ Bu durumda bu amaca sermaye maliyetini minimize ederek ulaşılmaktadır. Daha genel olarak, işletmeye olan nakit akışları değiştikçe, optimal finansman yapısı işletmenin değerini maksimize etmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin işletme değerine etkisi aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:¹⁰⁷

$$\text{İşletme Değeri} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{İşletmeye Nakit Akışları}}{(1 + \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti})^t}$$

İşletme değeri, nakit akımlarının ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bir fonksiyonudur. Buna göre nakit akışlarının sabit kaldığı bir durumda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azalması işletmenin değerini arttırabilmekte, ortakların kazançlarını maksimize edebilmektedir. İşletmenin değeri, gerçekleştirilecek yatırımların getirisinin kullanılacak fonun fırsat maliyetinden yüksek olduğu durumda artabilmektedir. Bu da ancak kullanılacak olan kaynakların ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum olması ile mümkün olabilmektedir.

2.3.5.3 Borçların Maliyeti

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmek için işletme dışından fon sağlamaya gereksinimleri olabilmektedir. Fakat işletme dışından fon sağlamanın bir maliyeti

¹⁰⁵ Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Bursa, Ekin Basın Yayın Dağıtım, 2011, s.192.

¹⁰⁶ Hasan Bal, "Sermaye Bütçeleme Yatırım Kararlarında Özkaynağa Nakit Akımı Yönteminin Kullanılması ve Projeye Nakit Akımı Yöntemi ile Karşılaştırılması", **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:11, 2009, s.219.

bulunmaktadır. Bu maliyet faiz olarak adlandırılabilceği gibi iskonto oranı olarak da adlandırılabilir. Bu durumda kullanılan iskonto oranı, işletme dışından sağlanan finansal kaynağın para girişi ile s3z konusu kaynağın faiz ve anapara taksidi olarak işletmeden çıkışını eşitleyen orandır. Borçların maliyeti aynı zamanda piyasa koşullarında işletmeye borç verenlerin bekleedikleri getiri oranı olarak da dşunlebilmektedir. İşletme dış borçlanmasını tahvil ihracı yolu ile yapmış ise borçların maliyeti piyasada belirlenen getiri oranı olmaktadır. Piyasa koşullarının sağlanamadığı durumlarda ise borcun maliyeti işletmenin ve işletmenin içerisinde bulunduğu sekt3rn borçlanma maliyetleri dikkate alınarak oluşturulabilmektedir. Borçların maliyeti konusunda dikkat edilmesi gereken bir husus, dışarıdan sağlanan yabancı kaynaklar için 3denen faiz, finansman giderleri adı altında işletmelerin 3deyecekleri vergiden düşülebilmektedir. Bu sebeple, borcun gerçek maliyeti vergi sonrası oluşan maliyettir.

İşletmelerin büyüyebilmesi ve piyasa değerlerini arttırabilmesi için sermaye maliyetlerini düşürmeleri gerekmektedir. Bunun için de işletmelerin optimal sermaye yapısına ulaşmaları gerekmektedir. Optimal sermaye yapısına ulaşamayan işletmeler yatırım kararlarında sıkıntılar çekebilmektedir. Bunun sebebi ise işletmelerin 3zsermaye ağırlıklı borlandığında, 3zsermayenin maliyetinin yüksek olması sebebiyle, yatırım kararlarında sıkıntılar yaşayabilmesidir. Buna karşılık işletme sermaye yapısında yüksek miktarda dış borç kullandığında, faizler vergi matrahından dşleceğinden dolayı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalabilmektedir. Fakat işletmelerin finansal riski artmakta bu sebeple işletmelerin piyasa değerleri düşülebilmektedir. Optimal sermaye yapısında ise işletmeler piyasa değerlerini maksimum, sermaye maliyetini minimum düzeyde tutmaktadırlar. İşletmelerin optimal sermaye maliyetlerini aştığı noktada borçların maliyeti sermayenin maliyetini aşmaktadır.

¹⁰⁷ Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Third Edition, Canada, John Wiley&Sons, 2012, s.402.

2.3.6. İskonto Oranı

Doğru ve etkin yatırım kararları, işletmenin değerini arttırmaktadır. Doğru yatırım kararlarının verilebilmesi için, yatırımın beklenen getirisinin yatırımın maliyetinden yüksek olması gerekmektedir. Yatırımın beklenen getirisi gelecekte yaratacağı nakit akışlarının iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmesi sureti ile bulunmaktadır. İşletme değerini doğru hesaplayabilmek için hem gelir, kâr payı ve serbest nakit akışlarının hem de bu unsurların bugünkü değere indirgenmesinde uygulanacak iskonto oranının doğru belirlenmesi gerekmektedir. İşletmeler, yatırım kararlarının etkinliğini ölçmede iskonto oranı olarak sermaye maliyetini kullanmaktadırlar. Bu sebeple sermaye maliyetinin dikkatli bir şekilde hesaplanması gerekmektedir. İşletmenin değeri, iskonto oranı ve sermaye maliyeti birbirleriyle ilişkili ve birbirlerini etkileyen kavramlardır.

İşletme değeri üç finansal karar ile ilişkilendirilmektedir: Yatırım, finansman ve kâr payı kararları. Bu kararlar arasındaki ilişki ve işletmenin değeri, gelecekte beklenen nakit akışlarının bugünkü değeridir.¹⁰⁸ Bir işletmenin piyasa değeri gelecekte sağlayacağı nakit akışının, söz konusu işletmenin girdiği risk kategorisine uygun olarak saptanmış iskonto oranı ile indirgenmesine eşittir. Yatırımın değerlendirilmesi için iskonto faktörü olarak sermaye maliyetine ihtiyaç duyulmaktadır.

$$\text{İşletme Değeri}^{109} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{t Döneminde İşletmenin Beklenen Nakit Akımları}}{(1 + \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti})^t}$$

Yukarıdaki formülden işletmenin değerinin, nakit akımlarının ve iskonto oranının bir fonksiyonu olduğu görülmektedir. İşletmenin nakit akımlarının değişmediği varsayımı altında, iskonto oranı olan sermaye maliyeti azaldığında işletmenin değeri artmaktadır.

¹⁰⁸ Aswath Damodaran, **Applied Corporate Finance**, Third Edition, USA, John Wiley & Sons, 2011, s. 5.

¹⁰⁹ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.15.

2.3.7. Büyüme Oranı

Yatırımcılar için performans ölçütü, yatırımları karşılığında elde etmeyi amaçladığı getiridir. Yatırımcılar açısından bu getiri yaratılmış değer olarak ifade edilmektedir. İşletme faaliyetleri sonucunda değer yaratılması, işletme ortaklarının özsermaye değerlerinin arttırılması anlamını taşımaktadır.¹¹⁰ Özsermaye değerlerinin artması ise işletmenin büyümesi ile gerçekleşmektedir.

Büyüme oranı (g) aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:¹¹¹

$g = \text{Alıkonulan Kârların Oranı} \times \text{Satışların Getirisi} \times \text{Varlıkların Dönüşüm Hızı}$
 $\times \text{Kaldıraç Oranı}$

Finansın temel kurallarından biri işletmenin büyümesini öncelikle içsel finansmanla karşılaması diğer bir ifadeyle, işletmenin yarattığı nakit akışlarının yeniden yatırılması yolu ile finanse etmesidir.¹¹² İşletmenin büyümesi işletme kârlılığı ve alıkonan kâr oranı, varlıkların dönüşüm hızı, borç/sermaye oranına bağlıdır. Kârlılık arttıkça, aynı satış düzeyinde büyümenin arttırılması, kârların işletmede bırakılmasına bağlı olmaktadır.

Büyüme oranı işletme değerinin hesaplanmasında önemlidir. İşletme değerini hesaplamak için kullanılan birçok farklı yöntem bulunmaktadır. Bunlardan birçoğu hesaplamalarında büyüme oranını kullanmaktadır. Bunlardan gelir yaklaşımını temel alan yöntemlerde büyüme oranından yararlanılmaktadır. Gelir yaklaşımında işletme değeri, gelecekte oluşacak nakit akışlarının bugüne indirgenmesi ile bulunmaktadır. Nakit akışı tahmininde ise, işletmenin büyüme oranı doğrudan veya dolaylı olarak tahmin edilmek durumundadır. Gelir yaklaşımını temel alan yöntem olan indirgenmiş nakit akışları, işletmeye nakit akışları ve özsermayeye nakit akışları olarak ikiye ayrılmaktadır.

¹¹⁰ Mustafa Çanakçıoğlu, Mahmut Demirbaş, "Performans Ölçüm Yöntemleri ile Kurumsal Karne Yaklaşımı", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt:59, Sayı:2, 2009, s.217.

¹¹¹ Nurgül Chambers, **a.g.e**, s.80.

Bunlardan işletmeye serbest nakit akışları işletme değerinin hesaplanmasında sabit büyüme varsayımı altında aşağıdaki formülü kullanmaktadır:¹¹³

İşletme Değeri = İşletmeye Serbest Nakit Akışları / (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti-Büyüme Oranı)

Formülden anlaşılacağı üzere, işletmelerin büyüme oranı arttıkça, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalmakta, işletmeye serbest nakit akışları ve dolayısıyla işletme değeri artmaktadır.

Fakat bütün bu teorilerin yanında büyüme işletme değerini arttırmak için tek başına yeterli bir unsur değildir. Bunun sebebi ise bazı işletmelerin yüksek büyümeyi finanse edebilmek için dışarıdan yüksek oranda borçlanması ve bunun neticesinde de finansal güçlük çekebilmesidir. İşletmeler, yüksek büyümeyi yönetebildikleri sürece işletmelerin piyasa değeri artmaktadır. Burada önemli olan işletmelerin büyümenin finansal ve operasyonel etkilerini anlayarak hareket edebilmeleridir.

2.3.8. İşletmenin Sonsuza Kadar Devam Eden Değeri

Belirli bir tahmin dönemi sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri, işletmenin sonsuza kadar devam eden değeri (TV) olarak tanımlanmaktadır. İşletmenin TV değerinin hesaplanmasında indirgenmiş nakit akımları veya benzer işletmelere ait değişkenler kullanılmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanıldığında, nakit akımlarının “t” uzunluğunda bir dönem boyunca “g” sabit oranı ile büyüdüğü varsayılmaktadır.

İşletmenin sonsuza kadar devam eden değeri aşağıdaki gibi gösterilmektedir:¹¹⁴

$$TV = FCF_t (1+g) / WACC-g$$

¹¹² Pierre Vernimmen ve diğerleri, **Corporate Finance: Theory and Practice**, Second Edition, England, John Wiley&Sons, 2009, s.775.

¹¹³ Jerald E. Pinto ve diğerleri, **Equity Asset Valuation**, Second Edition, USA, John Wiley&Sons, 2010, s.149.

FCF = Serbest nakit akımları

WACC = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

t= zaman

g= büyüme oranı

Nakit akımları sonsuza kadar tahmin edilemeyeceğinden, indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre değerlemelerde, nakit akımlarının gelecekteki tahminine bir noktada son verilerek o noktada işletmenin değerini yansıtacak TV değeri hesaplanmaktadır.¹¹⁵ Birçok işletme için, makul süreler içerisinde nakit akımlarını tahmin etmek mümkündür. Bu genellikle 3 yıldan 10 yıla kadardır. İşletmenin türüne göre, ilk tahminden sonra gelecekteki finansal performansı tahmin etmek güçleşmektedir. İşletmenin içinde bulunduğu sektör, teknolojik değişimler, yasal düzenlemeler ve ekonomik iklim bu tahmini etkilemektedir.¹¹⁶

İşletmelerin süreklilik kavramı gereği sonsuza kadar faaliyet göstereceği beklenmektedir. Bu sebeple işletme değerinin TV değerini yansıtması beklenmektedir. İşletmenin TV değerinin indirgenmiş nakit akımları hesaplanmasında yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir. Bu yöntemde işletmenin değeri işletmenin belli bir dönem boyunca yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerleri ile sonsuza kadar yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır.

İşletmenin TV değeri, işletmenin genellikle toplam değerinin önemli bir kısmını temsil ettiğinden, kritik öneme sahiptir.¹¹⁷ İşletme değeri, aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

¹¹⁴ Kamal Ghosh Ray, **Mergers and Acquisitions, Strategy, Valuation and Integration**, Eastern Economy Edition, New Delhi, PHI Learning Private Limited, 2010, s.114.

¹¹⁵ Aswath Damodaran, **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, USA, John Wiley&Sons, 2011, s. 200.

¹¹⁶ Peter A. Hunt, **Structuring Mergers and Acquisitions, A Guide to Creating Shareholder Value**, Fourth Edition, USA, Aspen Publishers Online, 2009, s.48.

¹¹⁷ James R. Hichner, **a.g.e.**, s. 151.

İşletme Değeri¹¹⁸ = [$\sum CF_n / (1+i)^n$] + [(1 / (1+i)ⁿ) x (Sonsuza kadar devam eden yıllık nakit akımları / (i-g))]

CF = Nakit akımları

n= yıl

i= iskonto oranı

g= büyüme oranı

Formülden anlaşılacağı üzere, sonsuza kadar devam eden yıllık nakit akımlarının değeri ne kadar yüksek ise işletme değeri de o kadar yüksek olacaktır.

2.3.9. İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

Kâr, belli bir hesap dönemi sonunda elde edilen satış geliri ile bu gelire ilişkin giderler arasındaki olumlu fark veya dönem sonundaki özsermaye ile dönem başındaki özsermaye arasındaki olumlu fark olarak tanımlanabilmektedir. İşletmeler elde ettikleri kârı işletmenin ana sözleşmesi, yasalar veya işletmenin kâr dağıtım politikaları gereği dağıtmaktadırlar.

Kâr dağıtım politikası, işletmenin elde ettiği kârları hisse senedi sahiplerine dağıtması ya da kârın işletmede bırakılarak yeni yatırımlarda kullanılması konularında izlediği politikadır. İşletmenin elde ettiği ve alıkoyduğu kârlardan dağıtılmakta olan kâr, nakit olarak veya bedelli/bedelsiz hisse senedi çıkarımı şeklinde dağıtılmaktadır. Hisse senedi olarak kâr dağıtımında, işletme elde ettiği kârı sermayesine eklemekte, arttırılan sermaye oranında hisse senedi çıkartarak bedelli veya bedelsiz olarak ortaklarına dağıtmaktadır. İşletmeler, nakdi işletmede bırakmak amacıyla kâr payı olarak hisse senedi çıkardıklarında hissedarların iştirak oranları nispi olarak değişmemektedir. Hisse senetlerinin işlem fiyatları düşmektedir.

¹¹⁸ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 235.

İşletmenin kâr dağıtım politikası, işletmenin yatırım fırsatları, likidite durumu, ana sözleşmesi, büyüme oranı, borçlanma yeteneği, yasalar, enflasyon gibi etkenlerden etkilenmektedir. İşletmenin kâr dağıtım politikası, karşılaşılabileceği yatırım fırsatlarına göre farklılık gösterebilmektedir. Yatırım fırsatlarının sayısı çok ve yatırımın kârlılığı yüksekse, işletme kârı hissedarlara dağıtmak yerine yatırımda değerlendirmek isteyebilmektedir. Likidite durumu riskli olan bir işletme, yüksek miktarda kâr dağıtımından dolayı oluşacak nakit çıkışından kaçınabilmektedir. İşletmenin büyüme oranı arttıkça, fona ihtiyacı artacağından büyüme oranı yüksek olan bir işletme kâr payı ödemesini düşük tutmaya çalışabilmektedir. Borçlanma yeteneği düşük olan bir işletme kâr dağıtımından kaçınmaya, kârı işletme bünyesinde alıkoymaya, dış borçlanma yerine işletme içinde oluşan tutarı değerlendirmeye çalışabilmektedir. Enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda, işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacı artabilmekte bu sebeple yüksek oranda kâr dağıtımını yapmak istemeyebilmektedir. Kâr dağıtım politikası belirlenirken, işletmenin yeni kurulmuş olması veya büyüme oranı yüksek olması önem taşımaktadır. İşletme yeni kurulmuş ise fon ihtiyacı yüksek olacağından ve dışarıdan fon bulabilmesi güç olacağından kâr dağıtımından kaçınabilmektedir. Ancak işletme yasalarda ya da işletme ana sözleşmesinde belirtilen oranda kâr dağıtımında bulunmak durumundadır.

Türkiye'de kâr dağıtımını ile ilgili TTK, SPK, VUK, KVK, Gelir Vergisi Kanunu (GVK)'da hükümler bulunmaktadır. Türkiye'de sermaye şirketlerinde kâr dağıtımını, TTK'nın 507 ile 509. maddeleri arasında düzenlenmektedir. TTK'nın 519 ve sonrasındaki maddelerinde ise yedek akçe ile ilgili düzenlemeler yer almaktadır. Söz konusu düzenlemelerde kârın net dönem kârından dağıtılabileceği ancak sermayenin korunması ilkesi gereği bilançoda geçmiş yıl zararı/zararları varken yıllık kâr dağıtılamayacağı belirtilmektedir.

Kâr dağıtım politikası, yatırım fırsatlarının kârlılığı ile ilişkili bir finansman kararı olarak Walter formülü ile açıklanabilmektedir:

$$P^{119} = [D + r (E-D) / k_e] / k_e$$

P = Adi hisse senetlerinin pazar değeri

D = Hisse başına dağıtılan kâr payı

E = Hisse başına düşen gelir

r = Öngörülen yatırımın kârlılığı

k_e = Hisse senedi çıkararak sağlanan sermayenin maliyetini veya yatırımdan beklenen kârlılık oranını göstermektedir.

Formüle göre, işletmenin elinde kârlı yatırım fırsatları bulunuyorsa $r > k_e$ ise işletme kâr dağıtım politikasında temkinli davranmalıdır.

Kâr payı politikasının işletmenin piyasa değeri üzerinde etkili olup olmadığını belirlemeye yönelik olarak geliştirilen teori ve yaklaşımlar, işletmelerin kendileri için en uygun kâr dağıtım politikası oluşturmalarına ışık tutmaktadır. Piyasaların mükemmel olma özelliğini bozan faktörlerin varlığı, kâr payı politikasının işletmenin piyasa değeri ile ilişkili olmasına neden olmaktadır.¹²⁰ İşletmelerin nakit akımlarını ve yeni yatırımlarının finansmanını etkileyen kâr dağıtım politikaları, aynı zamanda işletmenin piyasa değerini de etkilemektedir. Kâr payları dağıtılmadığında veya az miktarda dağıtıldığında hissedarlar sahip oldukları hisseleri satmak isteyebilmekte, bu da işletmenin piyasa değerini olumsuz etkileyebilmektedir. Fakat kâr paylarının işletmede tutulması ise yatırımların finansmanında işletmeyi güçlendirmektedir.

¹¹⁹ Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.224.

¹²⁰ Serpil Canbaş, Gamze Vural, **a.g.e.**, s. 332.

3. İŞLETME DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

VUK'un 258. maddesine göre değerlendirme, vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tespitidir. Değerleme, iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, yani işletmenin bina, arsa, makine teçhizat, mal stoğu şeklindeki toplam varlıklarının değerini belirleme olarak da tanımlanabilmektedir.

Değerleme işlemlerinde kullanılacak birçok yöntem bulunmaktadır. Değerleme işlemlerinde, işletmenin içinde bulunduğu sektör ve ekonomik duruma göre kullanılacak değerlendirme yöntemleri değişiklik göstermektedir. Kullanılacak olan yöntemin işletme değerini en iyi şekilde yansıtması gerekmektedir.

Değerleme yöntemlerinde, geçmiş verilere göre ya da gelecek dönemlerde gerçekleşmesi muhtemel tahmini verilere göre işlemler yapılmaktadır. Ancak geçmiş dönem verilerini dikkate alarak, gelecek dönemlerde işletmenin göstereceği performansın ve nakit akımlarının tahmin edilerek değerlendirme yapılması daha doğru sonuçlar verecektir.

Etkin olmayan piyasalarda işletmenin piyasa değeri ile işletmenin fiyatı birbirinden farklı olabilmektedir. Aynı şekilde, varlıkların kullanım değeri ile değişim değeri de farklı olabilmektedir. Bir varlığın kullanım değeri, o varlığın sahibine sağlayacağı faydayı ifade ederken, değişim değeri ise bir varlığın el değiştirmesi karşılığında elde edilen değeri ifade etmektedir. Burada alıcı ile satıcı taraflar, varlık için belli bir tutarda anlaşmalarında fiyat belirlenmektedir. Ancak bu her zaman varlığın taşıdığı gerçek değer olmayabilmektedir. İşletmelerin sahip olduğu teknoloji, marka değeri, patentler, pazar payı, işletmelerin hak ve yükümlülükleri, yönetim kadrosu, kuruluş yeri, örgütsel yapısı, faaliyet gösterdiği sektördeki gelişmeler, halka açık olup olmaması gibi unsurlar işletmelerin değerini etkilemektedir. Birleşme işlemlerinde işletmelerin değerlendirme sonucu belirlenen değeri ile üzerinde anlaşılan değer, yapılan pazarlığa, ödeme yöntemine göre farklı olabilmektedir.

İşletmelerin kullanacağı değerlendirme yönteminin işletmeye ve sektöre uygun olması, daha önce doğruluğu ispatlanmış, güvenilir değerlendirme yöntemi olması ve gelecek ile ilgili, sektör ile ilgili tahminlerin doğru yapılmış olması, yatırımcıların zarar etmemesi bakımından önemlidir. Bu bölümde işletme değerlemesinde kullanılan aktif temelli yaklaşımı temel alan yöntemler, piyasa değeri yaklaşımını temel alan yöntemler, gelir yaklaşımını temel alan yöntemler ve alternatif işletme değerlendirme yöntemleri açıklanmaktadır.

3.1. Aktif Değeri Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler

Aktif değeri yaklaşımında, işletmenin varlıklarının toplam değerinden, işletmenin toplam yükümlülüklerinin değeri düşülerek özsermaye değeri hesaplanmaktadır. Bu yaklaşım işletmenin muhasebe kayıtlarını temel almaktadır. Aktif değeri yaklaşımında, işletmenin değeri belirlenirken aktiflerinin değeri esas alınmaktadır.

Aktif değeri yaklaşımında işletmenin değerinin, varlıklarının gelecekteki nakit yaratma potansiyelini içermemesi bu yaklaşımın zayıf noktasını oluşturmaktadır.

Aktif değeri yaklaşımını temel alan yöntemler; net aktif değer yöntemi, defter değeri yöntemi ve tasfiye değeri yöntemidir.

3.1.1. Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değer, varlıklar cari piyasa koşullarında elden çıkarıldığında sağlanabilecek nakit miktarını ifade etmektedir. Burada, varlıkların elden çıkarıldığında sağlanabilecek gelirlerden, katlanılacak giderlerin çıkarılması ile bulunan net tutar, net aktif değeri ifade etmektedir. Bu yöntemde varlık ve borçlar, tarihi maliyet esası ile değil, piyasa koşullarına göre düzeltilmiş değerleri ile yer almaktadır. Bu sebeple yöntem düzeltilmiş defter değeri yöntemi olarak da adlandırılmaktadır.

Aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:¹²¹

Net Aktif Değer= İşletmenin Aktiflerinin Piyasa Değeri-İşletmenin Borçlarının Piyasa Değeri

Net aktif değer yöntemi tek başına bir değerlendirme yöntemi olarak yeterli olmamaktadır. Bunun sebebi, bu yöntemde işletmenin işleyen teşebbüs değerinin dikkate alınmaması ve dolayısıyla düşük değer tespitine sebep olabilmesidir. Bu yöntem indirgenmiş nakit akımları, indirgenmiş kâr payları modelleri gibi daha karışık değerlendirme yöntemlerine yardımcı olarak kullanılmaktadır¹²².

3.1.2. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri, işletmenin varlıklarının değerinden borçlarının değeri çıkarılarak bulunmaktadır. Ancak bu yöntem kullanıldığında, tarihi maliyet esasına göre yapılan kayıtlar sebebi ile işletmenin gerçek değeri ile defter değeri arasında önemli farklar ortaya çıkmaktadır. Bu fark muhasebe kayıtlarının tarihi maliyet esasına göre tutulması nedeniyle enflasyon ve varlıkların piyasa değerindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Bu yöntem, bankalar gibi yüksek oranda likit bulunduran finansal kurumların değerlendirme işlemlerinde kullanılabilir.

3.1.3. Tasfiye Değeri Yöntemi

Tasfiye işletmenin tamamının veya bir kısmının kapanması anlamına gelmektedir. Tasfiye değeri, varlıkların satılabileceği varsayımı altında, varlıkların satılması ile gerçekleşecek minimum tutarı ifade etmektedir. Tasfiye değeri, işletme faaliyetlerine son verdiğinde, varlıklar elden çıkarıldığında, elde edilen tutardan işletmenin borçları ödendikten sonra kalan değeridir.

Tasfiye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:¹²³

¹²¹ Barış Sipahi, Serhat Yanık, Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s.116.

¹²² Markus Dollinger, **The Fiar Squeeze-out Compensation**, Germany, Salzwasser-Verlag, 2008, s. 37.

¹²³ Barış Sipahi, Serhat Yanık, Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s.118.

Tasfiye Değeri=İşletmenin Varlıklarının Takdir Edilen Değeri-Borçlar

İşletmenin tasfiye değeri genellikle defter değerinden yüksektir. Bunun sebebi ise defter değerinin tarihi maliyetleri yansıtırken, tasfiye değerinin varlıkların cari piyasa değerini yansıtmasıdır.

3.2. Piyasa Değeri Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler

Piyasa değeri yaklaşımı, aynı özelliklere sahip bir ürüne pazardaki fiyatından daha yüksek ödeme yapılmayacağı mantığından yola çıkarak, ikâme prensibine dayanmaktadır. Bu yaklaşım, bir işletmenin değerini, kendisi ile benzer işletmelerin performans ve hisse değeri verileri ile karşılaştırarak belirlemektedir. Bu belirlemeyi yaparken piyasa çarpanlarından faydalanmaktadır.

Piyasa değeri yaklaşımını temel alan yöntemlerde, işletmenin değerini saptayabilmek için aynı sektörde yer alan veya benzer özellikler gösteren karşılaştırılabilir işletmelerin tespit edilmesi gerekmektedir. Karşılaştırılabilir işletmelerin seçilmesinden sonra, her birinin piyasa arpanları ayrı ayrı hesaplanmakta, her bir piyasa çarpanı için karşılaştırılabilir işletmelerin ortalamaları bulunmaktadır. Karşılaştırılabilir işletmelerden elde edilen piyasa çarpanlarının, değeri bulunmak istenen işletmeye uygulanması ile işletmenin değeri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Dolayısıyla bu yöntem ile işletmenin gerçek değerinden çok kıyaslamalı değeri elde edilmektedir. Karşılaştırmalı işletmelerin tespitinde, nakit akımlarının, büyüme potansiyellerinin ve işletme risklerinin benzer olan işletmelerin seçilmesi önem arz etmektedir. Bu yaklaşım sektörün risk primini ve sektör ile ilgili büyüme beklentisini içermektedir. Fakat karşılaştırılabilir işletmeler farklı risk primi ve büyüme beklentisi içerebileceğinden, bu faktörlerin işletme değerine etkisi bu yaklaşımın zayıf yanını oluşturmaktadır.

Piyasa değeri yaklaşımını temel alan yöntemler, fiyat/kazanç oranı, fiyat/kazanç oranı-beklenen büyüme oranı, işletme değeri/faaliyet ve vergi öncesi kr, piyasa değeri/defter değeri oranı, yeniden yerine koyma oranı, fiyat/satışlar oranı,

piyasa değeri/satışlar oranı, kâr payı verimi yöntemi ve sektörlere özgü oranlar yöntemidir. Bunlar aşağıda açıklanmıştır.

3.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, bir işletmenin net kârı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kurmaktadır. Bu oran, hisse başına net kâr ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulunması gerektiğinden hareket etmektedir. Bu çarpan katsayısı, işletmenin 1 TL'lik vergi sonrası hisse başına kârına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye râzı olduklarını göstermektedir.¹²⁴

$$F / K \text{ Oranı} = \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kazanç}$$

F / K oranı, yatırımcıların raporlanan kârın her birimi için kaç birim ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Bu oran, büyüme beklentisi yüksek olan işletmeler için yüksek, riskli işletmeler için ise düşüktür.

Bir işletme için F/K oranının tahmin edilmesine ilişkin en yaygın yaklaşım, karşılaştırılabilir işletmelerden oluşan bir grup seçmek, bu grup için ortalama F/K oranı hesaplamak ve bu ortalamaı değerlendirilen işletme ile karşılaştırılabilir işletmeler arasındaki farkları gözeterek subjektif olarak düzeltmektir.¹²⁵

3.2.2. Fiyat / Kazanç Oranı - Beklenen Büyüme Oranı Yöntemi

Bu yöntem, düşük veya yüksek değerlendirilmiş hisse senetlerini tespit etmek için kullanılmaktadır. Bu yönteme göre F/K oranları, beklenen büyüme oranından düşük olan işletmeler düşük değerlendirilmiş olarak kabul edilmektedir.

İşletmelerin beklenen büyüme oranları farklılık arz etmektedir. Bazı işletmeler nispeten sabit kalırken veya yavaş büyüme trendi gösterirken, bazı işletmeler ise normal büyüme trendi gösterebilmekte, bazıları ise normalin ötesinde büyüme oranı gerçekleştirmektedir.

Kâr paylarındaki beklenen büyüme oranı (g) = Kârı alıkoyma dağıtmama oranı
x Sermaye Getirisi (ROE)

Farklı büyüme tahminlerinde fiyat, hisse senedi getirisi, sermaye kazancı getirisi, F/K oranı arasındaki ilişki şu şekildedir:¹²⁶

- Kâr paylarındaki beklenen büyüme arttıkça, diğer faktörler aynı kalmak şartı ile beklenen getiri*, sermaye kazancı getirisine daha fazla bağlı ve kâr payı getirisine daha az bağlıdır.
- Kâr paylarındaki beklenen büyüme oranı arttıkça, diğer faktörler aynı kalmak şartıyla, F/K oranı artmaktadır.
- Yüksek kâr payı getirisi ve düşük F/K oranı sınırlı bir büyüme sağlamaktadır.
- Düşük kâr payı getirisi ve yüksek F/K oranı yüksek büyüme sağlamaktadır.

3.2.3. İşletme Değeri / Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr Oranı Yöntemi

İşletme değeri, özkaynağın piyasa değeri ile borçların piyasa değerinin toplamıdır. Özkaynağın piyasa değeri, dolaşımdaki hisselerin adedi ile hisse başı fiyatın çarpımıdır. Borçlar açısından ise, tedavüldeki borçlanma araçlarının piyasa değeridir.

Faiz vergi, amortisman öncesi kâr (FVAÖK), işletmenin esas faaliyetlerinden faiz, vergi ve amortisman harici elde ettiği kârı göstermektedir. Bu kârın içerisinde tek seferlik kazançlar, faiz gelirleri, kur farkları gibi kalemler bulunmamaktadır. FVAÖK,

¹²⁴ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 217.

¹²⁵ Barış Sipahi, Serhat Yanık, Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 98.

¹²⁶ Prasanna Chandra, **Financial Management, Theory and Practice**, s.182.

* Toplam getiri = Kâr payı getirisi ile sermaye kazancı getirisinin toplamıdır.

işletmenin esas faaliyetlerinde elde ettiği kazançları gösterdiğinden yatırımcıya daha doğru kararlar almasında yardımcı olmaktadır.

İşletme değerlemede yaygın olarak kullanılan işletme değeri (FD) / FVAÖK oranı borçlar, vergi ve amortisman uygulamalarındaki ülkeler arasındaki farklılıkları ortadan kaldırarak faaliyet kârı hakkında bilgi vermektedir.¹²⁷ Bu oranın, işletmenin kârını, büyümesini, riskini, likiditesini ve kurumsal imajını yansıttığı varsayılmaktadır.¹²⁸ Benzer işletme oranlarına göre düşük FD/ FVAÖK oranıyla işlem gören işletmeler yatırım yapılabilir işletmeler olarak değerlendirilmektedir.

FD/FVAÖK aşağıdaki sebeplerle kullanılmaktadır: ¹²⁹

- FD/FVAÖK, farklı finansal kaldıraçlara sahip işletmelerin karşılaştırılmasında, tek başına F/K oranının kullanılmasından daha uygundur. Çünkü FVAÖK faiz öncesi kazançları göstermektedir.
- Amortisman ve yıpranma paylarının tekrar katılmasıyla, FVAÖK farklı amortisman ve yıpranma paylarına sahip işletmelerin kıyaslanmasına imkân sağlamaktadır. Amortisman ve yıpranma payları fazla olan sermaye-yoğun işletmelerin değerlemesinde FD/FVAÖK sıklıkla kullanılmaktadır.

- Hisse Başına kârın negatif olduğu durumlarla FVAÖK sıklıkla pozitifdir.

3.2.4. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi

Bir işletmenin piyasa değeri, işletmenin çıkarılmış sermayesini temsil eden toplam hisse senedi adedi ile piyasa fiyatının çarpılması sonucu bulunur. Özsermayenin defter değeri de, işletme varlıklarının defter değeri ile işletme borçlarının defter değeri

¹²⁷ Marc Clatworthy, **Transnational Equity Analysis**, John Wiley&Sons, England, 2005, s.109.

¹²⁸ Prasanna Chandra, **Fundamentals of Financial Management**, Sixth Edition, New Delhi, McGraw Hill Education, 2014, s.411.

¹²⁹ Jerald E. Pinto ve diğerleri, **a.g.e**, s.321.

arasındaki farktır. Diğer bir ifade ile bir işletmenin defter değeri işletmenin bilançosundaki özkaynaklar hesap grubunun toplam kayıtlı değeridir.¹³⁰

Bu oran, hisse senedinin olması gereken fiyatını saptamaya yönelik bir yöntemdir.¹³¹ Hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının defter değerlerinin kaç katı olduğunu göstermektedir. Oranın 1'in üstünde olması işletmenin hissedarlarına kazandırdığını göstermektedir. Bu oran, işletmelerin Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranının, aynı sektörde bulunan işletmeler için aynı olduğunu varsaymaktadır.

PD/DD oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$PD/DD = \text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri} / \text{Hisse Senedinin Defter Değeri}$$

İşletmelerin işleyen teşebbüs değerini ve gelecekteki nakit akışlarını yansıtmaması bu oranın dezavantajıdır.

3.2.5. Yeniden Yerine Koyma Oranı Yöntemi

James Tobin, değer ölçümünde kullanılan finansal ölçütlere, işletmenin piyasa değeri ile yeniden elde etme maliyetini karşılaştırarak bir alternatif getirmiştir. Bu ölçüt, "Tobin's Q" olarak adlandırılmaktadır.

Tobin's Q modeli, işletmenin piyasa değeri ile varlıklarını yeniden yerine koyma maliyeti arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Tobin's Q, düşük değerlenmiş işletmelerin belirlenmesinde kullanılmaktadır. Bu model, özellikle edinilen işletmenin değerlendirilmesinde kullanılabilir.¹³² Bu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Tobin's Q} = \text{İşletmenin Piyasa Değeri} / \text{Varlıkların Yerine Koyma Değeri}$$

¹³⁰ Barış Sipahi, Serhat Yanık, Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 106.

¹³¹ Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban. **Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim**. Altıncı Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2010, s.125.

¹³² Kamal Ghosh Ray, **a.g.e.**, s. 97.

Bu ölçümdeki mantık oldukça basittir. Getiri sağlamayan ve varlıklarını verimli olarak kullanamayan işletmelerin Tobin's Q oranları 1'den düşük, varlıklarını verimli olarak kullanabilen işletmelerin ise Tobin's Q oranı 1'den büyüktür¹³³.

Literatürde benimsenen bu ölçümün kullanımı, gerekli verilerin toplanmasında karşılaşılan problemler sebebi ile yaygın değildir. Bir varlığın aktif bir piyasasının olmadığı durumlarda, o varlık için yerine koyma maliyetinin doğru olarak belirlenebilmesi oldukça zordur.

3.2.6. Fiyat / Satışlar Oranı Yöntemi

Fiyat/Satışlar (F/S), her bir birimlik satış için piyasanın ne kadar ödemekte istekli olduğunu göstermektedir. Kâr payı dağıtım oranı, beklenen getiri oranı, beklenen büyüme oranı, kâr marjları bu oranı da etkilemektedir. F/S oranı net kâr marjının, kâr payı dağıtım oranının ve büyüme oranının artan bir fonksiyonudur. F/S oranının temel belirleyicisi kâr marjıdır.¹³⁴

Oran, işletmenin cari piyasa fiyatının yıllık hisse başına satış gelirine bölünmesiyle veya toplam piyasa değerinin yıllık satış tutarına bölünmesiyle bulunmaktadır.

Bu oran, iki sebepten dolayı faydalı ve anlamlı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, büyüyen bir işletmenin beklentisi, güçlü ve sürekli bir şekilde satışlarda artıştır. Büyüme satışlardan başlamalıdır. İkinci olarak ise, bilanço ve gelir tablosundaki verilere kıyasla, satışlar diğer verilerden çok daha az manipülasyona tabidir.¹³⁵

F/S oranı, F/K oranına göre daha avantajlıdır. İşletmenin kazancı olmadığı durumlarda, F/K oranının hiçbir anlamı yoktur. F/S oranı ise, işletme zararlı bir şekilde

¹³³ Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. Third Edition, s.537-538.

¹³⁴ H. Kent Baker, Gary E. Powell, **a.g.e.**, s. 152.

¹³⁵ Frank K. Reilly, Keith C. Brown, **Investment Analysis & Portfolio Management**, Tenth Edition, USA, South Western Cengage Learning, 2012, s. 351.

faaliyet gösterse dahi hesaplanabilmektedir. Böylelikle kâr etmeyen işletmelerin de kıyaslanmasına imkân vermektedir.¹³⁶

3.2.7. Piyasa Değeri / Satışlar Oranı Yöntemi

Piyasa Değeri/Satışlar (PD/S) oranı, işletme üzerindeki bütün hak sahiplerini dikkate alarak işletmenin toplam piyasa değerinin işletmenin satışlarına bölünmesiyle bulunmaktadır. İşletmenin toplam değeri özsermayenin piyasa değeri ile borçların piyasa değerinin toplamından oluşmaktadır. Oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{PD/S Oranı} = \frac{[(\text{Sermayenin Piyasa Değeri} + \text{Borçların Piyasa Değeri}) - \text{Nakit}]}{\text{Gelirler}}$$

Bu oran genellikle potansiyel kârlılık artışında, yeni ürün tanıtımında, isim hakkı oluşturulduğunda kullanılmaktadır. Oranın daha çok ileri teknoloji kullanan işletmelerde spekülâtif amaçlı kullanıldığı görülmektedir.¹³⁷ PD/S oranı, kazançların ve faiz ve vergi öncesi kârın, endüstrinin düşüşte olduğu dönemlerde sıklıkla negatif olduğu maden endüstrisinde oldukça faydalıdır. Bu oranın güçlü tarafı, gelirin ölçümünün çok basit olması ve giderlerin etkilendiği gibi farklı muhasebe uygulamalarından etkilenmemesidir.¹³⁸ Gelirin kaydedilmesi bakımından, farklı sektör ve piyasalardaki muhasebe uygulamaları uygulanan muhasebe standartları bakımından benzerlik göstermektedir.

İki temel gelir oranı kullanımda bulunmaktadır. Bunlardan birincisi ve daha popüler olanı, F/S oranı, diğeri ise PD/S oranıdır. PD/S oranı daha sağlıklı bir orandır. Bunun sebebi ise daha tutarlı olmasıdır.¹³⁹ F/S oranı borçla finanse edilen işletmelerde,

¹³⁶ Herbert B. Mayo, **Investments, An Introduction**, Tenth Edition, USA, South Western Cengage Learning, 2011, s. 319.

¹³⁷ Jeffrey C. Hooke, **Security Analysis and Business Valuation of Wall Street**, Second Edition, USA, John Wiley&Sons, 2010, s. 230.

¹³⁸ Ross Geddes, **IPO's and Equity Offerings**, UK, Butterworth Heinemann, 2003, s. 83.

¹³⁹ Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, s.543.

bütün satışların işletmenin hissedarlarına ait olmaması sebebi ile eksiklik taşımaktadır.¹⁴⁰

3.2.8. Kâr Payı Verim Oranı Yöntemi

Kâr payı verim oranı, dönem başında satın alınan bir hisse senedine ödenen paranın ne kadarının yıl içinde kâr payı olarak geri alınabileceğini göstermektedir.¹⁴¹ Bu yöntem kâr dağıtımının hisse senetleri değeri üzerinde etkili olduğunu savunmaktadır. Oran aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Kâr Payı Verimi Oranı} = (\text{Hisse Başı Kâr Payı} / \text{Hisse Başı Piyasa Değeri})$$

Bu yöntemin zayıf yanları, işletme bünyesinde alıkonan kârların hesaba katılmaması ve ayrıca bazı işletmeler için kâr payı ödeme oranlarının düzenli olmamasıdır.

3.2.9. Sektörlere Özgü Oranlar Yöntemi

Sektöre özgü oranlar, değerlendirme yapılan işletmenin faaliyet gösterdiği sektöre göre değişmektedir. Ancak bu oranların iki temel özelliği vardır. Sektöre özgü oranların payında genellikle işletme değeri yer almaktadır. İşletme değeri, borçlar ve özkaynakların toplamından nakit ve satılabilir menkul kıymetlerin çıkarılmasıyla bulunmaktadır. Sektöre özgü oranların paydasında ise işletmeye gelir ve kâr sağlayan faaliyet birimleri yer almaktadır.¹⁴² Bu faaliyet birimleri, işletmenin faaliyet konusuna göre farklılık gösterebilmektedir. Maden sektöründe faaliyet gösteren işletmeler için rezerv miktarı; haberleşme, telekomunikasyon, internet hizmeti sağlayan işletmeler için abone sayısı; enerji sektöründe faaliyet gösteren işletmeler için elektrik üretim kapasitesi; eğitim sektörü için öğrenci sayısı işletme piyasa değerine bölünerek sektöre özgü oran tespit edilebilmektedir.

¹⁴⁰ Jerald E. Pinto ve diğerleri, **a.g.e.**, s. 327.

¹⁴¹ Ayşen Korukoğlu, Serdar Korukoğlu, "Üç Büyüklerin-BJK, FB ve GS Finans Piyasalarındaki Durum Değerlendirmesi", **Ege Akademik Bakış**, Cilt 5, Sayı 1-2, 2005, s.48.

¹⁴² Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 111.

3.3. Gelir Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler

Gelir yaklaşımını temel alan yöntemde yatırımın değeri, gelecekteki faydanın yatırımın riskine göre belirlenen bir oran kullanılarak, bugünkü değere indirgenmesi ile hesaplanmaktadır.

Birleşme ve satınalmalarda, gelir yaklaşımını temel alan yöntemler, aktif ve piyasa temelli yaklaşımları temel alan yöntemlere göre sıklıkla kullanılmaktadır. Bu yöntemde, işletmenin maddi ve maddi olmayan duran varlıkları dikkate alınmaktadır. İşletmenin bu varlıkları olmazsa, elde edeceği getiriye sağlayamayacağı varsayılmaktadır.

Gelir yaklaşımını temel alan yöntemler indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve indirgenmiş kâr payları yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, işletme değeri yöntemi, özsermaye değeri yöntemi olmak üzere iki yöntemden oluşmaktadır. Gelir yaklaşımını temel alan yöntemler aşağıda açıklanmaktadır.

3.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi bir yatırımın, benzer riske sahip başka bir yatırımdan fazla getiri sağlaması durumunda değer yarattığı temeline dayanmaktadır.¹⁴³ İndirgenmiş nakit akımları, sermaye yatırımı analiz yöntemlerinden biridir. Projelerin kârlılığını ve getirisini hesaplamaktadır. Bu yöntem, kullanılan paranın bir maliyeti olduğunu dikkate almaktadır. Bu yöntem ile risk, iskonto oranlarının riske göre düzeltilmesi ile indirgenmiş nakit akımlarının içinde yer almaktadır.

¹⁴³ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.233.

İndirgenmiş nakit akımlarıyla değerlemenin genel formülü aşağıdaki gibidir:¹⁴⁴

$$\text{Değer} = \sum_{t=1}^n \text{FCF}_t / (1+r)^t$$

Bu formülde,

n: Varlığın ömrünü,

FCF_t : t dönemindeki nakit akımını

r : Tahmini nakit akımlarının riskini ifade etmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları ile değerlemeye geçmiş yıllarda gerçekleşen nakit akımları incelenerek başlanmaktadır. Buna göre işletmenin gelecekteki nakit akımları tahmin edilirken, geçmişte nakit akımlarını etkileyen unsurlar dikkate alınmaktadır. İşletmenin iskonto oranı hesaplanmakta, nakit akımlarının tahmin döneminden sonra oluşabilecek devam eden değer hesaplanabilmesi için uygun teknikler belirlenmekte, elde edilen değer şimdiki değere iskonto edilmektedir. Gelecek nakit akımları ve devam eden değer indirgenmiş tutarları toplanarak işletme değerine ulaşılmaktadır.

Günümüzde yaygın olarak kullanılan bir yöntem olan indirgenmiş nakit akımları yönteminin birçok avantajı bulunmaktadır. Bu yöntem işletmenin gelecekteki performansını işletme değerine en iyi yansıtan değerlendirme yöntemidir.¹⁴⁵ Bu yöntem varlıkların nakit yaratabilme gücüne odaklanmaktadır. Bu sebeple yatırımcıya gerçekte elde edeceği değeri göstermekte ve işletme hakkında bilgi vermektedir.¹⁴⁶ İşletme değeri bu yöntem kullanılarak microsoft excell gibi programlarla rahatlıkla hesaplanabilmektedir.¹⁴⁷ Bununla birlikte yöntemin birtakım dezavantajları da bulunmaktadır. Bu yöntemde nakit akımları, gelecekteki nakit akımlarının tahmin

¹⁴⁴ Barış Sipahi, Serhat Yanık, Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s.76.

¹⁴⁵ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.236.

¹⁴⁶ The Institute of Cost and Works Accountants of India, **Business Valuation Method**, India, Repro India Limited, 2010,s.17.

edilebildiği varsayılarak, tahmin yapıldığı dönemde sabitlenmekte ve işletmenin riskini yansıttığı varsayılan bir iskonto oranı ile indirgenmektedir. Fakat bu yöntem nakit akımlarında gelecekte oluşabilecek riskleri göz ardı edebilmekte, oluşabilecek belirsizliklere karşılık veremeyebilmektedir.¹⁴⁸ İşletme değerlemede kullanılan diğer yöntemlere göre daha fazla bilgi ve girdi gerektirmektedir.

Bu yöntemin gelişmekte olan ülkelerde kullanılması halinde iskonto oranına bir miktar daha riskin ilave edilmesi gerekmektedir. Bu risk, yüksek enflasyonun, makroekonomik dalgalanmaların, sermaye kontrollerinin, politika değişikliklerinin, iç savaşların, düzenleyici otorite değişikliklerinin, yetersiz yatırımcı haklarının ve esnek muhasebe uygulamalarının etkisini kapsamalıdır.¹⁴⁹

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile değerlendirme yapmak için iki alternatif vardır. Bunlardan birincisi, yalnızca işletmedeki özsermayeyi değerlemektir. İkinci alternatif ise işletmenin özsermayesi ile birlikte işletmeye borç verenler, işletmenin ihraç etmiş olduğu tahvillerin alıcıları ve imtiyazlı hisse senedi sahipleri gibi işletmenin diğer sahiplerini de kapsayacak şekilde işletmenin tümünü değerlemektir. Özsermayenin değeri, bu özsermayeye özgü beklenen nakit akımlarının, özsermaye maliyetiyle bugünkü değerine indirgenmesi suretiyle hesaplanmaktadır. İşletme değeri ise, işletmenin gelecekte beklediği nakit akımlarının ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugünkü değere indirgenmesiyle elde edilmektedir.¹⁵⁰ İndirgenmiş nakit akımlarına göre işletme değerlemede kullanılan işletme değeri modeli ve özsermaye değeri modeli aşağıda açıklanmıştır.

¹⁴⁷ Mike Bendrey, Roger Hussey, Colston West, **Essentials of Management Accounting in Business**, UK, MPG Books, 2003, s.299.

¹⁴⁸ Johnathan Mun, **Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions**, USA, John Wiley&Sons, 2002, s.59.

¹⁴⁹ Mimi James, Timothy M Koller, **Valuation in Emerging Markets**, http://finance.wharton.upenn.edu/~bodnarg/courses/readings/McK_valuation_in_em.pdf, Erişim: 10.06.2015, s.80.

¹⁵⁰ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 77.

3.3.1.1. İşletme Değeri Modeli (İşletmeye Serbest Nakit Akımları)

İşletmeye serbest nakit akımları yöntemi (FCFF), işletmedeki hissedarlar, alacaklılar, imtiyazlı hissedarlar gibi bütün talep sahiplerinin nakit akımlarının toplamını ifade etmektedir.¹⁵¹ Bu yöntemde varlıkların gelecekte yaratabilecekleri serbest nakit akımları, işletme değerinin tespit edilebilmesi için iskonto edilmektedir. İskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) kullanılmaktadır. Bunun sebebi hesaplanan nakit akımlarının tüm kaynak sahiplerine olan nakit akımları olmasıdır.

FCFF yönteminde kullanılan temel ölçütler aşağıdaki gibidir:¹⁵²

- Satışlardaki büyüme oranı,
- Amortisman öncesi esas faaliyet kâr marjı,
- Vergi oranı,
- Duran varlık yatırımları veya sermaye harcamaları,
- Çalışma sermayesi gereksinimi.

FCFF aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:¹⁵³

$FCFF = FAVÖK (1 - \text{Vergi Oranı}) - (\text{Sermaye Harcaması} - \text{Amortismanlar}) - \Delta \text{ İşletme Sermayesi}$

Sermaye harcamaları, maddi ve maddi olmayan duran varlıkları kapsayan uzun vadeli yatırımlardır. Sermaye harcamaları işletmenin üretim kapasitesinin artması için gereklidir. Sermaye harcamalarındaki artış, işletmenin satışlarında ve kârında artışı

¹⁵¹ Stefano Caselli, Stefano Gatti, **Venture Capital, A Euro System Approach**, New York, Springer Verlag Edition, 2004, s.96.

¹⁵² Corporate Training Group (CTG), **The Investment Banker's Handbook: Accounting, Valuation and Modelling**, UK, Corporate Training Group, 2008, s.130.

¹⁵³ Aswath Damodaran, **The Dark Side of Valuation, Valuing Old Tech, New Tech and New Economy Companies**, USA, Prentice Hall, 2001, s.44.

sağlayabilmektedir. Amortisman giderleri, işletmenin aktifinde kayıtlı duran varlıklarının değerinde meydana gelen azalışları ifade etmektedir. İşletmenin duran varlıkları için amortisman ayırması nakit çıkışı gerektirmeyen bir işlemdir. FCFF hesaplanırken işletme sermayesindeki değişim dikkate alınmaktadır. İşletme sermayesi, işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi açısından gereklidir. İşletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi açısından işletmenin bilançosundaki dönen varlıkların, kısa vadeli yabancı borçlardan yüksek olması beklenmektedir.

FCFF değerinin hesaplanabilmesi için faaliyet ve vergi öncesi kâr dikkate alınmaktadır. Bu kâr üzerinden hesaplanan vergiler ödenmekte, ulaşılan tutardan sermaye harcamaları düşülmekte, amortismanlar eklenmektedir. İşletme sermayesindeki değişim de dikkate alınarak FCFF değerine ulaşılmaktadır.

Bu yöntemde işletmenin değeri serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Aşağıdaki gibi gösterilmektedir.¹⁵⁴

$$\text{İşletme Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \text{FCFF}_t / (1+WACC)^t$$

İşletme değeri modelinde, FCFF değerinin bugünkü değere indirgenmesi yoluyla değerlemenin temel mantığı, önce işletmenin bir bütün olarak değerlemesinin yapılması ve daha sonra bu değerden tüm borç ve yükümlülükler için yapılan nakit çıkışlarının değeri düşülerek özsermayenin değerinin bulunmasına dayanmaktadır. FCFF değeri işletmeye borç verenlere ve özsermaye sahiplerine, başka bir ifadeyle işletmeye sermaye sağlayan tüm taraflara kalan faaliyet gelirini temsil etmektedir.¹⁵⁵

Borçlanmanın yüksek ya da artma eğiliminde olduğu işletmeler için en uygun değerlendirme yöntemi, FCFF yöntemidir. Borç ödemelerinin (ya da yeni borçların) değişkenlik göstermesi nedeniyle, bu tür işletmelerde özsermayeye serbest nakit

¹⁵⁴ Peter Moles, Robert Parrino, David S. Kidwell, **a.g.e.**, s.714.

akımlarının hesaplanması oldukça zordur.¹⁵⁶ Ayrıca bu tür işletmelerde, yüksek borçlanma işletmenin kalkınma stratejilerine kısıtlama getirebilmektedir.¹⁵⁷

3.3.1.2. Özsermaye Değeri Modeli (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları)

Bu yöntemde işletmenin sadece özsermaye payları değerlendirilmektedir. Gelecek dönemlerdeki nakit akımları, özsermayenin riskine göre belirlenen bir oranda iskonto edilmektedir.

Özsermayeye serbest nakit akımları, bir işletmenin tahmin dönemi ve sonrasında hissedarlarına (ortaklarına) dağıtabileceği net nakit akımlarını kaldıraçlı özsermaye maliyetini kullanarak bugüne indirgemektedir. Bu modelin temel dayanağı tahmini finansal tablolar üzerinden oluşacak nakit akımları içinden işletmenin gelecek yıllarda sermayedarlarına dağıtabileceği nakit akımlarını tespit etmektir. İşletme değeri modelinden farklı olarak bu modelde, oluşan nakit akımları, serbest nakit akımlarına ek olarak işletmenin faaliyetinden doğmayan finansal ve diğer olağandışı nakit giriş çıkışlarını kapsamaktadır.¹⁵⁸

İşletmenin özsermayeye serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

Özsermayeye Serbest Nakit Akımı= Net Kâr-Sermaye Harcamaları+ Amortisman + İtfa Payı --Net İşletme Sermayesindeki Değişim + Net Borç İhraçları

Özsermayeye serbest nakit akımlarını hesaplariken işletmenin hissedarlarına sağlayacağı nakdi tahmin etmek için hesaplamaya net kâr ile başlanmaktadır. Net kârdan her türlü sermaye harcamaları çıkarılmaktadır. Bunun sebebi sermaye harcamalarının nakit çıkışı gerektirmesidir. Herhangi bir nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve itfa payı gibi giderler ise tutara eklenmektedir. Sermaye harcamaları ve

¹⁵⁵ Gürel Konuralp, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, İstanbul, Alfa Basım Yayın Dağıtım Ltd. Şti., 2005, s. 203.

¹⁵⁶ Metin Kamil Ercan ve diğerleri, **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi, Özellikli Durumlar**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2008 s.16.

¹⁵⁷ Stefano Caselli, Stefano Gatti, **a.g.e.**, s.97.

¹⁵⁸ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 249.

amortisman arasındaki fark; net sermaye (yatırım) harcamaları olarak adlandırılmaktadır. Net sermaye harcamaları işletmelerin büyümesi için gereklidir. Yüksek büyüme gösteren işletmeler yüksek net sermaye harcamaları yaparken, düşük büyüme gösteren işletmelerin düşük hatta bazen negatif net sermaye harcamaları olabilmektedir.¹⁵⁹

Bu yöntemde yalnızca nakit dışı işletme sermayesi ve işletmenin borcunun değişim düzeyi dikkate alınmaktadır. Borcun anaparasının ödenmesi nakit çıkışı gerektiren bir işlem olmasına karşın borcun anapara ödemesinin finansmanı tekrar borçlanma ile gerçekleşirse bu işlem nakit girişi sağlamaktadır.

Özsermayeye serbest nakit akımları yöntemi, vergi sonrası nakit akımlarını işletmenin hissedarlarının özsermaye maliyeti oranında iskonto etmektedir.¹⁶⁰

İşletmenin değeri beklenen özsermayeye serbest nakit akımlarının bugünkü değeri şeklinde yazılabilmektedir.¹⁶¹

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \text{FCFE}_t / (1+k_e)^t$$

Formülde,

FCFE_t = t yılındaki özsermayeye serbest nakit akımını,

k_e = Özsermaye maliyetini ifade etmektedir.

FCFE ve FCFE modellerinin kullanımı genellikle şu durumlarda daha uygundur:¹⁶²

- Kâr payı ödemelerinde bulunmayan bir işletme ise,

¹⁵⁹ Aswath Damodaran. **Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, s.351.

¹⁶⁰ Donald De Pamphilis, **Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities**, Fifth Edition, USA, Elsevier Inc., 2010, s. 256.

¹⁶¹ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 85.

¹⁶² Jerald E. Pinto ve diğerleri, **a.g.e.**, s. 91.

- Kâr payı dağıtan bir işletme ise, kâr payları FCFE değerini bariz bir şekilde geçiyor ise,
- İşletmenin serbest nakit akımları, analistin uygun göreceği aralıkta işletmenin kârlılığı ile uyumlu ise,
- Yatırımcı kontrollü davranmak istiyor ise daha uygundur.

3.3.2. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi

Uygulamadaki en eski indirgenmiş nakit akımı yöntemlerinden biri, indirgenmiş kâr payları yöntemidir. Yatırımcılar, halka açık işletmelerin hisse senetlerini satın aldıklarında, kâr payı ödemelerinden ve hisse senetlerinin satışında fiyat artışlarından nakit akımı sağlamaktadırlar. Hisse senetlerinin fiyatı, gelecekteki kâr paylarına göre belirlendiğinden, hisse senedinin fiyatı sonsuza kadar elde edilecek kâr paylarının bugünkü değeridir. Modelin mantığı, bugünkü değer kuralına dayanmaktadır. (Bir varlığın değeri gelecekte yaratacağı nakit akımlarının riskine göre belirlenen bir oranla bugünkü değere indirgenmesi ile oluşan değerdir.) Modelin iki temel girdisi bulunmaktadır. Bunlar, beklenen kâr payları ve özsermaye maliyetidir. Beklenen kâr paylarını elde etmek için, kazançlardaki gelecekte beklenen büyüme oranları ve kâr dağıtım oranlarıyla ilgili bazı varsayımlarda bulunmaktadır.¹⁶³ Hisse senedinin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(\text{DPS}_t)}{(1+k_e)^t}$$

$E(\text{DPS}_t)$ = t döneminde hisse başına düşen kâr payını,

k_e = özsermaye maliyetini, ifade etmektedir.

¹⁶³ Aswath Damodaran. "Valuation Approaches and Metrics; A Survey of the Theory and Evidence", **Foundations and Trends in Finance**, Vo:1, No:8, 2005, s. 701.

İndirgenmiş kâr payları yönteminde, bir işletmenin sonsuza kadar yaratması beklenen kâr payı ödemeleri özsermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değerlerine indirgenmekte ve işletmenin özsermaye değeri elde edilmektedir.¹⁶⁴

Gelecekteki büyüme oranına ilişkin indirgenmiş kâr payları yönteminin üç farklı büyüme durumu söz konusudur. Bunlar; sıfır büyüme oranı, sabit büyüme oranı ve değişken büyüme oranı durumudur.

i. Sıfır Büyüme Oranı Modeli: Kâr payı değerlendirme yaklaşımlarından en basiti olan sıfır büyüme modeli, sabit bir durumu ifade etmektedir. Bu modelde kâr payları büyümemekte ve her yıl aynı oranda kalmaktadır. Bu yöntemle göre hisse senedinin değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır¹⁶⁵:

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = D_0 / k_e$$

$$D_0 = \text{Hisse başına beklenen sabit kâr payını (en son ödenen kâr payını)}$$

k_e = Özsermaye maliyetini (hisse senedinden beklenen getiri oranını) ifade etmektedir.

ii. Sabit Büyüme Oranı Modeli: Gordon büyüme modeli olarak da adlandırılan bu modeli Gordon popüler hale getirmiştir. Sonsuz büyüme oranını tahmin ederken unutulmaması gereken iki unsur bulunmaktadır: Bunlardan biri işletmenin kâr paylarının sonsuza kadar büyümesi beklendiğinden, işletmenin faaliyette bulunduğu ekonominin büyüme oranını geçemez. İkincisi ise, işletmenin performansının diğer ölçütlerinin kâr payları ile aynı oranda arttığı varsayılmaktadır. Kâr payları % 4 artarken kazançlarını her yıl % 3 oranında arttıran bir işletmenin, uzun dönemde kâr payları, işletmenin kazançlarını geçecektir. Diğer taraftan uzun dönemde işletmenin kazançları, kâr paylarından daha hızlı büyürse uzun dönemde kâr payı ödeme oranı 0'a yaklaşacak ve sabit olmayacaktır. İşletme eğer sabit, dengeli bir durumda ise bu modeli kâr

¹⁶⁴ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s. 239.

¹⁶⁵ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s. 79.

paylarındaki artış yerine kazançlardaki artışla ikame ettiklerinde aynı sonucu bulacaklardır.¹⁶⁶ Aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = D_1 / (k_e - g)$$

Formülde,

D_1 = Hisse başına beklenen kâr payını (yılsonu ödenmesi beklenen kâr payını)

k_e = Özsermaye maliyetini

g = Sabit büyüme oranını ifade etmektedir.

iii. Sabit Olmayan Büyüme Oranı Modeli

İşletmelerin zamanla değişen büyüme oranlarına sahip olması gerçeğinden yola çıkılarak, sabit olmayan büyüme oranı modeli ortaya çıkmıştır. Geliştirilmiş en basit yöntem, ilk aşamasının sabit büyüme oranından farklı bir büyüme oranına, yani normal dışı büyüme oranına sahip olduğu, ikinci aşamasının ise sabit bir büyüme oranına sahip olduğu iki aşamalı büyüme modelidir. İki aşamalı büyüme modelinde, ilk olarak normal dışı büyümenin olduğu dönemlerdeki kâr paylarının bugünkü değeri bulunmaktadır. Daha sonra normal dışı büyüme dönemi sonundaki hisse senedinin fiyatı belirlenmektedir. Bu sonsuza kadar devam eden sabit büyüme dönemi değeri uygun bir iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgenmektedir. Son olarak bu iki tutar toplanarak hisse senedinin değeri hesaplanmaktadır.¹⁶⁷

Bu yöntem aşağıdaki şekilde ifade edilebilmektedir:

$$\text{Hisse senedinin değeri} = \sum_{t=1}^n D_0 (1+g_s)^t / (1+k_e)^t + [D_n (1+g_c) / (k_e - g) \times 1 / (1+k_e)^n]$$

Formülde;

¹⁶⁶ Aswath Damodaran, **Valuation Approaches and Metrics; A Survey of the Theory and Evidence**, s. 703.

¹⁶⁷ Barış Sipahi, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **a.g.e.**, s.80-81.

D_0 = Hisse başına en son ödenen kâr payını,

g_s = Normal dışı dönemdeki kâr payı büyüme oranını,

g_e = Normal dönemdeki kâr payı büyüme oranını,

k_e = Özsermaye maliyetini (hisse senedinden beklenen getiri oranını),

n = Normal dışı büyüme dönem sayısını,

D_n =Normal dışı büyüme dönemi sonundaki kâr payı ödemesini, ifade etmektedir.

İndirgenmiş kâr payı yönteminin basit olması ve sezgisel mantık içermesi yöntemin avantajlarıdır. Yöntem, serbest nakit akımlarının tahmininden daha az varsayım gerektirmektedir. Serbest nakit akımlarına dayanan yöntemde, sermaye harcamaları, amortismanlar, çalışma sermayesi gibi konularda tahmin yapılması gerekmektedir. Kâr paylarına göre yapılan değerlemeler, nakit akımlarına göre yapılan değerlemelerden daha az değişkendir. Bu yöntem, özsermayeye nakit akımları, kâr paylarını aşan işletmelere asgari bir değer oluşturmaktadır. Nakit akımlarının zor olduğu veya mümkün olmadığı sektörlerde, kâr payları nakit akımlarının tahmin edilmesine yardımcı olmaktadır. Yöntem kâr payı dağıtmayan veya düşük kâr payı dağıtan işletmeler tarafından uygulanabilmektedir. Hisse senedi kâr payı oranı beklenen büyüme oranını yansıtacak şekilde ayarlandığında, kâr payı ödemesi yapmayan işletmeler için bile mâkul bir değer verebilmektedir.

Finansal hizmet veren işletmelerin indirgenmiş kâr payı yöntemini yaygın olarak kullanmaktadırlar. Bunun sebebi, bankaların sermaye harcamalarını ve çalışma sermayesini tahmin etmesinin zor olmasıdır.

3.4. Alternatif İşletme Değerleme Yöntemleri

1990'lı yıllardan itibaren geleneksel değerlendirme yaklaşımlarına ilave olarak alternatif işletme değerlendirme yaklaşımları olarak değerlendirilen "Ekonomik Katma

Değer” ve “Yatırımın Nakit Akım Karlılığı” yöntemleriyle işletme değerinin tespit edilmesi kullanım alanı bulmuştur. Bu yöntemler, temel işletme değerlendirme yöntemlerine alternatif olarak kullanılmaktadır.

3.4.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

EVA, bir işletmenin veya herhangi bir bölümünün yatırılan sermaye çıkarıldıktan sonraki net kârını ifade etmektedir. EVA'nın arkasındaki temel strateji; bir işletmenin değer yaratabilmesi için, yatırımcıların benzer risk seviyesindeki yatırım alternatiflerinden elde ettikleri kazançtan daha yüksek bir sermaye kazancı elde etmesi gerekliliğidir.¹⁶⁸ EVA, işletmenin vergi sonrası net faaliyet kârının, o kârı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değerdir.¹⁶⁹ EVA Stern Stewart & Co. tarafından geliştirilmiştir. İşletmeler için bir performans ölçüsüdür. EVA geleneksel değerlendirme yöntemlerine bir alternatif olarak getirilmiştir. 1990'lı yıllardan sonra yaygın olarak kullanılmaktadır. EVA kavramını ön plana çıkartan unsur, işletme amaçlarından kâr maksimizasyonu yerine işletmenin piyasa değerinin maksimizasyonunun ön plana çıkmasıdır.¹⁷⁰

İşletmeler net kârı hesaplarırlarken ücretler, ilk madde malzeme giderleri, işletme giderleri vb. giderleri işletmenin gelirlerinden düşerlerken, özsermayenin maliyetini dikkate almamaktadırlar. Özsermaye ile finanse edilen sabit varlıklara yapılan yatırımlar için amortisman ayrılmasına karşın, özsermaye için herhangi bir karşılık ayrılması da söz konusu olmamaktadır. Birçok işletme muhasebe anlamında kâr elde etmiş gibi görünse de gerçekte sermaye maliyetini karşılayamayabilmektedir.¹⁷¹ Bu anlamda EVA yönteminde muhasebe kârından ziyade ekonomik kârın ön plana çıktığı görülmektedir. Muhasebe kârı gelirler ile giderler arasındaki fark iken; ekonomik kâr

¹⁶⁸ Metin Saban, Sedat Erdoğan, "Performans Ölçümleme ve Ekonomik Katma Değer", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:84, 2007, s.131.

¹⁶⁹ Rüstem Hacırüstemoğlu, Münir Şakrak, Volkan Demir, "Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı)" **Mali Çözüm Dergisi**, Yıl:2002, Sayı:59, (Nisan, Mayıs, Haziran 2002), s.11.

¹⁷⁰ Yusuf Topal, "Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki, İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek", **Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:13, 2008, s.2.

¹⁷¹ M.Başaran Öztürk, "Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer"" **Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:18, Sayı:3-4, 2004, s.355.

bir işletmenin toplam geliri ile gizli maliyetlerini de içeren toplam maliyetleri arasındaki farktır. EVA'nın diğer performans ölçütlerinden en önemli farkı, ekonomik kâr kavramını kullanarak/hesaplayarak ekonomik kârı en doğru şekilde ölçmeyi amaçlamasıdır¹⁷². Muhasebe kârı hesaplanırken, özkaynaklar üzerinden herhangi bir maliyet hesaplanmamaktadır. Fakat özsermayenin bir maliyeti bulunmaktadır. Yatırımcılar tarafından sağlanan fonlar, başka bir yatırımda da değerlendirilebilirdi. Diğer bir deyişle, yatırımcılar başka bir yatırım yapma fırsatından feragat etmektedirler. Aynı risk seviyesine sahip, başka bir yatırımdan elde edilecek olan getiri, o yatırımın özsermaye maliyetini temsil etmektedir. Bu muhasebe maliyetinden ziyade, fırsat maliyetidir. Bu sebeple sermayenin bir maliyeti olduğunu savunan bu yöntem işletmelere daha doğru sonuçlar sunabilmektedir.

EVA'nın tanımı, hesaplanmasında gerekli olan üç temel girdi üzerinde durmaktadır:¹⁷³

- Yatırımlardan elde edilen getiri,
- Yatırımların sermaye maliyeti,
- Yatırılan sermaye.

EVA'nın dayandığı bazı temel prensipler bulunmaktadır. Bu prensiplere göre; işletme ancak yatırılan sermayenin, fırsat maliyetleri üzerinde bir getiri sağlayabildiği sürece işletmenin kârlıdır ve işletme net bugünkü değeri pozitif olan yatırımlar gerçekleştirildiğinde hissedarlar için değer yaratmış olmaktadır.

EVA aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir:

$$\text{EVA} = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Geliri} - (\text{Sermaye Maliyeti} \times \text{Yatırılan Sermaye})$$

¹⁷² Mehmet Özkan, Arzu Al, "Ekonomik Kâr Kaybı ile Borca Batıklık Bilançosu Arasındaki İlişkilerin Firmaların Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:124, Temmuz-Ağustos 2014, s.23.

¹⁷³ Aswath Damodaran, **Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. s. 870.

Formülden görülebileceği üzere EVA, vergi sonrası faaliyet kârından tüm sermayenin maliyeti düşüldükten sonra kalan artık getiri, katma değer ya da ekonomik kârı ifade etmektedir.

Bu tutarın pozitif olması, işletmelerin kâr elde etmek için yatırım yaptığı varlıkların maliyetinden daha fazla vergi sonrası faaliyet kârı elde ettiğine yani, katma değer yaratmış olduğuna işaret etmektedir. Sonucun negatif olması ise, işletmenin değer yaratmak yerine sermaye tükettiğine ve daha önceki dönemlerde yaratılmış katma değeri kullandığı anlamına gelmektedir. İşletmenin finansal açıdan amacı pozitif ve sürekli olarak yükselen bir EVA değerine sahip olarak işletmenin değerini maksimum kılmak olmaktadır.¹⁷⁴

EVA'nın gösterimi aşağıdaki gibidir.¹⁷⁵

Net Satışlar

Satışların Maliyeti (-)

Faaliyet Giderleri (-)

Faaliyet Kârı (Faiz ve Vergi Öncesi Kâr)

Vergiler (-)

Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı

Sermaye Giderleri (Toplam Sermaye X Sermaye Maliyeti) (-)

Ekonomik Katma Değer

İşletmelerin EVA yönteminden faydalanarak piyasa değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

İşletme (Piyasa) Değeri = Yatırılmış Sermaye+Gelecekte Beklenen EVA'ların Bugünkü Değeri

¹⁷⁴ M.Başaran Öztürk, **a.g.e.**, s.361.

¹⁷⁵ David Young ve Stephen F. O'Byrne, **EVA and Value-Based Management-A Practical Guide to Implementation**, USA, McGraw-Hill, 2000, s.35.

Ortalama sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlamayı başaran işletmelerin piyasa değerlerinin üzerinde prim sağlayabileceği, tersi durumda ise kullanılan sermayenin daha altında bir değer ile satılabileceği söylenebilmektedir. Sonuç olarak EVA değerini yükselten işletmeler piyasa değerini de yükseltebilecektir.¹⁷⁶

EVA, şu şekilde arttırılabilmektedir:¹⁷⁷

- Kazançları etkilemeden yatırılan sermayeyi azaltarak (örneğin, üretime katkısı olmayacak varlıklara yatırım yapmayarak),
- Sermayeyi verimli kullanarak,
- Sermaye maliyetini azaltarak, yönetim sermayeyi azaltarak EVA'yı arttırabilir,
- Sermaye maliyetinden daha düşük olduğundan daha fazla borçlanmada bulunarak,
- Sermaye maliyetinden daha yüksek getiri sağlayacak projelere yatırım yaparak,
- Toplam sermaye maliyetinin minimize edildiği optimal bir sermaye yapısı oluşturmakla mümkün olacaktır¹⁷⁸.

Planlama sürecinde EVA'yı kullanan işletmeler, farklı senaryolarla farklı EVA değerleri hesaplamaktadırlar. İşletmeler, bütün senaryoları ve EVA değerlerini karşılaştırarak hissedarların değerini maksimize edecek EVA değerini uygulamaya koyabilmektedirler.¹⁷⁹ EVA, işletmelerin hissedarın değerini ne kadar arttırdığını gösteren doğru bir ölçüm sağlamaktadır. Bu sebeple yöneticiler EVA üzerine odaklandıklarında, hissedarlarının servetini maksimize edecek şekilde faaliyette bulunabilirler. EVA, işletmenin tümü için hesaplanabileceği gibi, bölüm bazında da

¹⁷⁶ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.35.

¹⁷⁷ Peddina Mohana Rao, **a.g.e.**, s. 316.

¹⁷⁸ Linda M. Lovata, Michael L. Costigan, "Emprical Analysis of Adopters of Economic Value Added", **Management Accounting Research**, Cilt:13, 2002, Sayı:2, 2002, s.41.

¹⁷⁹ John R. Graham, Scot B. Smart, **Introduction to Corporate Finance**, Third Edition, USA, South West Cengage Learning, 2012, s. 464.

hesaplanabilmekte ve bölüm yöneticilerinin başarısını gösterebilmektedir.¹⁸⁰ Bir işletmeyi EVA ile değerlemek geleneksel değerlendirme yöntemlerine oranla daha kapsamlı öngörüler sağlamaktadır. Özellikle tüm çalışanların faaliyet etkinliği ve gelişme seyrine duyarlılıklarını artırması yönüyle, işletmelerin maliyet yönetim sistemlerine olumlu katkı sağlayacaktır.¹⁸¹

3.4.2. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı Yöntemi

Yatırımın nakit akım kârlılığı, (CFROI-Cash Flow Return on Investment) danışmanlık işi yapan HOLT Value Associates tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem reel nakit akımlarına dayanarak hesaplanmaktadır.

CFROI, yatırım projesinin net nakit girişlerini projenin maliyetine eşitleyen iç verim oranıdır. Bir işletme için CFROI dört girdi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bu girdiler, birikmiş amortismanlar ve enflasyon düzeltmeleri varlıkların defter değerlerine eklenerek bulunan mevcut varlıklardaki brüt yatırımlar, vergi sonrası faaliyet kârına amortisman ve itfa payı gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin eklenmesiyle bulunan brüt nakit akımları, sektörden sektöre değişen fakat söz konusu varlıkların kâr elde etme süresini yansıtan varlıkların yararlı ömürleri ve varlıkların yararlı ömürleri sonunda ifade ettikleri beklenen hurda değeridir.¹⁸²

CFROI aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:¹⁸³

$$\text{CFROI} = (\text{Brüt Nakit Akımı} - \text{Ekonomik Amortisman}) / \text{Brüt Yatırım}$$

CFROI yönteminde bir işletmenin yatırımcıları için mevcut nakit akımları ile (vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş) söz konusu yatırımcılar tarafından yapılan brüt nakit akımları karşılaştırılmaktadır. CFROI yönteminin etkin olarak

¹⁸⁰ Brigham, Eugene F. ve Joel F. Houston. **Fundamentals of Financial Management**. Concise Seventh Edition. USA, South Western Cengage Learning, 2012, s.59.

¹⁸¹ Rüstem Hacırüstemoğlu, Münir Şakrak, Volkan Demir, **a.g.m**, s.21.

¹⁸² Aswath Damodaran, **Value Enhancement, EVA, CFROI and Other Tools**, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/valn2ed/ch32.pdf>, Erişim:21.06.2015, s.23.

¹⁸³ Daniela Venanzi, **Financial Performance Measures and Value Creation: the State of the Art**, USA, Springer Publishment, 2012, s.26.

uygulanabilmesi için mali tablolardan enflasyonun etkisinin arındırılması gerekmektedir. Hesaplamalarda enflasyon etkisi arındırılmış nakit akımları belirlenmekte ve bu tutar enflasyon etkisinden arındırılmış yatırım tutarı ile karşılaştırılmaktadır. Brüt nakit akımlarının brüt yatırımlara oranlanarak, amortisman tabi varlıkların ekonomik ömürleri, amortisman tabi olmayan varlıkların ise artık değerleri dikkate alınarak bir iç verim oranı hesaplaması ile baz değer yaratılmaktadır. Bu baz değer yatırım kararlarının verilmesinde referans olarak kullanılmakta ve işletmenin kârlılığı baz değere dayandırılmaktadır.¹⁸⁴

CFROI hesaplamasında kullanılan "ekonomik amortisman" proje ömrünün sonunda varlıkların beklenen yenileme maliyetini karşılayacak yıllık ödenektir. n'in varlığın beklenen ömrü olması durumunda ekonomik amortisman aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:¹⁸⁵

$$\text{Ekonomik Amortisman} = \text{Yenileme Maliyeti } (k_c) / (1+k_c)^n - 1$$

Sermaye maliyeti(k_c) ile CFROI değeri, işletmenin sermaye maliyetinden fazla getiri elde edip etmediğini yani hissedarları için değer yaratıp yaratmadığını belirleyebilmek için, karşılaştırılmaktadır. Bu yöntemde, iskonto oranını belirlemek için diğer değerlendirme yöntemlerinde faydalanılan Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM) kullanılmamakta, işletmenin iskonto oranını belirlemek için piyasa iskonto oranı ve işletmeye özgü risk farkı toplanarak iskonto oranı hesaplanmaktadır.

İstikrarlı büyüyen bir işletme için, CFROI ile işletme değeri arasında bağlantı aşağıdaki gibi kurulabilmektedir:¹⁸⁶

$$\text{İşletme Değeri} = [(CFROI \times GI - DA) \times (1 - t) - (CX - DA) - \Delta WC] / (k_c - g_n)$$

¹⁸⁴ Ali Bayrakdaroğlu ve İlhan Ege, "Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) Yöntemi ile İMKB'de İşlem Gören İşletmelerin Performanslarının Analizi", **Muhan Sosyal İşletmecilik Konferansı, İşletmecilikte Yeni Gelişmeler ve Fırsatlar**, KKTC, 3-6 Eylül 2008, s.68.

¹⁸⁵ Robert A. G. Monks, Alexandra Reed Lajoux, **Corporate Valuation for Portfolio Investment: Analyzing Assets, Earnings, Cash Flow, Stok Price, Governance and Special Situations**, USA, John Wiley&Sons, 2011, s.286.

¹⁸⁶ Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, s.881.

Buradaki;

CFROI : Yatırımın nakit akım kârlılığı,

GI : Brüt yatırım,

DA : Amortisman payı,

CX : Sermaye harcamaları,

ΔWC : İşletme sermayesindeki değişim,

k_c : Sermaye maliyeti,

g_n : İstikrarlı büyüme oranını ifade etmektedir.

Bir işletmenin değeri mevcut varlıklardan elde ettiği CFROI'ya ve bu oranın sermaye maliyetinden daha yüksek gerçekleşmesine bağlıdır. Bu çerçevede, bir işletmenin aşağıdakilerden herhangi birini yaparak değerini arttırması mümkündür:¹⁸⁷

- Belirli bir brüt yatırım tutarında mevcut varlıklarından elde ettiği CFROI'yı arttırmak,
- CFROI'nın reel sermaye maliyetine doğru düşme hızını azaltmak,
- CFROI'nın reel sermaye maliyetine doğru aniden düşme olasılığını azaltmak.

4. BORSA İSTANBUL'DA GERÇEKLEŞEN İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN HİSSE SENEDİ FİYATINA ETKİSİ

Çalışmanın bu bölümünde, BIST 100 Sınai Endeksi'nde işlem gören işletmelerin gerçekleştirdikleri birleşmelerin işletmelerin piyasa değerine etkisi incelenmektedir. Olay çalışması (event study) yönteminden yararlanılarak işletme birleşmesi duyurularının işletmenin hissedarları açısından değer yaratıp yaratmadığı test edilmektedir.

4.1. Literatür Taraması

Araştırmada kullanılan olay çalışması yöntemi, bir olay gerçekleştiğinde piyasanın buna verdiği tepkiyi ölçmek için kullanılan bir yöntemdir. Kamuya açıklanan bilgilerle, ilgili işletmenin hisse senetlerinden aşırı bir getiri sağlanıp sağlanamayacağı olay çalışması yöntemi ile incelenebilmektedir. Olay çalışması yöntemi, herhangi bir işletme ile ilgili belirli bir olayın, o işletmenin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmekte günümüzde yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir¹⁸⁸. Yöntem çeşitli aşamalardan oluşmaktadır: olay penceresi tanımlanmakta (event window), normal ve aşırı (abnormal) getiriler hesaplanmakta, tahmin penceresi belirlenmekte, hipotezler kurularak test edilmektedir. Buradan ampirik sonuçlara ulaşıp bu sonuçlar yorumlanmaktadır.¹⁸⁹ Aşırı getiriler (abnormal return –AG) olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmaktadır. İşletme değerinde yaşanan bu olay kaynaklı değişimlerin aşırı getiri olarak ortaya çıkması beklenmektedir.¹⁹⁰ Olay çalışması yöntemi, piyasa etkinliğinin analizinde, kazanç duyuruları, birleşme ve devralmalar, hisse bölünmeleri

¹⁸⁷ Osman Gürbüz, Yakup Erginçan, *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2004, s.330.

¹⁸⁸ Yusuf Kaderli, Sezgin Demir, *a.g.m.*, s.47.

¹⁸⁹ John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A.Craig MacKinlay, *The Econometrics of Financial Markets*, New Jersey, Princeton University Press, 1997, s.150-152.

¹⁹⁰ Oya Can Mutan, Ayhan Topçu, *a.g.m.*, s.1.

ve endekse dahil edilme ile çıkarılmanın etkisi gibi hisse senedi fiyatlarını etkileyen pek çok spesifik olay için yaygın olarak kullanılmaktadır.¹⁹¹

Olay çalışması yöntemini uygulamadan önce bu konu ile ilgili yapılmış çalışmalardan bahsetmek gerekmektedir.

Olay çalışması yönteminin kullanıldığı ilk yayın 1933 yılında Dolley' e aittir.¹⁹² 1930'lu yılların başlarından 1960'lı yılların sonuna kadar yapılan çalışmalarda olay çalışmalarının karmaşıklık düzeyi artmıştır. 1962 yılında John Ashley tarafından olay çalışması yöntemi kullanılarak araştırmalar yapılmıştır¹⁹³. Ancak, günümüzde kullanılan olay çalışması yöntemini ortaya koyan ve konu ile ilgili yeni ufuklar açan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown tarafından gerçekleştirilmiştir. 1969 yılında ise Fama et al tarafından olay çalışması yöntemi geliştirilmiştir.

Olay çalışması yönteminin literatürde çok sayıda farklı kullanım alanları bulunmaktadır. Bunların bazıları aşağıdaki gibidir:

- **Sermaye Artırımının İşletme Değerine Etkisi:**

Doley tarafından 1933 yılında yayımlanan çalışmada,1921 ve 1931 yılları arasında ABD'de gerçekleşen 95 sermaye artırımının hisse senedi fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Çalışmada 57 hissenin fiyatının arttığı ve 26 hissenin fiyatının düştüğü tespit edilmiştir.¹⁹⁴

- **Bölünme İşleminin İşletme Değerine Etkisi:**

John H. Myers ve Archie Bakay tarafından 1948 yılında yayımlanan çalışmada, 1945-1946 yıllarında New York Borsası'nda işlem gören 70 işletmenin bölünme işlemi

¹⁹¹ Barış Teke, "İMKB 30 Endeks Kompozisyonundaki Değişimin Hisse Senedi Performansına Etkisi", **İMKB Dergisi**, Yıl: 13, Sayı: 51, s.30.

¹⁹² James Clay Dolley, "Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups", **Harvard Business Review**, Vol:11, 1933, ss.316-326.

¹⁹³ John W. Ashley, "Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results", **Journal of Political Economy**, Vol:70(1), 1962, ss. 82- 85.

¹⁹⁴ James Clay Dolley, **a.g.m.**, ss.316-326.

incelenmiştir. Bölünme duyurusu öncesi ve sonrası sekiz haftalık dönem inceleme konusu yapılmıştır. Çalışmada, bölünme duyurusunun kısa dönemde piyasa tarafından olumlu karşılandığı saptanmıştır.¹⁹⁵

Fama et al tarafından 1969 yılında yayımlanan çalışmada 1927-1959 yılları arasında New York Borsası'nda işlem gören işletmelerin gerçekleştirdiği 940 bölünme işlemi incelenmiştir. Fama çalışmasında hisse bölünmesi ile ilgili duyuruların hisse senedi fiyatlarına olan etkisini araştırmıştır. Bu çalışmanın sonucuna göre, hisse senedi piyasası etkindir ve bölünme haberinin duyulmasına etkin bir piyasa hızlı bir şekilde uyum sağlamaktadır.¹⁹⁶

- **Kâr Payı Dağıtımının İşletme Değerine Etkisi:**

C. Austin Barker tarafından 1956¹⁹⁷, 1957¹⁹⁸, 1958¹⁹⁹ yıllarında yayımlanan çalışmalarda nakit olarak kâr payı dağıtımının işletmeleri hisse dağıtımına yönelttiğini gözlemlenmiştir. Bu sebeple Barker her üç çalışmasında da çıkış noktası olarak nakit olarak kâr payı dağıtımını belirlemiştir.

Kaderli ve Başkaya tarafından 2014 yılında yapılan çalışmada işletmelerin dağıtacağı kâr paylarına ilişkin duyuruların, ilgili işletmelerin getiri oranları üzerinde yaratacağı etki incelenmiştir. Çalışmada BIST'da işlem gören ve 2009-2010 yılları arasında istikrarlı olarak nakit kâr payı dağıtan 41 işletme incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda ise, kâr payı dağıtma duyurularının, kısa dönemde aşırı getiri sağladığı ancak zaman ilerledikçe aşırı getirilerde düşüş eğilimi yaşandığı gözlemlenmiştir.²⁰⁰

¹⁹⁵ John H. Myers, Archie J. Bakay, "Influence of Stock Split-Ups on Market Price", **Harvard Business Review**, Vol:26, 1948, ss. 251-255.

¹⁹⁶ Eugene Fama Et Al, "The Adjustment of Stock Prices to New Information", **International Economic Review**, Vol: 10(1), 1969, ss. 1-21.

¹⁹⁷ C.Austin Barker, "Effective Stock Splits", **Harvard Business Review**, Vol:34(1), 1956, ss. 101-106.

¹⁹⁸ C.Austin Barker, "Stock Splits in a Bull Market", **Harvard Business Review**, Vol: 35, 1957, ss.72-79.

¹⁹⁹ C.Austin Barker, "Evaluation of Stock Dividends", **Harvard Business Review**, Vol: 36,1958, ss. 99-114.

²⁰⁰ Yusuf Kaderli, Hatice Başkaya, "Halka Açık Firmalarda Kar Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi, Borsa İstanbul'da Bir Uygulama", **Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:1 Sayı:1, 2014, ss. 49-64.

- **Muhasebe Çıktılarının İşletme Değerine Etkisi:**

Ball ve Brown tarafından 1968 yılında yayımlanan çalışmada, 1957-1965 yılları arasında New York Borsası'nda işlem gören 261 işletme incelenmiştir. Ball ve Brown tarafından muhasebe çıktılarının işletmenin piyasa değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. İşletmenin finansal tablolarında açıklanan kâr rakamı beklentilerin üzerinde gerçekleştiğinde işletmenin hisse senetlerinin değerinin yükseldiği kanıtlanmıştır. Bu değer artışının duyuru tarihinden önce daha yüksek olduğu belirtilmiştir.²⁰¹

- **Halka Arz İşlemlerinin İşletme Değerine Etkisi:**

Kıymaz tarafından 1997 yılında yayımlanan çalışmada, BIST'da işlem görüp 1990-1995 yılları arasında hisse senetleri halka arz edilen 88 işletmenin performansı, halka arz işlemlerinin işletmenin piyasa değerine olan etkisini ölçmek amacıyla, arz tarihinden itibaren üç yıllık bir dönemde incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda arz tarihini takip eden 3 yıllık sürede hisselerin %41,33'lük bir aşırı getiri sağladığı belirtilmiştir. İlk işlem gününde yüksek getiri sağlayan işletmelerin, uzun dönemde daha düşük performans gösterdikleri belirtilmiştir.²⁰²

- **İhracat Bağlantısı Duyurularının İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Kaderli tarafından 2007 yılında yayımlanan çalışmada, gıda sektöründe faaliyet gösteren ve BIST'da işlem gören 3 işletmenin 2005 yılı içerisinde yaptığı ihracat bağlantısı duyurularının ilgili işletmelerin hisse senetlerine olan etkisi duyuru tarihinden 5, 10 ve 20 gün öncesi ve sonrası dönemlerde incelenerek araştırılmıştır. Çalışmanın

²⁰¹ Ray Ball, Philip Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Numbers", **Journal of Accounting Research**, Vol:6(2), 1968, ss.159-178.

²⁰² Halil Kıymaz, "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", **İMKB Dergisi**, Cilt:1, No:3, 1997, ss.47-73.

sonucunda haberin kamuya açıklanmasının hisse senedinin fiyatına etkisinin olumlu olduğu, hisse senetlerinin aşırı getiri sağladığı görülmüştür.²⁰³

- **Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Sakarya tarafından 2011 yılında yayımlanan çalışmada, hisse senetleri BIST'da işlem gören ve 2009 yılında ilk defa yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına alınan 11 işletmenin kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile işletmelerin hisse senetlerinin getirisi arasındaki ilişki duyuru tarihinden 10 gün öncesi ve sonrası dönemlerde incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişki olduğu, olay öncesi ve sonrasında endeks kapsamındaki işletmelerin hisse senetlerinden aşırı getiri elde edilebileceği tespit edilmiştir.²⁰⁴

- **Kurumlar Vergisi Oranındaki Değişikliklerinin İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Kandır ve Yakar tarafından 2012 yılında yayımlanan çalışmada, kurumlar vergisi oranındaki değişikliklerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada bu amaçla 2004 yılında en fazla kurumlar vergisi tahakkuk ettirilen on işletmeden verisine ulaşılabilen beş işletmenin verileri olay gününün beş gün öncesi ve sonrası dönemlerde incelenmiştir. 29.11.2005 tarihinde yapılan kurumlar vergisi indirimi açıklaması olay günü olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonuçları

²⁰³ Yusuf Kaderli, "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36, 2007, ss. 144-154.

²⁰⁴ Şakir Sakarya, "İmkb Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemiyle Analizi", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 7, Sayı 13, 2011, ss. 147-162.

kurumlar vergisi indirimi açıklamasının hisse senedi getirilerinde aşırı getiriye neden olduğunu göstermiştir.²⁰⁵

- **Uluslararası Kotasyonun İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Akarım tarafından 2013 yılında yayımlanan çalışmada, uluslararası kotasyonun getiri üzerindeki etkisi incelenmiştir. BIST'da işlem gören 39 işletme çapraz kotasyon ile farklı ülke borsalarında da işlem görmektedir. Çalışmada 1994-2009 yılları arasında verisine ulaşılabilen 26 işletme incelenmiştir. Bu çalışma sonucunda çapraz kotasyonun işletmelerin piyasa değerini etkilediği ve bu etkinin piyasa değerini artırıcı yönde olduğu belirtilmiştir.²⁰⁶

- **İşletmelerin Gönüllü Açıklamalarının İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Babacan ve Özer tarafından 2013 yılında yayımlanan çalışmada, 2009-2011 yılları arasında hisse senetleri BIST'da işlem gören banka ve diğer finansal kurum dışındaki işletmelerin gönüllü açıklamalarının, hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Araştırmada, işletmenin üst düzey yöneticileri tarafından çeşitli televizyon yayınları, basın toplantıları veya gazete röportajları aracılığı ile yapılan açıklamalar belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, gönüllü açıklamaların hisse senedi getirilerini etkilediği, bu etkinin özellikle sunduğu mal ve hizmetin teknolojik değişim hızı ve dolaşımdaki sermayesi düşük olan işletmelerde ortaya çıktığı belirtilmiştir.²⁰⁷

- **Spor Takımlarının Yaptıkları Karşılaşmalarda Aldıkları Sonuçların İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Parlak ve Bişirici tarafından 2014 yılında yayımlanan çalışmada Galatasaray ve Fenerbahçe spor takımlarının ve rakiplerinin aldıkları sonuçların, işletmelerin hisse

²⁰⁵ Serkan Yılmaz Kandır, Soner Yakar, "Kurumlar Vergisi Oranındaki Değişikliğin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", **Maliye Dergisi**, Sayı:163, 2012, ss. 170-186.

²⁰⁶ Yasemin Deniz Akarım, "Uluslararası Çapraz Kotasyonun Risk ve Getiri Üzerine Etkisi:Türkiye Örneği", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:57, 2013, ss. 137-148.

²⁰⁷ Burak Babacan, Gökhan Özer, "Şirketlerin Gönüllü Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkileri", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:20, Sayı:2, 2013, ss.91-104.

senetlerinin değerine etkisi incelenmiştir. Fenerbahçe ve Galatasaray kulüplerinin hisselerinin, halka arz tarihinden analizin başlangıç tarihi olan Eylül 2007'ye kadar, günlük getirileri olay çalışması yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Kullanılan üç günlük olay çalışması analizi ile ma sonuçlarına ait beklentilerin matan bir gün önce, ma sonuçlarının ise matan bir gün sonra kümülatif aşırı getiri yarattığı belirtilmiştir. Kümülatif aşırı getirilerin rakibin elde ettiği sonuçlara göre farklılık göstermediği saptanmıştır.²⁰⁸

- **Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Sarıgül tarafından 2015 yılında yayımlanan çalışmada, sendikasyon kredisi kullanım duyurularının BIST'da işlem gören bankaların 2006-2013 yılları arasında hisse senedi getirilerine etkisi incelenmiş ve bu duyurulardan yararlanarak aşırı getiriler elde edilip edilemeyeceği araştırılmıştır. Çalışmada 14 bankaya ait toplam 87 sendikasyon kredisi bildirimiminin hisse senedi fiyatları üzerine etkisi analiz edilmiştir. Olayın etkilerinin değerlendirilmesi için aşırı getiri hesaplaması yapılmıştır. Sonuçlar bankaların sendikasyon kredisi alım duyurularının araştırılan dönemde BIST'da anlamlı aşırı getiriye neden olmadığını göstermiştir.²⁰⁹

- **Yatırım Kararı Duyurularının İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Kaderli ve Demir tarafından 2009 yılında yayımlanan çalışmada, 2008 yılı içerisinde yatırım kararı aldıkları kamuya duyurulan borsada işlem gören işletmeler tespit edilmiş, sözkonusu işletmelerin duyurularının duyuru tarihinden itibaren 5 gün önce ve sonraki getirileri incelenmiştir. Çalışma sonucu, yatırım kararı duyurularının

²⁰⁸ Deniz Parlak, Emre Bişirici, "İki Spor Kulübünün Hisse Senedi Getirileri Üzerine Bir İnceleme", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:2, 2014, ss.181-192.

²⁰⁹ Haşmet Sarıgül, "Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Finansal Araştırmalar ve alışmalar Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 12, 2015, ss. 113-129.

ilgili işletmelerin hisse senedi getirilerini olumlu yönde etkilediği ve piyasanın henüz yarı kuvvetli etkin bile olmadığı göstermiştir.²¹⁰

- **Birleşme ve Satınalma Duyurularının İşletmenin Piyasa Değerine Etkisi:**

Mandelker tarafından 1974 yılında yayımlanan çalışmada, 1941-1962 yılları arasında New York Borsası'nda gerçekleşen 241 birleşme işlemi analiz edilmiştir. Çalışmada, edinen işletmelerin hissedarlarının birleşmeden diğer bir yatırımdan elde edecekleri normal getiriyi elde ettikleri, edinilen işletmelerin hissedarlarının ise birleşmeden önceki 7 ay içerisinde aşırı getiri elde ettikleri saptanmıştır.²¹¹

Langetieg tarafından 1978 yılında yayımlanan çalışmada birleşme işlemlerinin işletmelerin piyasa değerine etkisi araştırılmıştır. 1929-1969 yılları arasında New York Borsası'nda gerçekleşen 149 birleşme işlemi duyuru tarihinden 72 ay öncesine kadar incelemiştir. Çalışmada, birleşme işleminden onsekiz ay önce kümülatif aşırı getirilerin yükselişe geçmeye başladığı ve birleşme işleminden sekiz ay kadar önce ise en üst noktaya ulaştığı tespit edilmiştir. Birleşme işlemi öncesinde edinilen işletmenin ortalama aşırı getirileri edinen işletmelerin ortalama aşırı getirilerinden yüksektir. Mandelker ve Langetieg'in yaptığı çalışmalarda edinilen işletmenin ortaklarının birleşmeyi kabul ettiği tarihler olay tarihi olarak kabul edilmiştir.²¹²

Nelson tarafından 1959 yılında yayımlanan çalışmada, 1895-1956 yılları arasında hisse senedi fiyatları ile birleşme duyuruları arasındaki ilişki incelenmiştir. Nelson, Amerikan ekonomisindeki yavaşlamanın birleşmeleri hızlandırdığı görüşünü reddetmiştir. Birleşmeler ile endüstri üretimi arasındaki korelasyon katsayısının (0,259)

²¹⁰ Yusuf Kaderli, Sezgin Demir, "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi, Olay Etüdü Yöntemi", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:91, 2009, ss.45-66.

²¹¹ Gershon Mandelker, "Risk and Return: The Case of Merging Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol: 1, 1974, ss.303-335.

²¹² Terence Langetieg, "An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Mergers", **Journal of Financial Economics**, Vol: 6, 1978, ss. 365-384.

önemsiz olduğunu, buna karşın birleşmeler ile hisse fiyatları arasındaki korelasyon katsayısının (0,613) önemli olduğunu saptamıştır.²¹³

Dennis ve McConnell tarafından 1986 yılında yayımlanan çalışmada, 1962-1980 yılları arasında ABD'de birleşme işleminde bulunan 90 işletme incelenmiş, edinilen ve edinilen işletmelerin imtiyazlı ve adi hisse senetlerinin duyuru tarihine yakın tarihlerde fiyatlarının arttığı saptanmıştır.²¹⁴

Asquith tarafından 1983 yılında yayımlanan çalışmada, 1962-1976 yılları arasında edinilen işletmelerin New York Borsası'nda işlem gördüğü birleşme ve devralmalar incelenmiştir. Örneklem içerisindeki edinilen işletmelerin 211'i birleşme işlemini başarılı olarak gerçekleştirirken, 91'i ise birleşme işlemini sonuçlandıramamıştır. Birleşme işlemini sonuçlandıramayan işletmeler, Wall Street Journal'dan tespit edilmiştir. Araştırmada birleşme işlemini tamamlayabilen edinilen işletmelerin hisse senetlerinin duyuru günü % 6,2 birleşme işlemini tamamlayamayan edinilen işletmelerin hisse senetlerinin ise duyuru gününde % 7 aşırı getiri sağladığı görülmüştür.²¹⁵

Asquith, Bruner ve Mullins tarafından 1987 yılında yayımlanan çalışmada, edinilen ve edinilen işletmelerin New York Borsası'nda 1975-1983 yılları arasında işlem gördüğü 343 tamamlanmış birleşme işlemi incelenmiştir. Sonuçlara göre edinen işletmeler için duyuru tarihi ve duyuru tarihinden bir önceki gün hisse senetlerinde %-0,85 kayıp söz konusudur. Araştırmada işletme birleşmesinde gerçekleşen ödeme şekillerinin hissedar getirisini etkilediği tespit edilmiştir. Edinilen işletmenin hissedarları açısından en yüksek getirinin, işlem için nakit-hisse senedi karışımı ödeme teklifi durumunda, ikinci en yüksek getirinin nakit tekliflerde ortaya çıktığı, hisse senedi

²¹³ Ralph L. Nelson, **Merger Movements in American Industry 1895-1956**, Princeton University Press, USA, 1956, ss.1-175.

²¹⁴ Debra K. Dennis, John J. McConnell, "Corporate Mergers and Security Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol:16, 1986, ss. 143-187.

²¹⁵ Paul Asquith, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol: 11, 1983, ss.51-83.

ile yapılan ödemelerde ise edinilen işletmeler için daha az kümülatif aşırı getirinin söz konusu olduğu belirtilmiştir.²¹⁶

Agrawal, Jaffe ve Mandelker tarafından 1992 yılında yayımlanan çalışmada, hisse senetleri New York Borsası'nda işlem gören işletmelerin 1955-1987 yılları arasında gerçekleştirdiği 937 birleşme ve 227 devralma işlemi sonucunda oluşan aşırı getiriler analiz edilmiştir. İşlemin Wall Street Journal'da yayımlandığı ilk tarih açıklanma tarihi olarak kabul edilmiştir. Söz konusu çalışmada, devralan işletmelerin birleşmeyi izleyen 5 yıllık dönemde hisse senetlerinin %-10,26 değerinin düştüğü belirlenmiştir.²¹⁷

Delong tarafından 2001 yılında yayımlanan çalışmada, ABD'de halka açık işletmelerin 1991-1995 yılları arasında gerçekleştirdiği 56 işletme birleşmesi incelenmiştir. Uzun dönemli sonuçların incelendiği çalışmada, birleşme işlemi duyurusundan 3 yıl içerisinde edinen işletmenin hisse senetlerinin -% 2,2 değer kaybettiği, edinilen işletmenin %14,8 aşırı getiri sağladığı görülmüştür.²¹⁸

Hansen ve Lott tarafından 1996 yılında yapılan çalışmada, ABD'de 1985-1991 yılları arasında özel sektör ve kamu sektöründe gerçekleşen 252 birleşme işlemi incelenmiş, kamu sektöründeki işletmelerin özel sektördeki bir işletme ile birleştiğinde diğer birleşmelere göre duyuru tarihi itibarı ile % 2 daha yüksek aşırı getiri elde ettiği vurgulanmıştır.²¹⁹

Chang tarafından 1998 yılında yayımlanan çalışmada, ABD'de 1981-1992 yılları arasında gerçekleşen 281 birleşme işlemi incelenmiştir. Edinen işletmelerin kısa dönemli getirilerinin nakit ödeme şeklinin uygulandığı durumlarda getirinin 0'a yakın

²¹⁶ Paul Asquith, Robert F. Bruner, David W. Mullins, "Merger Returns and The Form of Financing", **Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices**, Vol:34, 1987, ss. 115-146.

²¹⁷ Anup Agrawal, Jeffrey F. Jaffe, Gershon N. Mandelker, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of An Anomaly", **Journal of Finance**, Vol: 47 (4), 1992, ss.1605-1621.

²¹⁸ Gayle L. Delong, "Stockholder Gains From Focusing Versus Diversifying Bank Mergers", **Journal of Financial Economics**, Vol: 59, 2001, ss. 221-252.

²¹⁹ Robert G. Hansen, John R. Lott, "Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholders Consumers", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 31, 1996, ss.75-95.

olduğu, hisse şeklinde 3demelerin olduğu durumlarda ise hisse senetlerinin % -2,66 değer kaybettiği tespit edilmiştir.²²⁰

Moeller, Schlingemann ve Stulz tarafından 2004 yılında yayımlanan çalışmada, ABD'de 1980-2001 yılları arasında gerçekleşen 12023 işletme birleşmesinin, işletmelerin piyasa değerine etkisi incelenmiştir. Araştırmada olaydan bir g3n 3nce, olay g3n3 ve olaydan bir g3n sonra (-1,+1) olmak 3zere 3 g3nl3k olay penceresi için k3m3latif aşırı getiriler incelenmiştir. Duyuru tarihindeki aşırı getiri toplamda %1,1 iken; edinen işletmenin hissedarları duyuru g3n3nde 25,2 milyon \$ kaymetmiştir. Çalışmanın sonuçlarına g3re k33k 3lekli işletmelerin hissedarlarına b3y3k 3lekli işletmelere g3re %2,24 daha fazla aşırı getiri sağladığı ortaya çıkmıştır.²²¹

Faccio, Mc Connell ve Stolin tarafından 2006 yılında yayımlanan çalışmada, 1996-2001 yılları arasında Avrupa 3lkelerinde gerçekleşen 4429 devralma işlemi, devralmalarda edinen işletmelerin işletme ortaklarına sağladığı getiriler açısından, analiz edilmiştir. 4429 devralma işleminin %62,09'u İngiltere k3kenli işletmeler tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu işlemlerden 735'i halka açık, 1956'sı halka açık olmayan 1738'i ise halka açık işletmelerin halka açık olmayan bağlı ortaklıkları tarafından gerçekleştirilen işlemlerdir. Olay penceresi olarak 5 g3nl3k incelemede bulunulmuştur. Halka açık edinilen işletmelerde istatistiksel olarak anlamlı olmayan - % 0,38 d3zeyinde, halka açık olmayan edinilen işletmelerde ise istatistiksel olarak anlamlı % 1,48 d3zeyinde ortalama aşırı getiri hesaplanmıştır. Edinilen işletmelerin halka açık olduğu durumlarda, hisse senedi ile 3deme yapılması halinde edinen işletme ortaklarınca negatif getiri oluştuğu, nakit veya hisse senedi ile 3deme yapıldığı durumlarda ise pozitif getiri elde edildiği belirtilmiştir.²²²

²²⁰ Saeyoung Chang, "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns", **Journal of Finance**, Vol: 53, 1998, ss.773-784.

²²¹ Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, Rene M. Stulz, "Firm Size and the Gains From Acquisitions", **Journal of Financial Economics**, Vol: 73, 2004, ss. 201-228.

²²² Mara Faccio, John J. McConnell, David Stolin, "Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 41(1), 2006, ss. 197-220.

Mulherin ve Boone tarafından 2000 yılında yayımlanan çalışmada, 1990-1999 yılları arasında ABD'de birleşme ve devralma faaliyetinde bulunan 59 farklı sektörden 1305 işletme incelenmiş, birleşme ve devralmaların duyuru tarihine yakın zamanlarda değer yarattığı belirtilmiştir. İncelenen 1305 işletmenin 1989 yılındaki değeri 2,5 trilyon \$'dır. Çalışmada 3 günlük olay penceresinde, edinen ve edinilen işletmelerin hisse senetlerinde devralmalarda toplam olarak % 3,5 düzeyinde, elden çıkarmalarda ise % 3 düzeyinde pozitif aşırı getirinin olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmada ayrıca işlem büyüklüğü ile getiri oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.²²³

Meggison, Morgan ve Lain tarafından 2004 yılında yayımlanan çalışmada, işletme birleşmelerinde esas faaliyet konusuna odaklanılması ile birleşme sonrası uzun dönemli hisse senedi performansı arasındaki ilişki üzerinde durulmuştur. Çalışma kapsamında 1977-1996 yılları arasında ABD'de yapılan 204 stratejik birleşme incelenmiştir. Çalışmada, esas faaliyet konusuna odaklanmayı arttıran işletmelerde uzun dönemli hisse senedi performansında artış gözlenmiştir. Esas faaliyetlerine odaklanmayı azaltan işletmelerde birleşmeyi izleyen 3 yıllık dönem sonunda hissedarların %18 işletmenin de % 9 değer kaybına uğradığı belirtilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, işletme faaliyetlerine odaklanmada meydana gelen %10'luk bir azalış hissedarın refahını %9, işletmenin piyasa değerini %4 azaltmaktadır.²²⁴

Çukur ve Eryiğit tarafından 2006 yılında yayımlanan çalışmada, Türkiye'de 2004-2005 yılları arasında bankacılık sektöründe meydana gelen beş birleşme işlemi incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda duyuru günü ve sonrasındaki on gün boyunca yatırımcıların istatistiksel anlamlılığı yüksek pozitif aşırı getiri sağladığı tespit edilmiştir.²²⁵

²²³ Harold Mulherin, Audra L. Boone, "Comparing Acquisitions and Divestitures", **Journal of Corporate Finance**, Vol: 6, 2000, ss. 117-139.

²²⁴ William L. Megginson, Angela Morgan, Lance Nail, "The Determinants of Positive Long-term Performance in Strategic Mergers: Corporate Focus and Cash", **Journal of Banking and Finance**, Vol: 28(3), 2004, ss.523-552.

²²⁵ Sadık Çukur, Resul Eryiğit, "Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 243, 2006, ss.96-107.

Genç ve Coşkun tarafından 2013 yılında yayımlanan çalışmada, 2001-2011 yılları arasında BIST’da işlem gören 214 işletmenin gerçekleştirdiği birleşme işleminin işletmelerin piyasa değerine etkisi incelenmiştir. Araştırmanın sonucunda birleşme işleminin kamuoyuna duyurulmasından önce, edinilen işletme hissedarlarının, pozitif aşırı getiri sağladığı, edinen işletmelerin hissedarlarının ise edinilen işletme hissedarlarına oranla daha az getiri sağladığı görülmüştür.²²⁶

Çakır ve Gülcan tarafından 2012 yılında yayımlanan çalışmada, 2005-2009 yılları arasında birleşme ve devralma faaliyetine konu olmuş, finans sektörü dışında kalan 81 işlem analiz edilmiştir. Bu çalışmada kamuya yapılan duyurulardan yararlanılarak aşırı getiri elde edilebileceği tespit edilmiştir.²²⁷

Yörük ve Ban tarafından 2006 yılında yayımlanan çalışmada, 1997-2004 yılları arasında gıda sektöründe bulunan birleşme ve devralma faaliyetinde bulunan 8 işletmenin verileri incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre borsada işlem gören işletmelerin hisse senetlerine, birleşme öncesi yatırım yaparak uzun vadede normalin üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği, ancak birleşmeden beş gün öncesi ve sonrası yatırım yaparak normalin üzerinde bir getiri elde edilebileceği görülmüştür.²²⁸

Çıtak ve Yıldız tarafından 2007 yılında yayımlanan çalışmada, 1997-2005 yılları arasında borsada işlem gören birleşme ve satınalma faaliyetinde bulunan 40 işletme incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda edinen işletmenin hisse senedi sahiplerinin satın alma sonrası 1 ay içinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif getiri elde edebildikleri ancak bu etkinin daha uzun dönemlerde devam etmediği belirtilmiştir.²²⁹

²²⁶ Ayşe Genç, Ender Coşkun, "Birleşme ve Satın Alma Duyurularında Anormal Getiri: Satın Alan Şirket ve Hedef Şirket Açısından Bir İnceleme", **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:17, Sayı:3, 2013, ss. 359-376.

²²⁷ Hafize Meder Çakır, Zehra Gülcan. "Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Mali Çözüm**, Sayı:113, 2012, ss.79-108.

²²⁸ Nevin Yörük, Ünsal Ban, "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:30, Nisan 2006, ss.88-101.

²²⁹ Levent Çıtak, Fatma Kaplan Yıldız, "Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri

Uludağ, Gülbudak tarafından 2012 yılında yayımlanan çalışmada, 1997-2006 yılları arasında borsada işlem gören 37 finansal olmayan işletmenin hisse senedi getirileri incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, birleşme öncesi kısa dönemli hisse senedi getirileri, birleşme sonrası kısa dönemli hisse senedi getirilerinden daha yüksektir. Hem kısa dönemde hem de uzun dönemde, birleşen işletmelerin hisse senedi getirilerinin birleşmemiş işletmelerin hisse senedi getirilerinden daha yüksek olduğu saptanmıştır.²³⁰

4.2. Araştırmanın Kapsamı

Araştırma kapsamında 01.01.2009 ve 30.06.2014 tarihleri arasında birleşme duyurusunda bulunan işletmeler incelenmiştir. İncelenen birleşme duyurularında, edinen taraflar BIST 100 Sınai Endeks'inde işlem görmektedir. BIST 100 Sınai Endeksi'nde yer alan alt sektörler gıda içecek, kimya petrol plastik, madencilik, metal ana, metal eşya makine, taş toprak, tekstil deri ve orman kağıt basım sektörleridir. Orman kağıt basım sektöründe yeterli veri bulunmadığından dahil edilmemiştir. Analize dahil edilen işletmeler için hesaplanan istatistikler alt sektörler bazında karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

4.3. Veri Setinin Oluşturulması

Araştırmaya konu olan işlemlerin belirlenmesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu resmi sitesinden (www.kap.gov.tr) faydalanılmıştır. Araştırma kapsamında 01.01.2009 ve 30.06.2014 tarihleri arasında BIST 100 Sınai endeksinde yer alan birleşme duyurusunda bulunan 27 işletmeye ait 55 birleşme işlemi tespit edilmiştir. Bunlardan 2 işletmenin verileri yeterli olmadığından 25 işletmeye ait 53 birleşme işlemi incelenmiştir. (Ek-1) İncelenen işletmelerin hepsi edinen işletme konumundadır.

Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:22, Sayı:2, Yıl:2007, ss.273-295.

²³⁰ Berna Kırkulak Uludağ, Özlem Demirkaplan Gülbudak, "Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama", **İMKB Dergisi**, Sayı: 47, 2012, ss. 19-46.

Bu anlamda BIST 100 Sınai Endeksi'nde incelenen sektörlerin işletme ve işlem sayısına göre dağılımı aşağıdaki şekildedir:

Tablo 3 İncelenen Sektörler

	İşletme Sayısı	İşlem Sayısı
Gıda İçecek	3	9
Kimya Petrol Plastik	8	14
Madencilik	2	6
Metal Ana	1	1
Metal Eşya Makine	6	11
Taş Toprak	4	8
Tekstil Deri	1	4
	25	53

Araştırma kapsamındaki günlük kapanış değerleri, BIST'den temin edilmiştir. Analiz sonuçları ve grafikler SPSS paket programından elde edilmiştir. Kısa dönemli etkileri saptayabilmek için duyuru tarihi öncesi ve sonrası 5, 15, 30 günlük değerler incelemeye tabi tutulmuştur.

4.4. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmada, işletme birleşme duyurularının birleşme işleminde bulunan işletmelerde hisse senedi fiyatlarına etkisi, olay çalışması yöntemi kullanılarak, BIST 100 endeks getirileri ile hisse senedi getirileri karşılaştırılarak test edilmeye çalışılmaktadır.

Çalışmada beklenen getiri hesaplamasında piyasa yöntemi ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılmıştır. Ortalama aşırı getiri, kümülatif aşırı getiri, refah düzeyi, ortalama aşırı getiri standart sapması, aşırı getiri güven limitleri ile ilgili istatistikler incelenmiştir.

4.4.1. Duyuru Günü ve Olay Penceresinin Tespiti

İncelenen olayın olduğu an olay zamanı (0 zamanı) olarak belirlenmekte ve genel bir olay çalışması zaman çizelgesinde “tahmin penceresi”, “olay penceresi” ve “olay sonrası pencere” olarak üç dönem tanımlanmaktadır. (t_0-t_1) zaman dilimi olarak belirlenen tahmin penceresi, henüz olayın etkisinin görülmediği bir zaman dilimidir ve olay penceresinde kullanılacak parametrelerin tahmini bu dönemin verileriyle gerçekleştirilmektedir. Bu parametreler aracılığıyla, incelenecek her bir menkul kıymet için normal getiri tahmini yapılmaktadır. Olay penceresi olarak adlandırılan (t_1-t_2) dönemi için gerçekleşen getirilerden normal getiriler çıkarılarak aşırı getiriler ve kümülatif aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Bazı çalışmalarda kontrol amaçlı olarak, (t_2-t_3) zaman dilimi olarak belirlenen olay sonrası pencere kullanılmaktadır.²³¹

Olay penceresi genişledikçe, birleşen işletmelerin getirileri önemli ölçüde bozulmaktadır.²³² Olay penceresi çok kısa tutulduğunda, yatırımcılar henüz olay hakkında bilgi sahibi olmayabilmektedirler. Olay penceresi çok uzun tutulduğunda ise, çalışmanın güvenilirliği etkilenebilmektedir. Olay gününün bir gün öncesi ve bir gün sonrasının incelenmesi yeterli olmaktadır. Fakat, olay öncesinde bilgi sızması söz konusu ise, $(-5,0)$ veya $(-10, 0)$ tarihlerine dönülmesi gerekmektedir. Olay penceresi duyuru tarihinden bir gün sonrası olarak seçildiğinde, sonuçlar diğer olayların etkisinden arındırılmaktadır.²³³

Bununla birlikte olay penceresinin ne kadarlık bir süre için inceleneceği hususunda kesin kurallar bulunmamakta, araştırmacının öngörülerine göre saptanmaktadır.

Çalışmada olay tarihi olarak birleşme işlemlerinin kamuya duyurulduğu tarih yani duyuru günü esas alınmıştır. Birleşme işlemi gerçekleştiren her işletme için

²³¹ İsmail Mazgıt, "Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Kâr payı 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", **Hacettepe Üniversitesi Dergisi, Sosyo Ekonomi Dergisi**, Sayı:2, 2013, s.233.

²³² Qi Lu, "Do Stock Mergers Create Value for Acquires", **A Dissertation Thesis, Doctor of Philosophy**, Illinois, Field of Finance, Northwestern University, 2008, s.16.

değerlendirmeler gerçek endeks değerine göre ve endekse göre beklenen getiri değerine göre ayrı ayrı incelenmiştir. Kısa dönemli sonuçların incelendiği çalışmada, olay penceresi olarak duyuru tarihi öncesi ve sonrası 5-15-30 günlük dönemler incelenmiştir.

4.4.2. Getirilerin Hesaplanması

Getiri hesaplamalarında günlük getirilerin, bileşik endeks getirisinin, aşırı getirilerin, ortalama aşırı getirilerin ve kümülatif ortalama aşırı getirilerin hesaplanması üzerinde durulmuştur.

4.4.2.1. Günlük Getirilerin Hesaplanması

BIST'da işlem gören işletmelerin günlük kapanış fiyatlarından yararlanılarak günlük verimleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$R_{i,t} = (P_{i,t+1} - P_{i,t}) / P_{i,t} \quad (1)$$

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

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

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

4.4.2.2. Bileşik Endeks Getirisinin Hesaplanması

Endeks bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinde meydana gelen değişimi ölçmeye yarayan bir göstergedir. Hisse senedi piyasasında kullanılan fiyat endeksleri de endeks kapsamındaki hisse senetlerinin fiyatları baz alınarak piyasa performansı hakkında genel bir bilgi veren göstergelerdir. Sermaye piyasalarında hisse senedi fiyat endekslerinden pazardaki değişim ile ekonomik göstergelerdeki değişimler arasındaki

²³³ Ekkehart Boehmer, John Paul Broussard, Juha-Pekka Kallunki, **a.g.e.**, s.44.

karşılaştırmalarda, yatırımcıların portföy getirileri ile piyasanın genel performansının karşılaştırılmasında geniş ölçüde yararlanılmaktadır.²³⁴

Hisse senedi günlük verimleri hesaplandıktan sonra, piyasa endeks getirileri de hesaplanmaktadır. Aşağıdaki formül kullanılarak bileşik endeks getirisi gün bazında gösterilmektedir:

$$R_{m,t} = [(P_{m,t+1} - P_{m,t}) / P_{m,t}] \times 100 \quad (2)$$

$R_{m,t}$ = t günü bileşik endeks günlük verimi,

$P_{m,t+1}$ = t+1 günü bileşik endeks kapanış değeri,

$P_{m,t}$ = t günü bileşik endeks kapanış değeri.

4.4.2.3. Beklenen Getirilerin Hesaplanması

Beklenen getiri herhangi bir varlıktan risk altında belli bir dönem sonra elde edilecek getiri veya getirilerin elde edilme olasılıklarıyla ağırlıklandırılmış toplamı olarak ifade edilebilmektedir.

Beklenen getirinin hesaplanabilmesi için kullanılan istatistikî modeller, piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi, piyasa yöntemi ve ortalama düzeltilmiş getiri yöntemidir.²³⁵ Çalışmada beklenen getirilerin hesaplanmasında piyasaya göre düzeltilmiş getiri ve piyasa yöntemleri kullanılmıştır.

a) Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi

Bu yöntem, olay anındaki beklenen piyasa getirisinin tüm hisse senedi getirileriyle arasındaki ilişkinin aynı olduğu temel varsayımına dayanmaktadır. Çalışmalarda, piyasa yöntemine oranla olayın etkili olduğu dönemde daha iyi sonuçlar

²³⁴ Mesut Albeni, Yusuf Demir, "Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)", **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Bahar 2005, Sayı:14, s.11.

²³⁵ Hafize Meder Çakır, Zehra Gülcan, **a.g.m.**, s.79.

veren ve hesaplanması da oldukça kolay olan piyasaya göre düzeltilmiş getiriler yönteminin kullanılmasına karar verilmiştir.

$$\hat{R}_{it} = R_{mt} \quad (3)$$

Olay çalışması yönteminin çıkış noktasını oluşturan aşırı getiriler (AG), hisse senedinin piyasadaki fiyat hareketleri dışında oluşan getirisi olup, hisse senedinin ham getirisinden o dönem için elde edilen piyasa getirisinin çıkarılmasıyla elde edilmiştir. Piyasaya göre düzeltilmiş getiriler (AR_{it}) aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.²³⁶

$$AG_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (4)$$

Burada,

R_{it} = Hisse senedinin "t" günündeki getirisi,

R_{mt} = BIST 100 Endeksi'nin aynı gündeki getirisini ifade etmektedir.

b) Piyasa Yöntemi

Bu yöntemde beklenen getirilerin hesaplanabilmesi için regresyon kurulmaktadır. Regresyon sonucunda elde edilen alfa ve beta değerleri kullanılarak beklenen getiriler elde edilmektedir.

Alfa, fonun gerçekleşen getirisi ile finansal varlık piyasa doğrusuna göre teorik olarak olması gereken getiri arasındaki farkı temsil etmektedir. Jensen yaklaşımında, performansı değerlendirilecek olan portföyün getirisi ile aynı sistematik riske sahip bir gösterge portföyün getirisi karşılaştırılmaktadır. Aradaki farka "alfa" adı verilmektedir. Portföyün alfasının pozitif olması durumunda portföyün gösterge portföye göre daha

²³⁶ Fikret Otlu, Sibel Ölmez, "Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB' de Bir Uygulama", *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, Cilt:2, Sayı:2, 2011, s.25.

başarılı olduğu, alfanın negatif olması halinde ise portföyün gösterge portföye göre başarısız olduğu kabul edilmektedir.²³⁷

Alfa katsayısı ($\tilde{\alpha}$) aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\tilde{\alpha} = R_p - [R_f + (R_m - R_f) \beta] \quad (5)$$

R_p = Portföyün getirisi,

R_m = Piyasa getirisi,

R_f = Risksiz getiri oranı,

β = Beta katsayısını temsil etmektedir.

Bir hisse senedinin riski; getirisinin, makroekonomik olaylardan ne ölçüde etkilendiğine bağlı olup, bu getirinin piyasa portföy getirisindeki dalgalanmalara duyarlılığı ile ölçülebilmektedir. Bu duyarlılık hisse senedinin beta katsayısı olarak ifade edilmektedir. Beta katsayısını tahmin etmek için, bir hisse senedine ait geçmişte gözlemlenen getiri değerleriyle piyasa endeksindeki getiri değerleri arasında bir regresyon modelinin kurulması gerekmektedir.²³⁸

Beta katsayısı, hisse senedinin piyasa ile birlikte hareket etme eğilimini yansıtmakta olup, piyasa portföyünün betası 1'dir.²³⁹ Beta katsayısı 1'den büyük olduğunda, söz konusu menkul kıymetin getirisi, piyasa portföyü getirisinden daha yüksek oranda artış veya azalış göstermektedir. Bir menkul kıymetin beta katsayısının 1'den küçük olması durumunda ise, bu menkul kıymetin sistematik riski düşüktür ve menkul kıymetin getirisi, piyasadaki gelişmelere karşı fazla duyarlı değildir. Bu

²³⁷ Fazıl Gökgez, Mehmet Ogan Günel, "Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi", **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:3, 2012, s.10.

²³⁸ Hakan Yılmaz, Murat Büyükyazıcı, "Dinamik Finansal Analiz; Hayat Dışı Sigorta Şirketi için Sayısal Örnek", **İstatistikçiler Dergisi**, Sayı:3, 2010, s.73.

²³⁹ Metin Kamil Ercan ve diğerleri, **Firma Değerlemesi: Banka Uygulaması**, İstanbul, Literatür Yayınevi, 2006, s.19-20.

durumda bu menkul kıymetlerin getirisi, piyasa portföyü getirisinden daha düşük oranda artış veya azalış göstermektedir.²⁴⁰

Bir menkul kıymetin sistematik riski beta (β) aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.²⁴¹

$$\beta_i = \text{Cov}(r_i, r_m) / (\sigma_m)^2 = \sigma_{i,m} / (\sigma_m)^2 \quad (6)$$

$\sigma_{i,m}$ = i finansal varlığının pazar portföyü ile olan kovaryansıdır.

$(\sigma_m)^2$ = Pazar portföyünün varyansıdır ve sadece sistematik riski ifade etmektedir.

Menkul kıymet getirilerini modellemede kullanılan piyasa yöntemi, menkul kıymet getirisinin bağımlı değişken, piyasa getirisinin bağımsız değişken olduğu basit, doğrusal bir regresyon modelidir. Piyasa modelinde, regresyon katsayısı sistematik riskin göstergesidir ve doğru tahmin edilmesi yatırımcılar için önemlidir.²⁴² Piyasa modeli (7) nolu denklemde ifade edildiği gibidir:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

$R_{i,t}$ = i hissesinin t günü için getirisi,

$R_{m,t}$ = t döneminde piyasadaki tüm senetlerin getirisi (piyasa endeksi),

$\epsilon_{i,t}$ = t günü i hisse senedinin hata terimi,

$E(\epsilon_{i,t}) = 0$ ve $\text{Var}(\epsilon_{i,t}) = \alpha^2 \epsilon_{i,t}$

α_i ve β_i katsayılarıdır.

²⁴⁰ Michael C., Ehrhardt, "The Search For Value : Measuring The Company's Cost of Capital", Massachusetts, Harvard Business School Press, 1994, s.52.

²⁴¹ Kerem Şenel ve Serhat Yanık, "Finansal Yönetim: Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi", İstanbul, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Eğitim Notları, 2005, s.79.

²⁴² Filiz Kardiyen, Esra Akdeniz, Esra Yiğit, "Olabilirlik Oranı Yöntemine Dayalı, Yapısal Homojen Olmayan Varyans Testlerinin Piyasa Modeli İçin Karşılaştırılması", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:26, Sayı:2, Yıl:2011, s.143.

Piyasa yönteminde, beklenen getiri belirlenen tahmin penceresi içerisinde bir regresyon modeli kurularak tahmin edilmektedir. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde ise, beklenen getiri, o güne ait piyasa endeksi getirisi olarak belirlenmektedir. Olay penceresi içindeki her bir gün için gerçekleşen ve beklenen getiriler hesaplandıktan sonra, aşırı getiriler hesaplanmaktadır. Olay penceresi içerisinde her bir hisse senedinin aşırı getirisi hisse senedinin endeks getirisi üzerinde sağladığı getiridir. Kümülatif ortalama aşırı getirilerin hesaplanması için ortalama aşırı getirilerin toplamıdır.

4.4.2.4. Aşırı Getirilerin Hesaplanması

Hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi ile piyasa endeksinin getirisi arasındaki fark olan aşırı getiri aşağıdaki formülde gösterildiği üzere hesaplanmaktadır:

$$AG_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (8)$$

$AG_{i,t}$ = i işletmesinin t zamandaki aşırı getirisi,

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi,

$R_{m,t}$ = t dönemindeki piyasa endeksi getirisi.

a) Ortalama Aşırı Getirilerin Hesaplanması

Bir portföydeki n hisse senedinin t ayındaki getirilerinin aritmetik ortalamasıdır. Ortalama aşırı getiriler aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$OAG_t = 1/n \sum_{i=1}^n AG_{i,t} \quad (9)$$

OAG_t = ortalama aşırı getiri,

n = Analize dahil edilen işletme sayısı,

$AG_{i,t}$ = i işletmesinin t zamandaki aşırı getirisi.

b) Kümülatif Ortalama Aşırı Getirilerin Hesaplanması

Kümülatif ortalama aşırı getiriler, birleşme duyuruları öncesi ve sonrası hisse senedi performansını incelemek amacı ile kullanılmaktadır. Ortalama aşırı getiriler olay penceresi dönemi içinde toplanarak kümülatif ortalama aşırı getiriler hesaplanmaktadır.

q ayından s ayına kadarki kümülatif ortalama aşırı getiriler aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır:

$$KOAG_{q,s} = \sum_{t=q}^s OAG_t \quad (10)$$

OAG_t = ortalama aşırı getiri,

KOAG = kümülatif ortalama aşırı getiri.

4.4.2.5. Göreceli Refah Göstergesinin Hesaplanması

Hisse senedini birleşme öncesi elinde bulunduran yatırımcının göreceli refah göstergesi (GR), sonucun 1' den büyük olduğu durumlarda hisse senedi portföyünün endeksten fazla getiri sağladığını, 1'den küçük olduğu durumlarda ise portföy getirisinin endeks getirisinin altında kaldığını göstermektedir.²⁴³

$$GR_{it} = \left(1 + \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{i,t} \right) / \left(1 + \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{m,t} \right) \quad (11)$$

Bu formül hisse senedini birleşme öncesi elinde bulunduran yatırımcının, hisse senedini elinde bulundurduğu dönemdeki getirisini belirtmektedir.

²⁴³ Nevin Yörük, Ünsal Ban, **a.g.m.**, s.97.

4.4.3. Araştırma Yönteminin Anlamlılığı

Anlamlılık testi, t test normal dağılım ile yapılacaktır.

$$t = OAG_t / \hat{S} (OAG) \quad (12)$$

OAG_t = ortalama aşırı getiri,

$\hat{S} (OAG)$ = tahmini standart sapma,

$$t = KOAG / [\sqrt{T} \times \hat{S} (AG)] \quad (13)$$

KOAG = kümülatif ortalama aşırı getiri,

t = olay penceresindeki gün sayısıdır.

(12) nolu denklem, ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını test etmede, (13) nolu denklem ise kümülatif ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını belirlemede kullanılmaktadır.

4.4.4. Araştırmanın Hipotezi

Çalışmada araştırılan H_0 hipotezi $H_0: OAG_t = 0$ şeklindedir. İşletmelerin yatırım yapacaklarına ilişkin duyuruların, ilgili işletmelerin hisse senedi getirisine etkisi olmadığını göstermektedir.

Alternatif hipotez olan H_1 hipotezi ise $H_1: OAG_t \neq 0$ şeklindedir. İşletmelerin yatırım yapacaklarına ilişkin duyuruların, ilgili işletmelerin hisse senedi getirisine etkisi olduğunu göstermektedir.

4.5. Bulgular

BIST 100 Sınai Endeks'indeki birleşme işlemleri, piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi ve piyasa yöntemine göre analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar alt bölümlerde; 5-15-30 günlük dönemlere göre işletme bazında ve sektörlerle göre incelenmiş, günlük olarak değerlendirilmiş ve dönemsel olarak karşılaştırılmıştır.

4.5.1. Sektörel Değerlendirme

Çalışmada elde edilen bulgular BIST 100 Sınai Endeks'inde yer alan gıda içecek, kimya petrol plastik, madencilik, metal ana, metal eşya makine, taş toprak, tekstil deri sektörlerine göre değerlendirilmiştir.

4.5.1.1. Gıda İçecek Sektörü

Gıda içecek alt sektöründe birleşme işlemi gerçekleştiren işletmeler Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ, Coca Cola İçecek AŞ, Ülker Bisküvi Sanayi AŞ'dir.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ 2009 yılında iki, 2010 yılında bir olmak üzere toplam üç birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda her bir birleşme duyurusundan önceki ve sonraki döneme ilişkin ortalama aşırı getiri (Ort. Ag), kümülatif aşırı getiri (Küm. Ag), göreceli refah göstergesi (Gr), standart sapma (St. Sapma), %95 güven aralığı (G.Ar) değerleri tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4 Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
07.01.2009	1,865	9,325	1,018	3,970	4,929	0,828	4,140	1,008	1,750	2,172
26.08.2009	-1,539	-7,696	0,985	2,207	2,741	0,275	1,374	1,003	2,552	3,169
13.10.2010	-1,174	-5,871	0,988	1,709	2,123	-0,033	-0,164	1,000	0,726	0,902
	(t-15)					(t+15)				
07.01.2009	-0,157	-2,351	0,998	3,450	1,911	1,028	15,425	1,010	3,358	1,860
26.08.2009	-0,094	-1,407	0,999	2,372	1,314	-0,521	-7,818	0,995	2,651	1,468
13.10.2010	-0,690	-10,346	0,993	1,904	1,054	-0,119	-1,787	0,999	1,986	1,100
	(t-30)					(t+30)				
07.01.2009	-0,599	-17,958	0,994	4,294	1,604	0,233	7,001	1,002	3,197	1,194
26.08.2009	-0,232	-6,972	0,998	2,398	0,896	-0,330	-9,912	0,997	2,377	0,888
13.10.2010	-0,263	-7,902	0,997	1,775	0,663	0,074	2,226	1,001	2,161	0,807
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
07.01.2009	2,662	13,311	1,026	3,487	4,329	-0,578	-2,889	0,994	2,051	2,546

26.08.2009	-0,892	-4,462	0,991	2,100	2,608	-0,205	-1,023	0,998	1,892	2,349
13.10.2010	-0,218	-1,092	0,998	1,209	1,502	-0,507	-2,535	0,995	1,382	1,716
	(t-15)					(t+15)				
07.01.2009	0,111	1,667	1,001	3,583	1,984	0,693	10,391	1,007	3,699	2,048
26.08.2009	-0,058	-0,866	0,999	2,270	1,257	-0,755	-11,322	0,992	2,421	1,341
13.10.2010	-0,254	-3,814	0,997	1,655	0,917	-0,254	-3,803	0,997	1,226	0,679
	(t-30)					(t+30)				
07.01.2009	-0,367	-11,005	0,996	3,504	1,308	-0,242	-7,27	0,998	3,387	1,265
26.08.2009	0,020	0,588	1,000	2,458	0,918	-0,429	-12,877	0,996	2,196	0,820
13.10.2010	0,220	6,593	1,002	1,702	0,635	-0,313	-9,388	0,997	1,661	0,620

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,539 ile 1,865 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,030 ile 0,828'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -7,696 ile 9,325 arasında iken; (t+5) döneminde -0,164 ile 4,140 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,985 ile 1,018 arasında iken; (t+5) döneminde 1 ile 1,008 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,709 ile 3,970 arasında iken; (t+5) döneminde 0,726 ile 2,552 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,645-0,315-0,256'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,206-0,886-0,213'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,690 ile -0,094 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,521 ile 1,028'dir.

Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -10,346 ile -1,407 arasında iken; (t+15) döneminde -7,818 ile 15,425 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,993 ile 0,999 arasında iken; (t+15) döneminde 0,995 ile 1,010 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,904 ile 3,450 arasında iken; (t+15) döneminde 1,986 ile 3,358 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,365-0,656-0,446'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,761-0,639-0,657'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,599 ile -0,232 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,330 ile 0,223'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -17,958 ile -6,972 arasında iken; (t+30) döneminde -9,912 ile 7,001 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,994 ile 0,998 arasında iken; (t+30) döneminde 0,997 ile 1,002 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,775 ile 4,294 arasında iken; (t+30) döneminde 2,161 ile 3,197 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,407-0,877-0,518'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,130-0,881-0,632'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,892 ile 2,662 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,578 ile -0,205'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,462 ile 13,311 arasında iken; (t+5) döneminde -2,889 ile -1,023 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,991 ile 1,026 iken; (t+5) döneminde 0,994 ile 0,998 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,209 ile 3,487 arasında iken; (t+5) döneminde 1,382 ile 2,051 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,148-0,640-0,760'tur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,316-0,608-0,553'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,254 ile 0,111 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,755 ile 0,693'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -3,814 ile 1,667 arasında iken; (t+15) döneminde -11,322 ile 10,391 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,997 ile 1,001 arasında iken; (t+15) döneminde 0,992 ile 1,007 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,655 ile 3,583 arasında iken; (t+15) döneminde 1,226 ile 3,699 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,676-0,437-0,999'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri

arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,752-0,944-0,359'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,367 ile 0,220 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,429 ile -0,242'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -11,005 ile 6,593 arasında iken; (t+30) döneminde -12,877 ile -7,267 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,996 ile 1,002 arasında iken; (t+30) döneminde 0,996 ile 0,998 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,702 ile 3,504 arasında iken; (t+30) döneminde 1,661 ile 3,387 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,891-0,465-0,233'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,801-0,371-0,919'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Coca-Cola İçecek AŞ

Coca-Cola İçecek AŞ 2009, 2012 ve 2014 yıllarında bir olmak üzere toplam üç birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5 Coca-Cola İçecek AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
06.03.2009	0,400	2,001	1,004	2,216	2,752	0,096	0,479	1,001	1,367	1,697
21.09.2012	1,413	7,063	1,014	3,837	4,764	1,248	6,239	1,013	2,101	2,609
14.01.2014	-0,890	-4,452	0,991	1,052	1,306	-0,086	-0,430	0,999	1,750	2,173
	(t-15)					(t+15)				
06.03.2009	0,577	8,662	1,006	3,652	2,022	-0,527	-7,909	0,995	2,106	1,166
21.09.2012	0,210	3,153	1,002	3,142	1,740	0,235	3,523	1,002	2,481	1,374
14.01.2014	-0,437	-6,545	0,996	1,500	0,831	-0,089	-1,329	0,999	1,450	0,803
	(t-30)					(t+30)				
06.03.2009	0,290	8,692	1,003	3,473	1,297	-0,612	-18,347	0,994	2,650	0,990
21.09.2012	0,419	12,558	1,004	3,519	1,314	0,146	4,391	1,001	2,778	1,037
14.01.2014	-0,198	-5,946	0,998	1,912	0,714	-0,060	-1,788	0,999	2,469	0,922
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
06.03.2009	0,415	2,074	1,004	2,045	2,539	0,607	3,033	1,006	1,544	1,917
21.09.2012	1,169	5,845	1,012	4,040	5,016	0,768	3,840	1,008	1,827	2,269
14.01.2014	-1,439	-7,193	0,986	1,395	1,732	-0,303	-1,514	0,997	1,407	1,747
	(t-15)					(t+15)				
06.03.2009	0,751	11,262	1,008	3,810	2,110	0,116	1,747	1,001	1,951	1,080
21.09.2012	0,080	1,199	1,001	3,400	1,883	0,159	2,381	1,002	2,226	1,233
14.01.2014	-0,438	-6,569	0,996	1,526	0,845	-0,010	-0,152	1,000	2,752	1,524
	(t-30)					(t+30)				
06.03.2009	0,592	17,749	1,006	3,363	1,256	0,080	2,407	1,001	2,563	0,957
21.09.2012	0,279	8,380	1,003	3,606	1,346	0,110	3,303	1,001	2,610	0,975
14.01.2014	-0,439	-13,168	0,996	1,835	0,685	-0,291	-8,732	0,997	2,260	0,844

Coca-Cola İçecek AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,890 ile 1,413 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,086 ile 1,248'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,452 ile 7,063 arasında iken; (t+5) döneminde -0,430 ile 6,239 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5)

döneminde 0,991 ile 1,014, (t+5) döneminde 0,999 ile 1,013 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,052 ile 3,837 arasında iken; (t+5) döneminde 1,367 ile 2,101 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,821-0,942-0,256'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,355-0,370-0,969'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Coca-Cola İçecek AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,437 ile 0,577 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,527 ile 0,235'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,545 ile 8,662 arasında iken; (t+15) döneminde -7,909 ile 3,523 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,996 ile 1,006 arasında iken; (t+15) döneminde 0,995 ile 1,002 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,500 ile 3,652 arasında iken; (t+15) döneminde 1,450 ile 2,481 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,335-0,981-0,559'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,113-0,551-0,138'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Coca-Cola İçecek AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,198 ile 0,419

arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,612 ile 0,146'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -5,946 ile 12,558 arasında iken; (t+30) döneminde -18,347 ile 4,391 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,998 ile 1,004 arasında iken; (t+30) döneminde 0,994 ile 1,001 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,912 ile 3,519 arasında iken; (t+30) döneminde 2,469 ile 2,778 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,271-0,745-0,811'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,248-0,397-0,369'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Coca-Cola İçecek AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,439 ile 1,169 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,303 ile 0,768'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -7,193 ile 2,074 arasında iken; (t+5) döneminde -1,514 ile 3,840 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,986 ile 1,012 arasında iken; (t+5) döneminde 0,997 ile 1,008 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,395 ile 4,040 arasında iken; (t+5) döneminde 1,407 ile 1,827 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,886-0,861-0,284'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,416-0,173-0,966'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Coca-Cola İçecek AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,438 ile 0,751 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,010 ile 0,116'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,569 ile 11,262 arasında iken; (t+15) döneminde -0,152 ile 2,381 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,996 ile 1,008 arasında iken; (t+15) döneminde 1 ile 1,002 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,526 ile 3,810 arasında iken; (t+15) döneminde 1,951 ile 2,752 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,583-0,943-0,615'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,083-0,278-0,139'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Coca-Cola İçecek AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,439 ile 0,592 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,291 ile 0,110'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -13,168 ile 17,749 arasında iken; (t+30) döneminde -8,732 ile 3,303 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,996 ile 1,006 arasında iken; (t+30) döneminde 0,997 ile 1,001 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,835 ile 3,606 arasında iken; (t+30) döneminde 2,260 ile 2,610 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,517-0,840-0,784'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri

arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,338-0,246-0,432'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ 2011 yılında iki, 2014 yılında bir olmak üzere toplam üç birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6 Ülker Bisküvi Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
26.08.2011	-0,090	-0,450	0,999	1,443	1,792	0,647	3,234	1,006	1,560	1,937
18.11.2011	0,086	0,431	1,001	0,630	0,782	0,889	4,443	1,009	1,377	1,709
07.05.2014	-0,993	-4,965	0,990	1,677	2,082	0,863	4,317	1,009	1,941	2,411
	(t-15)					(t+15)				
26.08.2011	0,602	9,036	1,006	2,619	1,450	-0,393	-5,901	0,996	1,761	0,975
18.11.2011	-0,046	-0,684	1,000	1,149	0,637	0,210	3,146	1,002	1,571	0,870
07.05.2014	-0,062	-0,923	0,999	1,740	0,963	0,310	4,656	1,003	1,758	0,973
	(t-30)					(t+30)				
26.08.2011	0,389	11,670	1,004	1,994	0,745	-0,099	-2,982	0,999	1,467	0,548
18.11.2011	0,175	5,238	1,002	1,143	0,427	0,256	7,667	1,003	2,955	1,103
07.05.2014	-0,489	-14,658	0,995	1,821	0,680	0,259	7,779	1,003	1,740	0,650
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
26.08.2011	-0,108	-0,538	0,999	1,297	1,610	0,711	3,556	1,007	1,418	1,760
18.11.2011	-0,022	-0,111	1,000	0,390	0,485	0,238	1,190	1,002	0,749	0,930
07.05.2014	-1,062	-5,310	0,989	1,734	2,154	0,735	3,675	1,007	1,917	2,380
	(t-15)					(t+15)				
26.08.2011	0,457	6,853	1,005	2,376	1,316	-0,395	-5,922	0,996	1,635	0,906
18.11.2011	-0,172	-2,578	0,998	0,717	0,397	0,153	2,301	1,002	0,883	0,489
07.05.2014	-0,197	-2,960	0,998	1,699	0,941	0,193	2,902	1,002	1,716	0,950
	(t-30)					(t+30)				
26.08.2011	0,263	7,896	1,003	1,819	0,679	-0,128	-3,826	0,999	1,344	0,502
18.11.2011	0,018	0,540	1,000	0,700	0,262	0,135	4,042	1,001	2,621	0,979
07.05.2014	-0,588	-17,643	0,994	1,778	0,664	0,118	3,538	1,001	1,724	0,644

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,993 ile 0,086 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi 0,647 ile 0,889'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,965 ile 0,431 arasında iken; (t+5) döneminde 3,234 ile 4,443 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,990 ile 1,001 arasında iken; (t+5) döneminde 1,006 ile 1,009 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,630 ile 1,677 arasında iken; (t+5) döneminde 1,377 ile 1,941 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,507-0,321-0,186'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,569-0,395-0,578'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,062 ile 0,602 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,393 ile 0,310'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -0,923 ile 9,036 arasında iken; (t+15) döneminde -5,901 ile 4,656 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,999 ile 1,006 arasında iken; (t+15) döneminde 0,996 ile 1,003 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,149 ile 2,619 arasında iken; (t+15) döneminde 1,571 ile 1,758 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,247-0,627-0,578'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri

arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,217-0,231-0,997'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,489 ile 0,389 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,099 ile 0,256'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -14,658 ile 11,670 arasında iken; (t+30) döneminde -2,982 ile 7,779 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,995 ile 1,004 arasında iken; (t+30) döneminde 0,999 ile 1,003 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,143 ile 1,994 arasında iken; (t+30) döneminde 1,467 ile 2,955 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,291-0,891-0,115'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,382-0,031-0,813'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arası fark %95 güven düzeyinde 18.11.2011 tarihli işlemde anlamlıdır.

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,062 ile -0,022 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi 0,238 ile 0,735'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -5,310 ile -0,111 arasında iken; (t+5) döneminde 1,190 ile 3,675 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,989 ile 1 arasında iken; (t+5) döneminde 1,002 ile 1,007 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde

standart sapma değerleri 0,390 ile 1,734 arasında iken; (t+5) döneminde 0,749 ile 1,917 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,421-0,556-0,202'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,657-0,133-0,683'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,197 ile 0,457 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,395 ile 0,193'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -2,960 ile 6,853 arasında iken; (t+15) döneminde -5,922 ile 2,902 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,998 ile 1,005 arasında iken; (t+15) döneminde 0,996 ile 1,002 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 0,717 ile 2,376 arasında iken; (t+15) döneminde 0,883 ile 1,716 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,279-0,293-0,550'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,301-0,369-0,949'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ülker Bisküvi Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,588 ile 0,263 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,128 ile 0,135'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde

kümülatif aşırı getiri değerleri -17,643 ile 7,896 arasında iken; (t+30) döneminde -3,826 ile 4,042 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,994 ile 1,003 arasında iken; (t+30) döneminde 0,999 ile 1,001 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 0,700 ile 1,819 arasında iken; (t+30) döneminde 1,344 ile 2,621 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,357-0,816-0,130'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,359-0,064-0,770'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

4.5.1.2. Kimya Petrol Plastik Sektörü

Kimya Petrol Plastik alt sektöründe birleşme işlemi gerçekleştiren işletmeler Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ, Aygaz AŞ, Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. Ve Tic. AŞ, Deva Holding AŞ, Gübre Fabrikaları T.AŞ, Soda Sanayii AŞ, Turcas Petrol AŞ, Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ'dir.

Aksa Akrilik Kimya Sanayii AŞ

Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ 2012 ve 2013 yıllarında bir olmak üzere toplam iki birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 7'de sunulmuştur.

Tablo 7 Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
05.06.2012	-0,839	-4,194	0,992	2,000	2,484	-0,995	-4,977	0,990	0,436	0,541
06.06.2013	1,009	5,044	1,010	1,567	1,946	1,419	7,096	1,014	1,736	2,156
	(t-15)					(t+15)				
05.06.2012	0,026	0,391	1,000	1,586	0,878	-0,189	-2,839	0,998	0,820	0,454

06.06.2013	1,820	27,306	1,018	2,833	1,569	1,152	17,285	1,012	2,640	1,462
	(t-30)					(t+30)				
05.06.2012	-0,123	-3,678	0,999	1,283	0,479	-0,113	-3,381	0,999	0,853	0,319
06.06.2013	0,863	25,877	1,009	2,635	0,984	0,866	25,986	1,009	2,840	1,060
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
05.06.2012	-0,661	-3,306	0,993	2,152	2,672	-0,655	-3,274	0,993	0,469	0,582
06.06.2013	0,212	1,060	1,002	2,399	2,979	1,592	7,958	1,016	1,476	1,832
	(t-15)					(t+15)				
05.06.2012	-0,126	-1,891	0,999	1,499	0,830	0,057	0,855	1,001	0,728	0,403
06.06.2013	1,417	21,262	1,014	3,006	1,665	1,247	18,699	1,012	2,204	1,220
	(t-30)					(t+30)				
05.06.2012	-0,121	-3,632	0,999	1,208	0,451	0,082	2,459	1,001	0,772	0,288
06.06.2013	0,862	25,868	1,009	2,526	0,943	0,986	29,575	1,010	2,455	0,917

Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,839 ve 1,009 iken; (t+5) döneminde -0,995 ve 1,419'dur. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 05.06.2012 tarihi (t+5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,194 ve 5,044 iken; (t+5) döneminde -4,977 ve 7,096'dır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,992 ve 1,010 iken; (t+5) döneminde 0,990 ve 1,014'tür. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,567 ve 2 iken; (t+5) döneminde 0,436 ve 1,736'dır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,884-0,734'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,008-0,983'tür. 05.06.2012 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,026 ve 1,820 iken; (t+15) döneminde -0,189 ve 1,152'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 06.06.2013 tarihi (t-15) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 0,391 ve 27,306 iken; (t+15) döneminde -0,189 ve 1,152'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1 ve 1,018 iken; (t+15) döneminde 0,998 ve 1,012'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,586 ve 2,833 iken; (t+15) döneminde 0,820 ve 2,640'tır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,654-0,524'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,039-0,616'dır. 05.06.2012 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,123 ve 0,863 iken; (t+30) döneminde -0,113 ve 0,866'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -3,678 ve 25,877 iken; (t+30) döneminde -3,381 ve 25,986'dır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,999 ve 1,009 iken; (t+30) döneminde 0,999 ve 1,009'dur. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,283 ve 2,635 iken; (t+30) döneminde 0,853 ve 2,840'tır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,974-0,995'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde

edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,101-0,453'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,661 ve 0,212 iken; (t+5) döneminde -0,655 ve 1,592'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 05.06.2012 tarihi (t+5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -3,306 ve 1,060 iken; (t+5) döneminde -3,274 ve 7,958'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,993 ve 1,002 iken; (t+5) döneminde 0,993 ve 1,016'dır. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 2,152 ve 2,399 iken; (t+5) döneminde 0,469 ve 1,476'dır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,996-0,356'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,005-0,264'tür. 05.06.2012 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,126 ve 1,417 iken; (t+15) döneminde 0,057 ve 1,247'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 06.06.2013 tarihi (t+15) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -1,891 ve 21,262 iken; (t+15) döneminde 0,855 ve 18,699'dır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,999 ve 1,014 iken; (t+15) döneminde 1,001 ve 1,012'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,499 ve 3,006 iken; (t+15) döneminde 0,728 ve 2,204'tür. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri

arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,969-0,865'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arasına farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,057-0,226'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aksa Akrilik Kimya Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,121 ve 0,862 iken; (t+30) döneminde 0,082 ve 0,986'dır. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 06.06.2013 tarihi (t+30) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -3,632 ve 25,868 iken; (t+30) döneminde 2,459 ve 29,575'tir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,999 ve 1,009 iken; (t+30) döneminde 1,001 ve 1,010'dur. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,208 ve 2,526 iken; (t+30) döneminde 0,772 ve 2,455'tir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arasına farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,447-0,851'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arasına farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,070-0,972'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aygaz AŞ

Aygaz AŞ 2009, 2012 ve 2013 yıllarında bir olmak üzere toplam üç birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 8'de sunulmuştur.

Tablo 8 Aygaz AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
25.06.2009	-0,638	-3,191	0,994	3,676	4,564	0,887	4,436	1,009	1,908	2,369
17.12.2012	0,578	2,891	1,006	0,634	0,788	-0,376	-1,878	0,996	1,191	1,479
24.06.2013	0,040	0,201	1,000	2,258	2,804	-0,805	-4,025	0,992	2,489	3,090
	(t-15)					(t+15)				
25.06.2009	0,626	9,386	1,006	3,031	1,678	0,038	0,570	1,000	2,297	1,272
17.12.2012	0,148	2,226	1,001	1,175	0,651	0,105	1,570	1,001	1,094	0,606
24.06.2013	0,051	0,759	1,001	2,913	1,613	-0,298	-4,471	0,997	1,883	1,043
	(t-30)					(t+30)				
25.06.2009	1,052	31,564	1,010	2,787	1,041	-0,181	-5,424	0,998	2,084	0,778
17.12.2012	0,373	11,204	1,004	1,188	0,444	0,014	0,410	1,000	1,249	0,466
24.06.2013	0,244	7,319	1,002	2,492	0,931	-0,007	-0,211	1,000	1,824	0,681
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
25.06.2009	-0,308	-1,542	0,997	3,398	4,219	1,137	5,684	1,011	1,948	2,419
17.12.2012	0,733	3,665	1,007	0,520	0,646	-0,236	-1,182	0,998	1,218	1,512
24.06.2013	-0,165	-0,827	0,998	1,862	2,312	-0,401	-2,005	0,996	2,397	2,976
	(t-15)					(t+15)				
25.06.2009	0,815	12,221	1,008	2,911	1,612	0,272	4,080	1,003	2,279	1,262
17.12.2012	0,437	6,559	1,004	1,075	0,595	0,321	4,815	1,003	1,086	0,601
24.06.2013	-0,020	-0,304	1,000	2,744	1,520	-0,098	-1,465	0,999	1,771	0,981
	(t-30)					(t+30)				
25.06.2009	1,271	38,121	1,013	2,687	1,003	0,137	4,114	1,001	1,944	0,726
17.12.2012	0,588	17,643	1,006	1,094	0,408	0,222	6,670	1,002	1,275	0,476
24.06.2013	0,238	7,144	1,002	2,357	0,880	0,131	3,942	1,001	1,743	0,651

Aygaz AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,638 ile 0,578 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,805 ile 0,887'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -3,191 ile 2,891 arasında iken; (t+5) döneminde -4,025 ile 4,436 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5)

döneminde 0,994 ile 1,006 iken; (t+5) döneminde 0,992 ile 1,009 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,634 ile 3,676 arasında iken; (t+5) döneminde 1,191 ile 2,489 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,482-0,196-0,629'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,312-0,278-0,643'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aygaz AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,051 ile 0,626 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,298 ile 0,038'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 0,759 ile 9,386 arasında iken; (t+15) döneminde -4,471 ile 1,570 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1,001 ile 1,006 iken; (t+15) döneminde 0,997 ile 1,001 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,175 ile 3,031 arasında iken; (t+15) döneminde 1,094 ile 2,297 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,568-0,920-0,710'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,301-0,850-0,146'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aygaz AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,244 ile 1,052 arasında

iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,181 ile 0,014'tür. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 25.06.2009 tarihi (t-30) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 7,319 ile 31,564 arasında iken; (t+30) döneminde -5,424 ile 0,410 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 1,002 ile 1,010 iken; (t+30) döneminde 0,998 ile 1 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,188 ile 2,787 arasında iken; (t+30) döneminde 1,249 ile 2,084 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,061-0,266-0,664'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,113-0,731-0,104'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aygaz AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,308 ile 0,733 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,401 ile 1,137'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 17.12.2012 tarihi (t-5) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -1,542 ile 3,665 arasında iken; (t+5) döneminde -2,005 ile 5,684 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,997 ile 1,007, (t+5) döneminde 0,996 ile 1,011 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,520 ile 3,398 arasında iken; (t+5) döneminde 1,218 ile 2,397 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,482-0,180-0,880'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,479-0,091-0,497'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aygaz AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,020 ile 0,815 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,098 ile 0,321'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -0,304 ile 12,221 arasında iken; (t+15) döneminde -1,465 ile 4,815 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1 ile 1,008 iken; (t+15) döneminde 0,999 ile 1,003 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,075 ile 2,911 arasında iken; (t+15) döneminde 1,086 ile 2,279 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,587-0,776-0,930'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,343-0,797-0,258'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Aygaz AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,238 ile 1,271 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde 0,137 ile 0,222'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 17.12.2012 ve 25.06.2009 tarihleri (t-30) dönemlerinde sifirdan büyükken diğer dönemlerde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 7,144 ile 38,121 arasında iken; (t+30) döneminde 3,942 ile 6,670 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 1,002 ile 1,013 iken; (t+30) döneminde 1,001 ile 1,002 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,094 ile 2,687 arasında iken; (t+30) döneminde 1,275 ile 1,944 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,071-0,244-0,845'tir. Tüm

tarikhlerde her iki d6nemde gerekleŒen ortalama aŒırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) d6nemi ile (t+30) d6nemleri arasında aŒırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına g6re 0,055-0,279-0,209'dur. T6m tarihlerde her iki d6nemde gerekleŒen varyans değerleri aynıdır.

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret AŒ

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret AŒ 2010 ve 2012 yıllarında bir olmak 6zere toplam iki birleŒme iŒlemi gerekleŒtirmiŒtir. Bu birleŒme iŒlemleri sonucunda elde edilen aŒırı getiri istatistikleri tablo 9'da sunulmuŒtur.

Tablo 9 Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret AŒ BirleŒme İŒlemlerinin AŒırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya G6re D6zelti miŒ Getiri Y6ntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	K6m Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	K6m Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
23.11.2010	0,439	2,196	1,004	0,719	0,893	0,373	1,866	1,004	1,114	1,383
15.03.2012	-1,264	-6,322	0,987	0,862	1,070	-0,034	-0,168	1,000	1,338	1,661
	(t-15)					(t+15)				
23.11.2010	0,111	1,667	1,001	1,367	0,757	0,815	12,231	1,008	2,083	1,154
15.03.2012	-0,032	-0,479	1,000	2,226	1,233	-0,191	-2,858	0,998	1,202	0,666
	(t-30)					(t+30)				
23.11.2010	0,044	1,327	1,000	1,727	0,645	0,577	17,314	1,006	3,039	1,135
15.03.2012	-0,025	-0,751	1,000	1,797	0,671	3,228	96,836	1,032	6,913	2,581
Piyasa Y6ntemi										
	(t-5)					(t+5)				
23.11.2010	-0,337	-1,684	0,997	1,451	1,802	0,024	0,122	1,000	0,545	0,677
15.03.2012	-1,084	-5,419	0,989	1,062	1,319	0,023	0,116	1,000	1,160	1,441
	(t-15)					(t+15)				
23.11.2010	-0,202	-3,031	0,998	1,876	1,039	0,697	10,450	1,007	1,698	0,940
15.03.2012	-0,063	-0,949	0,999	1,948	1,079	-0,168	-2,513	0,998	1,112	0,616
	(t-30)					(t+30)				
23.11.2010	-0,011	-0,339	1,000	2,050	0,766	0,512	15,372	1,005	2,829	1,056
15.03.2012	0,052	1,567	1,001	1,625	0,607	3,198	95,954	1,032	6,879	2,569

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,264 ve 0,439 iken; (t+5) döneminde -0,034 ve 0,373'tür. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 15.03.2012 tarihi (t-5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,322 ve 2,196 iken; (t+5) döneminde -0,168 ve 1,866'dır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,987 ve 1,004, (t+5) döneminde 1 ve 1,004'tür. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,719 ve 0,862 iken; (t+5) döneminde 1,114 ve 1,338'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,925-0,160'tur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,183-0,287'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,032 ve 0,111 iken; (t+15) döneminde -0,191 ve 0,815'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -0,479 ve 1,667 iken; (t+15) döneminde -2,858 ve 12,231'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1 ve 1,001, (t+15) döneminde 0,998 ve 1,008'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,367 ve 2,226 iken; (t+15) döneminde 1,202 ve 2,083'tür. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,298-0,817'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi

sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,126-0,213'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,025 ve 0,044 iken; (t+30) döneminde 0,577 ve 3,228'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 15.03.2012 tarihi (t+30) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -0,751 ve 1,327 iken; (t+30) döneminde 17,314 ve 96,836'dır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 1, (t+30) döneminde 1,006 ve 1,032'dir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,727 ve 1,797 iken; (t+30) döneminde 3,039 ve 6,913'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,415-0,020'dir. 15.03.2012 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,078-0'dır. 15.03.2012 Tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi Ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,337 ve -1,084 iken; (t+5) döneminde 0,023 ve 0,024 'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -5,419 ve -1,684 iken; (t+5) döneminde 0,122 ve 0,116'dır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,989 ve 0,997, (t+5) döneminde 1'dir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,062 ve 1,451 iken; (t+5) döneminde 0,545 ve 1,160'tır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih

sirasına göre 0,651-0,198'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,164-0,955'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi Ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,202 ve -0,063 iken; (t+15) döneminde -0,168 ve 0,697'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -3,031 ve -0,949 iken; (t+15) döneminde -2,513 ve 10,450'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,998 ve 0,999, (t+15) döneminde 0,998 ve 1,007'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,876 ve 1,948 iken; (t+15) döneminde 1,112 ve 1,698'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,195-0,862'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,740-0,122'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi Ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,011 ve 0,052 iken; (t+30) döneminde 0,512 ve 3,198'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 15.03.2012 tarihi (t+30) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -0,339 ve 1,567 iken; (t+30) döneminde 15,372 ve 95,954'tür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 1 ve 1,001, (t+30) döneminde 1,005 ve 1,032'dir. (t-30) döneminde

standart sapma değerleri 1,625 ve 2,050 iken; (t+30) döneminde 2,829 ve 6,879'dur. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,423-0,023'tür. 15.03.2012 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,543-0'dır. 15.03.2012 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Deva Holding AŞ

Deva Holding AŞ 2010 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 10'da sunulmuştur.

Tablo 10 Deva Holding AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
			(t-5)					(t+5)		
24.11.2010	-0,432	-2,161	0,996	2,355	2,925	2,507	12,534	1,025	7,612	9,452
			(t-15)					(t+15)		
24.11.2010	0,203	3,042	1,002	2,337	1,294	0,126	1,897	1,001	5,131	2,841
			(t-30)					(t+30)		
24.11.2010	-0,445	-13,354	0,996	3,498	1,306	0,495	14,848	1,005	5,263	1,965
Piyasa Yöntemi										
			(t-5)					(t+5)		
24.11.2010	-0,572	-2,858	0,994	2,302	2,859	2,858	14,291	1,029	7,928	9,843
			(t-15)					(t+15)		
24.11.2010	0,275	4,118	1,003	2,174	1,204	0,538	8,073	1,005	5,187	2,873
			(t-30)					(t+30)		
24.11.2010	-0,295	-8,864	0,997	3,419	1,277	0,851	25,543	1,009	5,224	1,951

Deva Holding AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,432 iken; bu değer (t+5) döneminde 2,507'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,161 iken; (t+5) döneminde 12,534'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,996, (t+5) döneminde 1,025'tir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 2,355 iken; (t+5) döneminde 7,612'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,495'tir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,018'dir. 24.11.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Deva Holding AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,203 iken; bu değer (t+15) döneminde 0,126'dır. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 3,042 iken; (t+15) döneminde 1,897'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,002, (t+15) döneminde 1,001'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 2,337 iken; (t+15) döneminde 5,131'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,960'tır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,063'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Deva Holding AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30)

döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,445 iken; bu değer (t+30) döneminde 0,495'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -13,354 iken; (t+30) döneminde 14,848'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,996, (t+30) döneminde 1,005'tir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 3,498 iken; (t+30) döneminde 5,263'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,426'dır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,170'tir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Deva Holding AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,572 iken; bu değer (t+5) döneminde 2,858'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,858 iken; (t+5) döneminde 14,291'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,994, (t+5) döneminde 1,029'dur. (t-5) döneminde standart sapma değeri 2,302 iken; (t+5) döneminde 7,928'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,446'dır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,014'tür. 24.11.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Deva Holding AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; Deva Holding AŞ (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,275 iken; bu değer (t+15) döneminde 0,538'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95

güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 4,118 iken; (t+15) döneminde 8,073'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,003, (t+15) döneminde 1,005'tir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 2,174 iken; (t+15) döneminde 5,187'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,862'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,067'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Deva Holding AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,295 iken; bu değer (t+30) döneminde 0,851'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -8,864 iken; (t+30) döneminde 25,543'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,997, (t+30) döneminde 1,009'dur. (t-30) döneminde standart sapma değeri 3,419 iken; (t+30) döneminde 5,224'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,326'dır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,164'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Gübre Fabrikaları T.AŞ

Gübre Fabrikaları T.AŞ 2010 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 11'de sunulmuştur.

Tablo 11 Gübre Fabrikaları T.AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
11.05.2010	0,108	0,540	1,001	1,736	2,156	-3,109	-15,544	0,969	2,633	3,269
	(t-15)					(t+15)				
11.05.2010	1,109	16,639	1,011	1,953	1,082	-1,225	-18,380	0,988	2,715	1,504
	(t-30)					(t+30)				
11.05.2010	0,372	11,154	1,004	1,786	0,667	-0,797	-23,898	0,992	2,205	0,823
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
11.05.2010	-0,402	-2,008	0,996	1,858	2,306	-3,586	-17,932	0,964	2,665	3,309
	(t-15)					(t+15)				
11.05.2010	0,616	9,246	1,006	1,999	1,107	-1,716	-25,742	0,983	2,752	1,524
	(t-30)					(t+30)				
11.05.2010	-0,114	-3,413	0,999	1,803	0,673	-1,283	-38,496	0,987	2,231	0,833

Gübre Fabrikaları T.AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,108 iken; bu değer (t+5) döneminde -3,109'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 0,540 iken; (t+5) döneminde -15,544'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,001, (t+5) döneminde 0,969'dur. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,736 iken; (t+5) döneminde 2,633'tür. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,076'tür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,654'tür.

Gübre Fabrikaları T.AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre;

(t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 1,109 iken; bu değer (t+15) döneminde -1,225'tir. 11.05.2010 tarihi (t-15) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan büyükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 16,639 iken; (t+15) döneminde -18,380'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,011, (t+15) döneminde 0,988'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,953 iken; (t+15) döneminde 2,715'tir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,014'tür. 11.05.2010 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,323'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Gübre Fabrikaları T.AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,372 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,797'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 11,154 iken; (t+30) döneminde -23,898'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,004, (t+30) döneminde 0,992'dir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,786 iken; (t+30) döneminde 2,205'tir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,030'dur. 11.05.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,674'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Gübre Fabrikaları T.AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,402 iken; bu değer (t+5) döneminde -

3,586'dır. 11.05.2010 tarihi (t+5) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan küçükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,008 iken; (t+5) döneminde -17,932'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,996, (t+5) döneminde 0,964'tür. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,858 iken; (t+5) döneminde 2,665'tir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,085'tir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,715'tir.

Gübre Fabrikaları T.AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,616 iken; bu değer (t+15) döneminde -1,716'dır. 11.05.2010 tarihi (t+15) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan küçükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 9,246 iken; (t+15) döneminde -25,742'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,006, (t+15) döneminde 0,983'tür. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,999 iken; (t+15) döneminde 2,752'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,116'dır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır.(t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,316'dır. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Gübre Fabrikaları T.AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,114 iken; bu değer (t+30) döneminde -1,283'tür. 11.05.2010 tarihi (t+30) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan küçükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -3,413 iken; (t+30) döneminde -38,496'dir. Göreceli refah

göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,999, (t+30) döneminde 0,987'dir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,803 iken; (t+30) döneminde 2,231'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,032'dir. 11.05.2010 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,637'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Soda Sanayii AŞ

Soda Sanayii AŞ 2011 yılında aynı tarihte iki birleşme işlemi duyurusunda bulunmuştur. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 12'de sunulmuştur.

Tablo 12 Soda Sanayii AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
15.12.2011	1,626	8,128	1,016	1,419	1,762	-0,265	-1,327	0,997	0,592	0,735
	(t-15)					(t+15)				
15.12.2011	0,055	0,830	1,001	2,226	1,233	0,179	2,678	1,002	2,230	1,235
	(t-30)					(t+30)				
15.12.2011	0,127	3,814	1,001	2,034	0,759	-0,237	-7,097	0,998	1,984	0,741
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
15.12.2011	1,082	5,412	1,011	1,486	1,846	-0,655	-3,276	0,993	0,440	0,547
	(t-15)					(t+15)				
15.12.2011	-0,316	-4,735	0,997	2,121	1,174	-0,208	-3,121	0,998	2,152	1,192
	(t-30)					(t+30)				
15.12.2011	-0,287	-8,605	0,997	1,957	0,731	-0,576	-17,285	0,994	1,895	0,708

Soda Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 1,626 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,265'tir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 8,128 iken; (t+5) döneminde -1,327'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,016, (t+5) döneminde 0,997'dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,419 iken; (t+5) döneminde 0,592'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,054'tür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,028'dir. 15.12.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Soda Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,055 iken; bu değer (t+15) döneminde 0,179'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 0,830 iken; (t+15) döneminde 2,678'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,001, (t+15) döneminde 1,002'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 2,226 iken; (t+15) döneminde 2,230'dur. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,885'tir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,438'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Soda Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30)

döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,127 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,237'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 3,814 iken; (t+30) döneminde -7,097'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,001, (t+30) döneminde 0,998'dir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 2,034 iken; (t+30) döneminde 1,984'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,493'tür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,400'dür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Soda Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 1,082 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,655'tir. 15.12.2011 tarihi (t+5) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifırdan küçükken diğer dönemde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 5,412 iken; (t+5) döneminde -3,276'dır. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,011, (t+5) döneminde 0,993'tür. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,486 iken; (t+5) döneminde 0,440'tır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,078'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,023'tür. 15.12.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Soda Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,316 iken; bu değer (t+15) döneminde -0,208'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra

eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -4,735 iken; (t+15) döneminde -3,121'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,997, (t+15) döneminde 0,998'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 2,121 iken; (t+15) döneminde 2,152'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,895'tir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,503'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Soda Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,287 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,576'dır. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -8,605 iken; (t+30) döneminde -17,285'tir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,997, (t+30) döneminde 0,994'tür. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,957 iken; (t+30) döneminde 1,895'tir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,570'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,362'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Turcas Petrol AŞ

Turcas Petrol AŞ 2009 ve 2011 yıllarında bir olmak üzere toplam iki birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 13'te sunulmuştur.

Tablo 13 Turcas Petrol AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
23.06.2009	0,177	0,886	1,002	1,782	2,213	-1,635	-8,175	0,984	0,762	0,946
26.12.2011	-0,850	-4,248	0,992	1,109	1,378	0,845	4,227	1,008	2,579	3,203
	(t-15)					(t+15)				
23.06.2009	0,946	14,184	1,009	3,373	1,868	-1,016	-15,235	0,990	0,872	0,483
26.12.2011	-0,618	-9,269	0,994	1,211	0,670	0,192	2,887	1,002	1,675	0,927
	(t-30)					(t+30)				
23.06.2009	0,475	14,248	1,005	2,931	1,094	-0,782	-23,463	0,992	1,519	0,567
26.12.2011	-0,701	-21,021	0,993	1,755	0,655	0,160	4,814	1,002	1,753	0,654
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
23.06.2009	0,247	1,237	1,002	1,792	2,225	-1,571	-7,854	0,984	0,766	0,951
26.12.2011	-0,959	-4,794	0,990	1,198	1,487	0,603	3,015	1,006	2,441	3,031
	(t-15)					(t+15)				
23.06.2009	1,020	15,306	1,010	3,375	1,869	-0,945	-14,169	0,991	0,876	0,485
26.12.2011	-0,836	-12,534	0,992	1,172	0,649	0,066	0,994	1,001	1,662	0,920
	(t-30)					(t+30)				
23.06.2009	0,547	16,398	1,005	2,934	1,096	-0,715	-21,459	0,993	1,528	0,571
26.12.2011	-0,896	-26,878	0,991	1,699	0,634	0,139	4,167	1,001	1,712	0,639

Turcas Petrol AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,177 ve -0,850 iken; (t+5) döneminde -1,635 ve 0,845'tir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 23.06.2009 tarihi (t+5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,248 ve 0,886 iken; (t+5) döneminde -8,175 ve 4,227'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,992 ve 1,002, (t+5) döneminde 0,984 ve 1,008'dir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,109 ve 1,782 iken; (t+5) döneminde 0,762 ve 2,579'dur. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,116-0,262'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde

gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,034-0,117'dir. 23.06.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Turcas Petrol AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,618 ve 0,946 iken; (t+15) döneminde -1,016 ve 0,192'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 23.06.2009 tarihi (t+15) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -9,269 ve 14,184 iken; (t+15) döneminde -15,235 ve 2,887'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,994 ve 1,009 iken; (t+15) döneminde 0,990 ve 1,002'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,211 ve 3,373 iken; (t+15) döneminde 0,872 ve 1,675'tir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,052-0,014'tür. 26.12.2011 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,015-0,675'tir. 23.06.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Turcas Petrol AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,701 ve 0,475 iken; (t+30) döneminde -0,782 ve 0,160'tır. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 26.12.2011 tarihi (t-30) dönemi ve 23.06.2009 tarihi (t+30) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -21,021 ve 14,248 iken; (t+30) döneminde -23,463 ve 4,814'tür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,993 ve 1,005, (t+30) döneminde 0,992 ve

1,002'dir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,755 ve 2,931 iken; (t+30) döneminde 1,519 ve 1,753'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,045-0,067'dir. 23.06.2009 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,089-0,926'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Turcas Petrol AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,959 ve 0,247 iken; (t+5) döneminde -1,571 ve 0,603'tür. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 23.06.2009 tarihi (t+5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,794 ve 1,237 iken; (t+5) döneminde -7,854 ve 3,015'tir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,990 ve 1,002, (t+5) döneminde 0,984 ve 1,006'dır. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,198 ve 1,792 iken; (t+5) döneminde 0,766 ve 2,441'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,116-0,284'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,035-0,135'tir. 23.06.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Turcas Petrol AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,836 ve 1,020 iken; (t+15) döneminde -0,945 ve 0,066'dır. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 26.12.2011 tarihi (t-15) döneminde ve 23.06.2009 tarihi (t+15) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde

sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -12,534 ve 15,306 iken; (t+15) döneminde -14,169 ve 0,994'tür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,992 ve 1,010, (t+15) döneminde 0,991 ve 1,001'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,172 ve 3,375 iken; (t+15) döneminde 0,876 ve 1,662'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,051-0,109'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,016-0,435'tir. 23.06.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Turcas Petrol AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,896 ve 0,547 iken; (t+30) döneminde -0,715 ve 0,139'dur. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 26.12.2011 tarihi (t-30) döneminde ve 23.06.2009 tarihi (t+30) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -26,878 ve 16,398 iken; (t+30) döneminde -21,459 ve 4,167'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,991 ve 1,005, (t+30) döneminde 0,993 ve 1,001'dir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,699 ve 2,934 iken; (t+30) döneminde 1,528 ve 1,712'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,044-0,024'tür. 23.06.2009 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma ve 26.12.2011 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre artma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,091-0,899'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ 2012 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 14’te sunulmuştur.

Tablo 14 Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
09.03.2012	0,392	1,962	1,004	1,073	1,332	-0,157	-0,784	0,998	1,768	2,195
	(t-15)					(t+15)				
09.03.2012	-0,228	-3,419	0,998	1,526	0,845	0,134	2,008	1,001	1,081	0,598
	(t-30)					(t+30)				
09.03.2012	0,146	4,389	1,001	1,930	0,721	-0,519	-15,563	0,995	2,171	0,811
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
09.03.2012	0,414	2,070	1,004	1,149	1,426	-0,291	-1,454	0,997	1,751	2,174
	(t-15)					(t+15)				
09.03.2012	-0,244	-3,663	0,998	1,552	0,859	0,076	1,141	1,001	1,070	0,593
	(t-30)					(t+30)				
09.03.2012	0,096	2,870	1,001	1,968	0,735	-0,542	-16,274	0,995	2,122	0,792

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,392 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,157’dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 1,962 iken; (t+5) döneminde -0,784’tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,004, (t+5) döneminde 0,998’dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,073 iken; (t+5) döneminde 1,768’dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,610’dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5)

dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,151'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri - 0,228 iken; bu değer (t+15) döneminde 0,134'tür. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -3,419 iken; (t+15) döneminde 2,008'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,998, (t+15) döneminde 1,001'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,526 iken; (t+15) döneminde 1,081'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,475'tir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,200'dür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,146 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,519'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 4,389 iken; (t+30) döneminde -15,563'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,001, (t+30) döneminde 0,995'tir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,930 iken; (t+30) döneminde 2,171'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,223'tür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri

varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,541'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,414 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,291'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 2,070 iken; (t+5) döneminde -1,454'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,004, (t+5) döneminde 0,997'dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,149 iken; (t+5) döneminde 1,751'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,519'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,263'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,244 iken; bu değer (t+15) döneminde 0,076'dır. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -3,663 iken; (t+15) döneminde 1,141'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,998, (t+15) döneminde 1,001'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,552 iken; (t+15) döneminde 1,070'tir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,531'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,175'tir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,096 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,542'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 2,870 iken; (t+30) döneminde -16,274'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,001, (t+30) döneminde 0,995'tir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,968 iken; (t+30) döneminde 2,122'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,240'tır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,422'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

4.5.1.3. Madencilik Sektörü

Madencilik alt sektöründe birleşme işlemi gerçekleştiren işletmeler Koza Altın İşletmeleri AŞ, Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ'dir.

Koza Altın İşletmeleri AŞ

Koza Altın İşletmeleri AŞ 2010, 2012 ve 2014 yıllarında bir, 2011 yılında iki olmak üzere toplam beş birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 15'te sunulmuştur.

Tablo 15 Koza Altın İşletmeleri AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
28.06.2010	-0,365	-1,825	0,996	1,534	1,905	-1,773	-8,864	0,982	2,894	3,594
26.01.2011	-1,177	-5,885	0,988	1,930	2,397	0,489	2,443	1,005	1,872	2,325
27.12.2011	0,572	2,861	1,006	2,150	2,669	-1,396	-6,981	0,986	2,259	2,805
14.11.2012	0,174	0,87	1,002	2,547	3,163	1,115	5,576	1,011	1,494	1,856
31.03.2014	-1,867	-9,335	0,982	1,233	1,531	0,261	1,304	1,003	3,303	4,101
	(t-15)					(t+15)				
28.06.2010	-3,978	-59,665	0,960	15,585	8,631	-0,913	-13,696	0,991	2,100	1,163
26.01.2011	-0,215	-3,227	0,998	1,553	0,860	0,265	3,971	1,003	1,482	0,821
27.12.2011	0,106	1,594	1,001	2,754	1,525	0,178	2,665	1,002	3,089	1,711
14.11.2012	0,286	4,284	1,003	2,026	1,122	0,258	3,868	1,003	1,973	1,093
31.03.2014	-0,637	-9,556	0,994	3,684	2,040	0,508	7,616	1,005	2,349	1,301
	(t-30)					(t+30)				
28.06.2010	-1,961	-58,839	0,980	11,316	4,226	-0,479	-14,384	0,995	2,204	0,823
26.01.2011	-0,069	-2,068	0,999	1,571	0,587	0,540	16,199	1,005	2,106	0,786
27.12.2011	0,443	13,303	1,004	2,643	0,987	0,037	1,123	1,000	2,792	1,043
14.11.2012	-0,014	-0,434	1,000	1,718	0,642	-0,147	-4,407	0,999	1,824	0,681
31.03.2014	-0,650	-19,507	0,994	2,860	1,068	0,012	0,368	1,000	2,547	0,951
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
28.06.2010	-0,645	-3,226	0,994	1,463	1,817	-1,978	-9,890	0,980	2,943	3,654
26.01.2011	-1,681	-8,405	0,983	1,971	2,448	0,012	0,058	1,000	1,933	2,400
27.12.2011	0,873	4,364	1,009	2,016	2,503	-1,407	-7,036	0,986	2,046	2,541
14.11.2012	0,079	0,393	1,001	2,483	3,083	0,978	4,892	1,010	1,442	1,790
31.03.2014	-2,116	-10,581	0,979	1,871	2,324	0,234	1,168	1,002	3,527	4,380
	(t-15)					(t+15)				
28.06.2010	-3,999	-59,988	0,960	15,597	8,638	-0,913	-13,699	0,991	2,240	1,240
26.01.2011	-0,708	-10,625	0,993	1,545	0,855	-0,194	-2,915	0,998	1,495	0,828
27.12.2011	-0,150	-2,252	0,998	3,003	1,663	0,171	2,561	1,002	3,380	1,872
14.11.2012	0,213	3,188	1,002	1,967	1,089	0,236	3,547	1,002	1,955	1,082
31.03.2014	-0,607	-9,104	0,994	3,924	2,173	0,635	9,528	1,006	2,443	1,353
	(t-30)					(t+30)				
28.06.2010	-2,102	-63,068	0,979	11,294	4,217	-0,479	-14,368	0,995	2,119	0,791
26.01.2011	-0,530	-15,892	0,995	1,528	0,570	0,065	1,961	1,001	2,062	0,770
27.12.2011	0,258	7,751	1,003	2,594	0,969	0,221	6,643	1,002	2,894	1,081
14.11.2012	-0,065	-1,951	0,999	1,677	0,626	-0,191	-5,717	0,998	1,818	0,679
31.03.2014	-0,476	-14,281	0,995	3,031	1,132	0,161	4,825	1,002	2,677	1,000

Koza Altın İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,867 ile 0,572 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -1,773 ile 0,489'dur. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 31.03.2014 tarihi (t-5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -9,335 ile 2,861 arasında iken; (t+5) döneminde -8,864 ile 5,576 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,982 ile 1,006, (t+5) döneminde 0,982 ile 1,011 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,233 ile 2,547 arasında iken; (t+5) döneminde 1,494 ile 3,303 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,415-0,251-0,242-0,540-0,261'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,424-0,955-0,853-0,210-0,090'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Altın İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -3,978 ile 0,286 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,913 ile 0,508'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -59,665 ile 4,284 arasında iken; (t+15) döneminde -13,696 ile 7,616 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,960 ile 1,003, (t+15) döneminde 0,991 ile 1,005 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,553 ile 15,585 arasında iken; (t+15) döneminde 1,482 ile 3,089 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,472-0,410-0,950 -0,973-0,335'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15)

dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,095-0,077-0,429-0,686-0,668'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Altın İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,961 ile 0,443 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,479 ile 0,540'tır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -58,839 ile 13,303 arasında iken; (t+30) döneminde -14,384 ile 16,199 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,980 ile 1,004 iken; (t+30) döneminde 0,995 ile 1,005 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,571 ile 11,316 arasında iken; (t+30) döneminde 1,824 ile 2,792 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,492-0,216-0,572 -0,780-0,356'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,230-0,210-0,518-0,915-0,656'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Altın İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -2,116 ile 0,873 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -1,978 ile 0,978'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -10,581 ile 4,364 arasında iken; (t+5) döneminde -9,890 ile 4,892 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,979 ile 1,009, (t+5) döneminde 0,980 ile 1,010 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,463 ile 2,483 arasında iken; (t+5) döneminde 1,442 ile 3,527

arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,441-0,254-0,151-0,547-0,273'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,344-0,973-0,913-0,208-0,214'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Altın İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -3,999 ile 0,213 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,913 ile 0,635'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -59,988 ile 3,188 arasında iken; (t+15) döneminde -13,699 ile 9,528 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,960 ile 1,002, (t+15) döneminde 0,991 ile 1,006 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 15,597 ile 1,545 arasında iken; (t+15) döneminde 1,495 ile 3,380 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,470-0,377-0,792 -0,972-0,323'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,099-1-0,614-0,775-0,501'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Altın İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -2,102 ile 0,258 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,479 ile 0,221'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30)

döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -63,068 ile 7,751 arasında iken; (t+30) döneminde -14,368 ile 6,643 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,979 ile 1,003, (t+30) döneminde 0,995 ile 1,002 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,528 ile 11,294 arasında iken; (t+30) döneminde 1,818 ile 2,894 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,449-0,216-0,960 -0,786-0,400'dür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,216-0,189-0,567-0,750-0,712'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ 2012 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 16'da sunulmuştur.

Tablo 16 Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
10.01.2012	-0,575	-2,874	0,994	1,780	2,210	3,009	15,045	1,030	3,834	4,760
	(t-15)					(t+15)				
10.01.2012	-1,050	-15,746	0,989	1,559	0,863	1,771	26,572	1,018	3,302	1,829
	(t-30)					(t+30)				
10.01.2012	-0,745	-22,350	0,993	3,270	1,221	-0,269	-5,645	0,997	9,651	3,604
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
10.01.2012	-0,445	-2,225	0,996	1,701	2,112	3,928	19,639	1,039	3,847	4,777
	(t-15)					(t+15)				
10.01.2012	-0,695	-10,432	0,993	1,578	0,874	2,563	38,438	1,026	3,250	1,800
	(t-30)					(t+30)				
10.01.2012	-0,408	-12,253	0,996	3,372	1,259	0,569	11,953	1,004	9,685	3,616

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,575 iken; bu değer (t+5) döneminde 3,009'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,874 iken; (t+5) döneminde 15,045'tir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,994, (t+5) döneminde 1,030'dur. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,780 iken; (t+5) döneminde 3,834'tür. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,128'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,124'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -1,050 iken; bu değer (t+15) döneminde 1,771'dir. 10.01.2012 tarihi (t-15) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifirdan küçükken diğer dönemde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -15,746 iken; (t+15) döneminde 26,572'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,989, (t+15) döneminde 1,018'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,559 iken; (t+15) döneminde 3,302'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,009'dur. 10.01.2012 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre artma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,029'dur.

10.01.2012 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,745 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,269'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -22,350 iken; (t+30) döneminde -5,645'tir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,993, (t+30) döneminde 0,997'dir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 3,270 iken; (t+30) döneminde 9,651'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,807'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,083'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,445 iken; bu değer (t+5) döneminde 3,928'tir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,225 iken; (t+5) döneminde 19,639'dur. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,996, (t+5) döneminde 1,039'dur. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,701 iken; (t+5) döneminde 3,847'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,071'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,076'dır. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,695 iken; bu değer (t+15) döneminde 2,563'tür. 10.01.2012 tarihi (t+15) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan büyükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -10,432 iken; (t+15) döneminde 38,438'tir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,993, (t+15) döneminde 1,026'dır. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,578 iken; (t+15) döneminde 3,250'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,003'tür. 10.01.2012 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre artma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,035'tir. 10.01.2012 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,408 iken; bu değer (t+30) döneminde 0,569'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -12,253 iken; (t+30) döneminde 11,953'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,996, (t+30) döneminde 1,004'tür. (t-30) döneminde standart sapma değeri 3,372 iken; (t+30) döneminde 9,685'tir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,619'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,113'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

4.5.1.4. Metal Ana Sektörü

Metal Ana alt sektöründe birleşme işlemi gerçekleştiren işletme Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ'dir.

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ 2010 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 17'de sunulmuştur.

Tablo 17 Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
			(t-5)					(t+5)		
28.09.2010	0,447	2,233	1,004	1,244	1,545	-0,028	-0,139	1,000	1,158	1,437
			(t-15)					(t+15)		
28.09.2010	-0,121	-1,820	0,999	1,255	0,695	-0,236	-3,546	0,998	1,244	0,689
			(t-30)					(t+30)		
28.09.2010	0,090	2,691	1,001	1,158	0,432	-0,158	-4,743	0,998	1,025	0,383
Piyasa Yöntemi										
			(t-5)					(t+5)		
28.09.2010	0,509	2,544	1,005	1,246	1,547	0,032	0,158	1,000	1,162	1,443
			(t-15)					(t+15)		
28.09.2010	-0,067	-1,006	0,999	1,258	0,697	-0,182	-2,728	0,998	1,246	0,690
			(t-30)					(t+30)		
28.09.2010	0,147	4,418	1,001	1,160	0,433	-0,099	-2,967	0,999	1,028	0,384

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,447 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,028'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 2,233 iken; (t+5) döneminde -0,139'dur. Göreceli refah

göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,004, (t+5) döneminde 1'dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,244 iken; (t+5) döneminde 1,158'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,590'dır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,041'dir. 28.09.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,121 iken; bu değer (t+15) döneminde -0,236'tür. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -1,820 iken; (t+15) döneminde -3,546'dır. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,999, (t+15) döneminde 0,998'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,255 iken; (t+15) döneminde 1,244'tür. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,809'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,934'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,090 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,158'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 2,691 iken; (t+30) döneminde -4,743'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,001, (t+30) döneminde 0,998'dir. (t-30)

döneminde standart sapma değeri 1,158 iken; (t+30) döneminde 1,025'tir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,392'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,387'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,509 iken; bu değer (t+5) döneminde 0,032'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 2,544 iken; (t+5) döneminde 0,158'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,005, (t+5) döneminde 1'dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,246 iken; (t+5) döneminde 1,162'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,591'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,837'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,067 iken; bu değer (t+15) döneminde -0,182'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -1,006 iken; (t+15) döneminde -2,728'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,999, (t+15) döneminde 0,998'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,258 iken; (t+15) döneminde 1,246'dır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda

elde edilen p değeri 0,810'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,913'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,147 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,099'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 4,418 iken; (t+30) döneminde -2,967'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,001, (t+30) döneminde 0,999'dur. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,160 iken; (t+30) döneminde 1,028'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,396'dır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,391'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

4.5.1.5. Metal Eşya Makine Sektörü

Metal Eşya Makine alt sektöründe birleşme işlemi gerçekleştiren işletmeler Arçelik A.Ş., Ege Endüstri ve Ticaret AŞ, Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ, Otocar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ, Tümosan Motor Ve Traktör Sanayi AŞ, Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ'dir.

Arçelik AŞ

Arçelik AŞ 2009 yılında bir ve 2011 yılında iki olmak üzere toplam üç birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 18'de sunulmuştur.

Tablo 18 Arçelik AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
07.04.2009	-0,399	-1,993	0,996	0,737	0,915	0,515	2,577	1,005	2,571	3,193
21.07.2011	-0,018	-0,092	1,000	1,155	1,435	-0,429	-2,147	0,996	0,938	1,165
30.11.2011	-0,353	-1,765	0,996	1,390	1,726	-0,545	-2,724	0,995	0,625	0,776
	(t-15)					(t+15)				
07.04.2009	-0,154	-2,304	0,998	1,455	0,806	1,287	19,301	1,013	3,463	1,917
21.07.2011	-0,043	-0,643	1,000	1,397	0,774	-0,721	-10,812	0,993	1,346	0,746
30.11.2011	-0,304	-4,567	0,997	1,486	0,823	0,020	0,296	1,000	0,909	0,504
	(t-30)					(t+30)				
07.04.2009	0,064	1,930	1,001	1,720	0,642	-0,565	-16,941	0,994	4,262	1,591
21.07.2011	0,043	1,293	1,000	1,209	0,451	-0,372	-11,156	0,996	1,309	0,489
30.11.2011	-0,189	-5,660	0,998	1,528	0,571	0,523	15,697	1,005	1,894	0,707
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
07.04.2009	-0,576	-2,880	0,994	0,754	0,936	0,325	1,623	1,003	2,736	3,397
21.07.2011	-0,264	-1,321	0,997	1,158	1,438	-0,645	-3,224	0,994	0,937	1,164
30.11.2011	-0,244	-1,218	0,998	1,404	1,743	-0,433	-2,167	0,996	0,636	0,790
	(t-15)					(t+15)				
07.04.2009	-0,301	-4,517	0,997	1,444	0,800	1,120	16,797	1,011	3,547	1,964
21.07.2011	-0,278	-4,167	0,997	1,397	0,773	-0,980	-14,704	0,990	1,310	0,726
30.11.2011	-0,202	-3,032	0,998	1,495	0,828	0,124	1,866	1,001	0,909	0,503
	(t-30)					(t+30)				
07.04.2009	-0,046	-1,367	1,000	1,720	0,642	-0,725	-21,742	0,993	4,321	1,614
21.07.2011	-0,191	-5,740	0,998	1,204	0,450	-0,611	-18,333	0,994	1,300	0,485
30.11.2011	-0,085	-2,552	0,999	1,528	0,570	0,630	18,890	1,006	1,888	0,705

Arçelik AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,399 ile -0,018 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,545 ile 0,515'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -1,993 ile -0,092 arasında iken; (t+5) döneminde -2,724 ile 2,577 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,996 ile 1, (t+5) döneminde 0,995 ile 1,005 arasında değişmektedir. (t-5)

döneminde standart sapma değerleri 0,737 ile 1,390 arasında iken; (t+5) döneminde 0,625 ile 2,571 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,512-0,597-0,814'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,163-0,962-0,043'tür. 30.11.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Arçelik AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,304 ile -0,043 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,72 ile 1,29'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,567 ile -0,643 arasında iken; (t+15) döneminde -10,812 ile 19,301 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,997 ile 1, (t+15) döneminde 0,993 ile 1,013 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,397 ile 1,455 arasında iken; (t+15) döneminde 0,909 ile 3,463 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,167-0,203-0,489'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,029-0,950-0,067'dir. 07.04.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Arçelik AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,189 ile 0,064 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,565 ile 0,523'tür. Tüm tarihlerde her iki

dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -5,660 ile 1,930 arasında iken; (t+30) döneminde -16,941 ile 15,697 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,998 ile 1,001, (t+30) döneminde 0,994 ile 1,005 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,209 ile 1,720 arasında iken; (t+30) döneminde 1,309 ile 4,262 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,466-0,216-0,120'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0-0,618-0,769'dur. 07.04.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Arçelik AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,576 ile -0,244 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,645 ile 0,325'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -2,880 ile -1,218 arasında iken; (t+5) döneminde -3,224 ile 1,623 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,994 ile 0,998, (t+5) döneminde 0,994 ile 1,003 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,754 ile 1,404 arasında iken; (t+5) döneminde 0,636 ile 2,736 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,543-0,622-0,814'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,153-0,971-0,046'dır. 07.04.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Arçelik AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,301 ile -0,202 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,980 ile 1,120'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 21.07.2011 tarihi (t+15) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,517 ile -3,032 arasında iken; (t+15) döneminde -14,704 ile 16,797 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,997 ile 0,998, (t+15) döneminde 0,990 ile 1,011 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,397 ile 1,495 arasında iken; (t+15) döneminde 0,909 ile 3,547 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,181-0,181-0,489'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,033-0,991-0,068'dir. 07.04.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Arçelik AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,191 ile -0,046 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,725 ile 0,630'dur. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 21.07.2011 tarihi (t+30) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -5,740 ile -1,367 arasında iken; (t+30) döneminde -21,742 ile 18,890 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,998 ile 1, (t+30) döneminde 0,993 ile 1,006 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,204 ile 1,720 arasında iken; (t+30) döneminde 1,300 ile 4,321 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,437-0,208-0,119'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı

getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,001-0,583-0,777'dir. 07.04.2009 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ 2011 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 19'da sunulmuştur.

Tablo 19 Ege Endüstri ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
06.12.2011	-6,357	-31,783	0,937	4,069	5,053	-2,958	-14,788	0,970	11,856	14,721
	(t-15)					(t+15)				
06.12.2011	0,119	1,787	1,001	6,347	3,515	-1,841	-27,609	0,982	8,646	4,788
	(t-30)					(t+30)				
06.12.2011	0,437	13,121	1,004	6,137	2,291	-1,356	-40,678	0,986	6,250	2,334
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
06.12.2011	-7,849	-39,244	0,924	4,283	5,317	-3,777	-18,885	0,962	11,881	14,752
	(t-15)					(t+15)				
06.12.2011	-0,956	-14,340	0,991	6,503	3,601	-2,847	-42,709	0,972	8,594	4,759
	(t-30)					(t+30)				
06.12.2011	-0,591	-17,727	0,994	6,395	2,388	-2,432	-72,948	0,976	6,227	2,325

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -6,357 iken; bu değer (t+5) döneminde -2,958'dir. 06.12.2011 tarihi (t-5) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan küçükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -31,783 iken; (t+5) döneminde -14,788'dir.

Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,937, (t+5) döneminde 0,970'tir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 4,069 iken; (t+5) döneminde 11,856'dır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,611'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,001'dir. 06.12.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,119 iken; bu değer (t+15) döneminde -1,841'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 1,787 iken; (t+15) döneminde -27,609'dur. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,001 iken; (t+15) döneminde 0,982'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 6,347 iken; (t+15) döneminde 8,646'dır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,500'dür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,166'dır. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,437 iken; bu değer (t+30) döneminde -1,356'dır. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 13,121 iken; (t+30) döneminde -40,678'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,004, (t+30) döneminde 0,986'dır. (t-30) döneminde standart sapma

değeri 6,137 iken; (t+30) döneminde 6,250'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,275'tir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,986'dır. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -7,849 iken; bu değer (t+5) döneminde -3,777'dir. 06.12.2012 tarihi (t-5) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan küçükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -39,244 iken; (t+5) döneminde -18,885'tir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,924, (t+5) döneminde 0,962'dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 4,283 iken; (t+5) döneminde 11,881'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,547'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,001'dir. 06.12.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,956 iken; bu değer (t+15) döneminde -2,847'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -14,340 iken; (t+15) döneminde -42,709'dur. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,991, (t+15) döneminde 0,972'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 6,503 iken; (t+15) döneminde 8,594'tür. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı

getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,517'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,203'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Ege Endüstri ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,591 iken; bu değer (t+30) döneminde -2,432'dir. 06.12.2012 tarihi (t+30) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan küçükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -17,727 iken; (t+30) döneminde -72,948'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,994, (t+30) döneminde 0,976'dır. (t-30) döneminde standart sapma değeri 6,395 iken; (t+30) döneminde 6,227'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,271'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,831'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ 2010 yılında bir birleşme işlemini gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 20'de sunulmuştur.

Tablo 20 Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
18.02.2010	0,242	1,208	1,002	0,941	1,168	-1,787	-8,936	0,982	1,860	2,310
	(t-15)					(t+15)				
18.02.2010	-0,154	-2,313	0,998	0,994	0,551	-0,108	-1,621	0,999	2,957	1,638
	(t-30)					(t+30)				
18.02.2010	-0,130	-3,892	0,999	1,122	0,419	-0,067	-2,006	0,999	2,600	0,971
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
18.02.2010	0,176	0,882	1,002	0,882	1,095	-1,410	-7,049	0,986	1,990	2,470
	(t-15)					(t+15)				
18.02.2010	-0,018	-0,270	1,000	0,872	0,483	0,013	0,188	1,000	2,862	1,585
	(t-30)					(t+30)				
18.02.2010	0,004	0,116	1,000	1,065	0,398	-0,004	-0,120	1,000	2,583	0,965

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,242 iken; bu değer (t+5) döneminde -1,787'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 1,208 iken; (t+5) döneminde -8,936'dır. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,002, (t+5) döneminde 0,982'dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 0,941 iken; (t+5) döneminde 1,860'dır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,100'dür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,024'tür. 18.02.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,154 iken; bu değer (t+15) döneminde -0,108'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,313 iken; (t+15) döneminde -1,621'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,998, (t+15) döneminde 0,999'dur. (t-15) döneminde standart sapma değeri 0,994 iken; (t+15) döneminde 2,957'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,957'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,021'dir. 18.02.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,130 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,067'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -3,892 iken; (t+30) döneminde -2,006'dır. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,999, (t+30) döneminde 0,999'dur. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,122 iken; (t+30) döneminde 2,600'dür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,905'tir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,013'tür. 18.02.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,176 iken; bu değer (t+5) döneminde -1,410'dur. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifira eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 0,882 iken; (t+5) döneminde -7,049'dur. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 1,002, (t+5) döneminde 0,986'dır. (t-5) döneminde standart sapma değeri 0,882 iken; (t+5) döneminde 1,990'dır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,200'dür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,030'dur. 18.02.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Karsan Otomotiv Sanayii Ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,018 iken; bu değer (t+15) döneminde 0,013'tür. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifira eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -0,270 iken; (t+15) döneminde 0,188'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1, (t+15) döneminde 1'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 0,872 iken; (t+15) döneminde 2,862'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,969'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,021'dir. 18.02.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30)

döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,004 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,004'tür. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 0,116 iken; (t+30) döneminde -0,120'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1, (t+30) döneminde 1'dir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,065 iken; (t+30) döneminde 2,583'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,989'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,014'tür. 18.02.2010 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre artış %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ 2011 yılında iki birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 21'de sunulmuştur.

Tablo 21 Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
21.07.2011	2,469	12,345	1,025	2,827	3,510	-0,263	-1,313	0,997	1,312	1,629
19.08.2011	1,800	8,999	1,018	1,669	2,072	-0,132	-0,658	0,999	0,777	0,965
	(t-15)					(t+15)				
21.07.2011	1,106	16,588	1,011	2,338	1,295	-0,687	-10,298	0,993	1,813	1,004
19.08.2011	0,001	0,013	1,000	2,274	1,259	-0,295	-4,421	0,997	1,177	0,652
	(t-30)					(t+30)				
21.07.2011	0,617	18,510	1,006	1,904	0,711	-0,121	-3,635	0,999	1,817	0,678
19.08.2011	0,480	14,388	1,005	2,287	0,854	-0,337	-10,120	0,997	1,430	0,534
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
21.07.2011	1,361	6,806	1,014	2,899	3,599	-0,496	-2,481	0,995	0,388	0,482
19.08.2011	-0,485	-2,427	0,995	1,057	1,313	-0,683	-3,413	0,993	0,603	0,749

	(t-15)					(t+15)				
21.07.2011	0,306	4,593	1,003	2,278	1,262	-2,191	-32,859	0,978	2,461	1,363
19.08.2011	-1,450	-21,745	0,986	2,674	1,481	-0,655	-9,831	0,994	0,889	0,493
	(t-30)					(t+30)				
21.07.2011	-0,167	-5,018	0,998	1,795	0,670	-1,043	-31,277	0,990	2,281	0,852
19.08.2011	-0,640	-19,205	0,994	2,492	0,931	-0,848	-25,429	0,992	1,105	0,413

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 1,800 ve 2,469 iken; (t+5) döneminde -0,263 ve -0,133'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 8,999 ve 12,345 iken; (t+5) döneminde -1,313 ve -0,658'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 1,018 ve 1,025, (t+5) döneminde 0,997 ve 0,999'dur. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,669 ve 2,827 iken; (t+5) döneminde 0,777 ve 1,312'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,118-0,069'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,309-0,119'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,01 ve 1,106 iken; (t+15) döneminde -0,687 ve -0,295'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 0,013 ve 16,588 iken; (t+15) döneminde -4,421 ve -10,298'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1 ve 1,011, (t+15) döneminde 0,993 ve 0,997'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 2,274 ve 2,338 iken; (t+15) döneminde 1,177 ve 1,813'tür. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri

arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,031-0,667'dir. 21.07.2011 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,924-0,025'tir. 18.08.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,480 ve 0,617 iken; (t+30) döneminde -0,337 ve -0,121'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 14,388 ve 18,510 iken; (t+30) döneminde -10,120 ve -3,635'tir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 1,005 ve 1,006, (t+30) döneminde 0,997 ve 0,999'dur. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,904 ve 2,287 iken; (t+30) döneminde 0,997 ve 0,999'dur. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,137-0,108'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,589-0,151'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,485 ve 1,361 iken; (t+5) döneminde -0,683 ve -0,496'dır. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 21.07.2011 tarihi (t+5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -2,427 ve 6,806 iken; (t+5) döneminde -

3,413 ve -2,481'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,995 ve 1,014, (t+5) döneminde 0,993 ve 0,995'tir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,057 ve 2,899 iken; (t+5) döneminde 0,388 ve 0,603'tür. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,240-0,031'dir. 19.08.2011 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,066-0,302'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,450 ve 0,306 iken; (t+15) döneminde -2,191 ve -0,655'tir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 21.07.2011 ve 19.08.2011 tarihlerinin (t+15) dönemlerinde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -21,745 ve 4,593 iken; (t+15) döneminde -32,859 ve -9,831'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,986 ve 1,003, (t+15) döneminde 0,978 ve 0,994'tür. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 2,278 ve 2,674 iken; (t+15) döneminde 0,889 ve 2,461'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,009-0,307'dir. 21.07.2011 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,684-0,014'tür. 19.08.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30)

döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,640 ve -0,167 iken; (t+30) döneminde -1,043 ve -0,848'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 21.07.2011 ve 19.08.2011 tarihlerini (t+30) dönemlerinde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -19,205 ve -5,018 iken; (t+30) döneminde -31,277 ve -25,429'dur. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,994 ve 0,998, (t+30) döneminde 0,990 ve 0,992'dir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,795 ve 2,492 iken; (t+30) döneminde 1,105 ve 2,281'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,110-0,683'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,350-0,051'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ

Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ 2014 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 22'de sunulmuştur.

Tablo 22 Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
01.04.2014	-0,431	-2,156	0,996	1,801	2,236	-0,318	-1,591	0,997	1,369	1,700
	(t-15)					(t+15)				
01.04.2014	-0,193	-2,898	0,998	1,355	0,750	-0,034	-0,503	1,000	1,069	0,592
	(t-30)					(t+30)				
01.04.2014	-0,100	-3,002	0,999	1,331	0,497	-0,132	-3,959	0,999	1,370	0,512
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
01.04.2014	-0,566	-2,830	0,994	1,851	2,298	-0,390	-1,950	0,996	1,414	1,755
	(t-15)					(t+15)				

01.04.2014	-0,256	-3,839	0,997	1,406	0,778	-0,064	-0,962	0,999	1,097	0,608
	(t-30)					(t+30)				
01.04.2014	-0,130	-3,913	0,999	1,343	0,501	-0,162	-4,847	0,998	1,400	0,523

Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,431 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,318'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,156 iken; (t+5) döneminde -1,591'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,996, (t+5) döneminde 0,997'dir. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,801 iken; (t+5) döneminde 1,369'dur. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,922'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,639'dur. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,193 iken; bu değer (t+15) döneminde -0,034'tür. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,898 iken; (t+15) döneminde -0,503'tür. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,998, (t+15) döneminde 1'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,355 iken; (t+15) döneminde 1,069'dur. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,729'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri

varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,344'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,100 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,132'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -3,002 iken; (t+30) döneminde -3,959'dur. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,999, (t+30) döneminde 0,999'dur. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,331 iken; (t+30) döneminde 1,370'tir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,931'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,887'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,566 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,390'dır. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,830 iken; (t+5) döneminde -1,950'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,994, (t+5) döneminde 0,996'dır. (t-5) döneminde standart sapma değeri 1,851 iken; (t+5) döneminde 1,414'tür. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,884'tür. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,674'tür. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tümosan Motor Ve Traktör Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,256 iken; bu değer (t+15) döneminde -0,064'tür. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifira eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -3,839 iken; (t+15) döneminde -0,962'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 0,997, (t+15) döneminde 0,999'dur. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,406 iken; (t+15) döneminde 1,097'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,689'dur. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,291'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,130 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,162'dir. Her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifira eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -3,913 iken; (t+30) döneminde -4,847'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 0,999, (t+30) döneminde 0,998'dir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,343 iken; (t+30) döneminde 1,400'dür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,932'dir. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,997'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ 2009 yılında bir ve 2012 yılında iki olmak üzere toplam üç birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 23'te sunulmuştur.

Tablo 23 Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
24.12.2009	-0,594	-2,970	0,994	0,945	1,174	0,357	1,785	1,004	1,096	1,361
22.03.2012	0,091	0,456	1,001	2,584	3,209	-0,193	-0,963	0,998	0,520	0,646
23.11.2012	0,359	1,796	1,004	1,050	1,304	-0,457	-2,285	0,995	0,682	0,846
	(t-15)					(t+15)				
24.12.2009	-0,018	-0,265	1,000	1,821	1,008	0,401	6,008	1,004	2,843	1,574
22.03.2012	-0,153	-2,302	0,998	1,654	0,916	0,070	1,048	1,001	1,208	0,669
23.11.2012	0,064	0,962	1,001	1,337	0,740	-0,141	-2,117	0,999	1,341	0,742
	(t-30)					(t+30)				
24.12.2009	0,072	2,156	1,001	2,031	0,758	0,043	1,276	1,000	2,228	0,832
22.03.2012	0,037	1,108	1,000	1,456	0,544	-0,047	-1,413	1,000	1,019	0,380
23.11.2012	-0,233	-6,988	0,998	1,129	0,422	-0,080	-2,413	0,999	1,134	0,423
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
24.12.2009	-0,995	-4,974	0,990	1,061	1,317	0,004	-0,020	1,000	1,168	1,451
22.03.2012	0,126	0,629	1,001	2,579	3,203	-0,227	-1,137	0,998	0,449	0,558
23.11.2012	0,484	2,418	1,005	0,916	1,137	0,019	0,096	1,000	0,730	0,906
	(t-15)					(t+15)				
24.12.2009	-0,387	-5,802	0,996	1,785	0,988	0,019	0,282	1,000	2,825	1,565
22.03.2012	-0,144	-2,154	0,999	1,665	0,922	0,032	0,487	1,000	1,155	0,639
23.11.2012	0,266	3,987	1,003	1,277	0,707	0,305	4,569	1,003	1,375	0,762
	(t-30)					(t+30)				
24.12.2009	-0,313	-9,392	0,997	2,035	0,760	-0,372	-11,172	0,996	2,252	0,841
22.03.2012	0,026	0,777	1,000	1,478	0,552	-0,094	-2,834	0,999	0,999	0,373
23.11.2012	0,093	2,790	1,001	1,040	0,388	0,341	10,227	1,003	1,138	0,425

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -

0,594 ile 0,356 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,457 ile 0,357'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -2,970 ile 1,796 arasında iken; (t+5) döneminde -2,285 ile 1,785 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,994 ile 1,004, (t+5) döneminde 0,995 ile 1,004 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,945 ile 2,584 arasında iken; (t+5) döneminde 0,520 ile 1,096 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,227-0,835-0,227'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,387-0,073-0,334'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,153 ile 0,064 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,141 ile 0,401'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -2,302 ile 0,962 arasında iken; (t+15) döneminde -2,117 ile 6,008 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,998 ile 1,001, (t+15) döneminde 0,999 ile 1,004 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,337 ile 1,821 arasında iken; (t+15) döneminde 1,208 ile 2,843 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,647-0,685-0,688'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,159-0,596-0,809'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,233 ile 0,072 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,080 ile 0,047'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,988 ile 2,156 arasında iken; (t+30) döneminde -2,413 ile 1,276 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,998 ile 1,001, (t+30) döneminde 0,999 ile 1 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,129 ile 2,031 arasında iken; (t+30) döneminde 1,019 ile 2,228 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,958-0,800-0,610'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,744-0,220-0,585'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,995 ile 0,484 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -0,227 ile 0,019'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,974 ile 2,418 arasında iken; (t+5) döneminde -1,137 ile 0,096 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,990 ile 1,005, (t+5) döneminde 0,998 ile 1 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,916 ile 2,579 arasında iken; (t+5) döneminde 0,449 ile 1,168 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,246-0,794-0,450'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen

ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (T+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,519-0,067-0,656'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,387 ile 0,266 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde 0,019 ile 0,32'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -5,802 ile 3,987 arasında iken; (t+15) döneminde 0,282 ile 4,569 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,996 ile 1,003, (t+15) döneminde 1 ile 1,003 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,277 ile 1,785 arasında iken; (t+15) döneminde 1,155 ile 2,825 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,653-0,748-0,939'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,145-0,483-0,988'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,313 ile 0,093 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,372 ile 0,341'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -9,392 ile 2,790 arasında iken; (t+30) döneminde -11,172 ile 10,227 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,997 ile 1,001, (t+30) döneminde 0,996 ile 1,003 arasında değişmektedir.

(t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,040 ile 2,035 arasında iken; (t+30) döneminde 0,999 ile 2,252 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,916-0,720-0,391'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,720-0,244-0,992'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

4.5.1.6. Taş Toprak Sektörü

Taş Toprak alt sektöründe birleşme işlemi gerçekleştiren işletmeler Anadolu Cam Sanayii AŞ, Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ, Göltaş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ, Trakya Cam Sanayii AŞ'dir.

Anadolu Cam Sanayii AŞ

Anadolu Cam Sanayii AŞ 2011, 2012 ve 2013 yıllarında bir olmak üzere toplam üç birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 24'te sunulmuştur.

Tablo 24 Anadolu Cam Sanayii AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
18.11.2011	-0,025	-0,124	1,000	0,634	0,787	-1,333	-6,663	0,987	2,116	2,627
17.12.2012	0,149	0,745	1,001	1,778	2,208	0,559	2,794	1,006	1,068	1,326
04.09.2013	-0,827	-4,136	0,992	2,412	2,994	-0,507	-2,535	0,995	0,770	0,957
	(t-15)					(t+15)				
18.11.2011	0,087	1,302	1,001	1,025	0,567	-0,233	-3,489	0,998	1,598	0,885
17.12.2012	-0,172	-2,577	0,998	1,323	0,733	0,112	1,682	1,001	0,948	0,525
04.09.2013	-0,532	-7,975	0,995	1,615	0,894	-0,326	-4,884	0,997	1,299	0,720
	(t-30)					(t+30)				
18.11.2011	0,258	7,725	1,003	1,211	0,452	-0,390	-11,696	0,996	1,311	0,490
17.12.2012	-0,192	-5,753	0,998	1,271	0,475	0,163	4,895	1,002	1,107	0,413
04.09.2013	-0,326	-9,773	0,997	1,393	0,520	-0,117	-3,514	0,999	1,843	0,688

Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
18.11.2011	0,215	1,075	1,002	0,657	0,815	-1,037	-5,185	0,989	2,206	2,739
17.12.2012	0,033	0,167	1,000	1,761	2,187	0,418	2,088	1,004	1,115	1,384
04.09.2013	-1,053	-5,266	0,989	2,451	3,043	-0,570	-2,851	0,994	0,648	0,804
	(t-15)					(t+15)				
18.11.2011	0,328	4,927	1,003	1,011	0,560	0,002	0,027	1,000	1,604	0,888
17.12.2012	-0,065	-0,971	0,999	1,265	0,701	0,099	1,483	1,001	0,911	0,504
04.09.2013	-0,781	-11,716	0,992	1,634	0,905	-0,433	-6,496	0,996	1,155	0,640
	(t-30)					(t+30)				
18.11.2011	0,502	15,068	1,005	1,240	0,463	-0,149	-4,464	0,999	1,327	0,495
17.12.2012	-0,208	-6,237	0,998	1,175	0,439	0,137	4,114	1,001	1,314	0,491
04.09.2013	-0,549	-16,456	0,995	1,387	0,518	-0,254	-7,618	0,997	1,767	0,660

Anadolu Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,827 ile 0,149 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -1,333 ile 0,559'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,136 ile 0,745 arasında iken; (t+5) döneminde -6,663 ile 2,794 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,992 ile 1,001, (t+5) döneminde 0,987 ile 1,006 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,634 ile 2,412 arasında iken; (t+5) döneminde 0,770 ile 2,116 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,293-0,704-0,807'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,037-0,323-0,027'dir. 18.11.2011 ve 04.09.2013 tarihlerinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Anadolu Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre;

(t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,532 ile 0,087 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,326 ile 0,112'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -7,975 ile 1,302 arasında iken; (t+15) döneminde -4,884 ile 1,682 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,995 ile 1,001, (t+15) döneminde 0,997 ile 1,001 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,025 ile 1,615 arasında iken; (t+15) döneminde 0,997 ile 1,001 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,533-0,517-0,712'dir Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,194-0,287-0,518'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,192 ile 0,258 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,390 ile 0,163'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -9,773 ile 7,725 arasında iken; (t+30) döneminde -11,696 ile 4,895 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,997 ile 1,003, (t+30) döneminde 0,996 ile 1,002 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,211 ile 1,393 arasında iken; (t+30) döneminde 1,107 ile 1,843 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,055-0,260-0,630'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde

edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,888-0,622-0,607'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,053 ile 0,215 arasında iken; bu değişim aralığı (t+5) dönemi -1,037 ile 0,418'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -5,266 ile 1,067 arasında iken; (t+5) döneminde -5,185 ile 2,088 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,989 ile 1,002, (t+5) döneminde 0,989 ile 1,004 arasında değişmektedir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,657 ile 2,451 arasında iken; (t+5) döneminde 0,648 ile 2,206 arasındadır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,330-0,725-0,721'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,038-0,303-0,024'tür. 18.11.2011 ve 04.09.2013 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Anadolu Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,781 ile 0,328 arasında iken; bu değişim aralığı (t+15) döneminde -0,433 ile 0,099'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -11,716 ile 4,927 arasında iken; (t+15) döneminde -6,50 ile 1,48 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,992 ile 1,003, (t+15) döneminde 0,996 ile 1,001 arasında değişmektedir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,011 ile 1,634 arasında iken; (t+15) döneminde 0,911 ile 1,604 arasındadır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında

ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,525-0,697-0,522'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,242-0,197-0,276'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Anadolu Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,549 ile 0,502 arasında iken; bu değişim aralığı (t+30) döneminde -0,254 ile 0,137'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 18.11.2011 tarihi (t-30) döneminde sıfırdan büyük. 04.09.2013 tarihi (t-30) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -16,456 ile 15,068 arasında iken; (t+30) döneminde -7,618 ile 4,114 arasındadır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,995 ile 1,005, (t+30) döneminde 0,997 ile 1,001 arasında değişmektedir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,175 ile 1,387 arasında iken; (t+30) döneminde 1,314 ile 1,767 arasındadır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,059-0,297-0,483'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,964-0,802-0,775'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ 2010 ve 2012 yıllarında bir olmak üzere toplam iki birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 25'te sunulmuştur.

Tablo 25 Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
09.02.2010	0,368	1,842	1,004	1,764	2,191	0,180	0,900	1,002	2,544	3,159
31.05.2012	0,381	1,906	1,004	1,323	1,643	-0,567	-2,833	0,994	1,184	1,470
	(t-15)					(t+15)				
09.02.2010	0,091	1,365	1,001	1,362	0,754	0,102	1,530	1,001	2,081	1,153
31.05.2012	0,424	6,366	1,004	1,348	0,747	-0,678	-10,174	0,993	1,131	0,626
	(t-30)					(t+30)				
09.02.2010	0,076	2,292	1,001	1,219	0,455	-0,110	-3,298	0,999	1,716	0,641
31.05.2012	-0,001	-0,015	1,000	2,360	0,881	-0,418	-12,543	0,996	1,189	0,444
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
09.02.2010	-0,997	-4,986	0,990	2,434	3,022	0,155	0,777	1,002	2,806	3,484
31.05.2012	0,293	1,463	1,003	1,383	1,717	-0,231	-1,155	0,998	1,157	1,437
	(t-15)					(t+15)				
09.02.2010	-0,446	-6,697	0,996	1,793	0,993	-0,065	-0,982	0,999	2,316	1,282
31.05.2012	0,267	4,010	1,003	1,401	0,776	-0,317	-4,762	0,997	1,133	0,627
	(t-30)					(t+30)				
09.02.2010	-0,203	-6,098	0,998	1,437	0,536	-0,204	-6,132	0,998	1,804	0,673
31.05.2012	-0,137	-4,098	0,999	2,240	0,836	-0,167	-5,004	0,998	1,054	0,394

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,368 ve 0,381 iken; (t+5) döneminde -0,567 ve 0,180'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 1,842 ve 1,906 iken; (t+5) döneminde -2,833 ve 0,900'dür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 1,004, (t+5)

döneminde 0,994 ve 1,002'dir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,323 ve 1,764 iken; (t+5) döneminde 1,184 ve 2,544'tür. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,907-0,316'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,589-0,490'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,091 ve 0,424 iken; (t+15) döneminde -0,678 ve 0,102'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 31.05.2012 tarihi (t+15) döneminde sıfırdan büyükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 1,365 ve 6,366 iken; (t+15) döneminde -10,174 ve 1,530'dur. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1,001 ve 1,004, (t+15) döneminde 0,993 ve 1,001'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,348 ve 1,362 iken; (t+15) döneminde 1,131 ve 2,081'dir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,986-0,026'dır. 31.05.2012 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,106-0,308'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,001 ve 0,076 iken; (t+30) döneminde -0,418 ve -0,110'dur. Tüm tarihlerde her iki

dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -0,015 ve 2,292 iken; (t+30) döneminde -12,543 ve -3,298'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 1 ve 1,001, (t+30) döneminde 0,996 ve 0,999'dur. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,219 ve 2,360 iken; (t+30) döneminde 1,189 ve 1,716'dır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,637-0,398'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,194-0,306'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,997 ve 0,293 iken; (t+5) döneminde -0,231 ve 0,155'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,986 ve 1,463 iken; (t+5) döneminde -1,155 ve 0,777'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,990 ve 1,003, (t+5) döneminde 0,998 ve 1,002'dir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,383 ve 2,434 iken; (t+5) döneminde 1,157 ve 2,806'dır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,551-0,576'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,873-0,562'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Çimsa Çimento Sanayi Ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15)

döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,446 ve 0,267 iken; (t+15) döneminde -0,317 ve -0,065'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,697 ve 4,010 iken; (t+15) döneminde -4,762 ve -0,982'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,996 ve 1,003, (t+15) döneminde 0,997 ve 0,999'dur. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,401 ve 1,793 iken; (t+15) döneminde 1,133 ve 2,316'dır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,630-0,234'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,517-0,522'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Çimsa Çimento Sanayi Ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,203 ve -0,137 iken; (t+30) döneminde -0,204 ve -0,167'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,098 ve -4,098 iken; (t+30) döneminde -6,132 ve -5,004'tür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,998 ve 0,999, (t+30) döneminde 0,998'dir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,437 ve 2,240 iken; (t+30) döneminde 1,054 ve 1,804'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,996-0,948'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,478-0,210'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ 2013 yılında bir birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 26'de sunulmuştur.

Tablo 26 Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
06.12.2013	-0,278	-1,390	0,997	2,258	2,803	-0,613	-3,067	0,994	0,419	0,521
	(t-15)					(t+15)				
06.12.2013	0,412	6,177	1,004	1,774	0,982	-0,985	-14,778	0,990	1,834	1,015
	(t-30)					(t+30)				
06.12.2013	0,414	12,429	1,004	1,873	0,699	-0,344	-10,329	0,997	1,672	0,624
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
06.12.2013	-0,499	-2,496	0,995	2,569	3,190	-0,603	-3,017	0,994	0,632	0,784
	(t-15)					(t+15)				
06.12.2013	0,327	4,901	1,003	1,860	1,030	-1,260	-18,895	0,987	2,139	1,184
	(t-30)					(t+30)				
06.12.2013	0,293	8,787	1,003	1,920	0,717	-0,385	-11,561	0,996	1,976	0,738

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,278 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,613'tür. 06.12.2013 tarihi (t+5) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sıfırdan küçükken diğer dönemde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -1,390 iken; (t+5) döneminde -3,067'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,997, (t+5) döneminde 0,994'tür. (t-5) döneminde standart sapma değeri 2,258 iken; (t+5) döneminde 0,419'dur. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,785'tir. Her iki

dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,014'tür. 06.12.2013 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,412 iken; bu değer (t+15) döneminde -0,985'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 6,177 iken; (t+15) döneminde -14,778'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,004, (t+15) döneminde 0,990'dır. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,774 iken; (t+15) döneminde 1,834'tür. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,049'dur. 06.12.2013 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,780'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,414 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,344'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 12,429 iken; (t+30) döneminde -10,329'dur. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,004, (t+30) döneminde 0,997'dir. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,873 iken; (t+30) döneminde 1,672'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,109'dur. Her iki dönemde gerçekleşen

ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,075'tir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri -0,499 iken; bu değer (t+5) döneminde -0,603'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri -2,496 iken; (t+5) döneminde -3,017'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-5) döneminde 0,995, (t+5) döneminde 0,994'tür. (t-5) döneminde standart sapma değeri 2,569 iken; (t+5) döneminde 0,632'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,940'tır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,018'dir. 06.12.2013 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,327 iken; bu değer (t+15) döneminde -1,260'tır. 06.12.2013 tarihi (t+15) döneminde günlük ortalama aşırı getiri değeri %95 güven düzeyinde sifırdan küçükken diğer dönemde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 4,901 iken; (t+15) döneminde -18,895'tir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-15) döneminde 1,003, (t+15) döneminde 0,987'dir. (t-15) döneminde standart sapma değeri 1,860 iken; (t+15) döneminde 2,139'dur. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,046'dır. 06.12.2013 tarihinde ortalama aşırı getirideki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri

değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,691'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değeri 0,293 iken; bu değer (t+30) döneminde -0,385'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değeri 8,787 iken; (t+30) döneminde -11,561'dir. Göreceli refah göstergesi değeri (t-30) döneminde 1,003, (t+30) döneminde 0,996'dır. (t-30) döneminde standart sapma değeri 1,920 iken; (t+30) döneminde 1,976'dır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,190'dır. Her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değeri 0,442'dir. Her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Trakya Cam Sanayii AŞ

Trakya Cam Sanayii AŞ 2013 yılında iki birleşme işlemi gerçekleştirmiştir. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 27'de sunulmuştur.

Tablo 27 Trakya Cam Sanayii AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
11.06.2013	-0,698	-3,488	0,993	1,236	1,535	0,051	0,255	1,001	1,416	1,758
02.07.2013	0,118	0,590	1,001	1,672	2,076	0,355	1,774	1,004	1,677	2,082
	(t-15)					(t+15)				
11.06.2013	0,152	2,277	1,002	1,165	0,645	-0,026	-0,392	1,000	1,367	0,757
02.07.2013	0,192	2,875	1,002	1,647	0,912	-0,229	-4,381	0,997	1,385	0,767
	(t-30)					(t+30)				

11.06.2013	-0,053	-1,592	0,999	1,324	0,495	-0,159	-4,773	0,998	1,382	0,516
02.07.2013	0,172	5,152	1,002	1,427	0,533	-0,149	-4,479	0,999	1,159	0,433
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
11.06.2013	-0,840	-4,202	0,992	1,422	1,766	-0,022	-0,111	1,000	1,530	1,899
02.07.2013	0,123	0,613	1,001	1,663	2,065	0,313	1,565	1,003	1,646	2,044
	(t-15)					(t+15)				
11.06.2013	-0,070	-1,055	0,999	1,225	0,678	-0,148	-2,215	0,999	1,463	0,810
02.07.2013	0,170	2,550	1,002	1,656	0,917	-0,316	-4,741	0,997	1,364	0,755
	(t-30)					(t+30)				
11.06.2013	-0,215	-6,458	0,998	1,365	0,510	-0,291	-8,717	0,997	1,382	0,516
02.07.2013	0,141	4,233	1,001	1,435	0,536	-0,173	-5,202	0,998	1,144	0,427

Trakya Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,698 ve 0,118 iken; (t+5) döneminde 0,051 ve 0,355'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -3,488 ve 0,590 iken; (t+5) döneminde 0,255 ve 1,774'tür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,993 ve 1,001, (t+5) döneminde 1,001 ve 1,004'tür. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,236 ve 1,672 iken; (t+5) döneminde 1,416 ve 1,677'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,449-0,846'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,919-0,756'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Trakya Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,152 ve 0,192 iken; (t+15) döneminde -0,292 ve -0,026'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük

ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 2,277 ve 2,875 iken; (t+15) döneminde -4,381 ve -0,392'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1,002, (t+15) döneminde 0,997 ve 1'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,165 ve 1,647 iken; (t+15) döneminde 1,367 ve 1,385'tir. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,712-0,408'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,717-0,535'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Trakya Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,053 ve 0,172 iken; (t+30) döneminde -0,159 ve -0,149'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -1,592 ve 5,152 iken; (t+30) döneminde -4,773 ve -4,479'dur. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,999 ve 1,002, (t+30) döneminde 0,998 ve 0,999'dur. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,324 ve 1,427 iken; (t+30) döneminde 1,159 ve 1,382'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,766-0,350'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,853-0,239'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Trakya Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde

edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,840 ve 0,123 iken; (t+5) döneminde -0,022 ve 0,313'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,202 ve 0,613 iken; (t+5) döneminde -0,111 ve 1,565'tir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,992 ve 1,001, (t+5) döneminde 1 ve 1,003'tür. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 1,422 ve 1,663 iken; (t+5) döneminde 1,530 ve 1,646'dır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,456-0,874'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,915-0,736'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Trakya Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,070 ve 0,170 iken; (t+15) döneminde -0,316 ve -0,148'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -1,055 ve 2,550 iken; (t+15) döneminde -4,741 ve -2,215'tir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 0,999 ve 1,002, (t+15) döneminde 0,997 ve 0,999'dur. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,225 ve 1,656 iken; (t+15) döneminde 1,364 ve 1,463'tür. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,881-0,406'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,628-0,493'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Trakya Cam Sanayii AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,215 ve 0,141 iken; (t+30) döneminde -0,291 ve -0,173'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,458 ve 4,233 iken; (t+30) döneminde -8,717 ve -5,202'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,998 ve 1,001, (t+30) döneminde 0,997 ve 0,998'dir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,365 ve 1,435 iken; (t+30) döneminde 1,382 ve 1,144'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,835-0,361'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,209-0,920'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

4.5.1.7. Tekstil Deri Sektörü

Tekstil Deri alt sektöründe birleşme işlemi gerçekleştiren işletme Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ'dir.

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ 2011 yılında dört adet birleşme duyurusu bulunmaktadır. Bu birleşme işlemleri sonucunda elde edilen aşırı getiri istatistikleri tablo 28'de sunulmuştur.

Tablo 28 Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ Birleşme İşlemlerinin Aşırı Getiri İstatistikleri

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi										
Duyuru Tarihi	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar	Ort Ag	Küm Ag	Gr	St Sap	%95 G.Ar
	(t-5)					(t+5)				
14.07.2011	0,032	0,162	1,000	0,605	0,751	-0,446	-2,228	0,996	1,201	1,492
14.11.2011	-1,249	-6,244	0,988	0,558	0,693	-0,490	-2,450	0,995	0,664	0,825
	(t-15)					(t+15)				
14.07.2011	0,236	3,544	1,002	1,471	0,815	-0,183	-2,746	0,998	1,056	0,585
14.11.2011	0,115	1,731	1,001	2,065	1,144	-0,740	-11,099	0,993	1,106	0,613
	(t-30)					(t+30)				
14.07.2011	-0,094	-2,821	0,999	1,483	0,554	-0,079	-2,372	0,999	1,824	0,681
14.11.2011	0,280	8,400	1,003	2,034	0,760	-0,414	-12,415	0,996	1,199	0,448
Piyasa Yöntemi										
	(t-5)					(t+5)				
14.07.2011	-0,272	-1,359	0,997	0,561	0,696	-1,201	-6,007	0,988	1,207	1,498
14.11.2011	-0,957	-4,783	0,990	0,530	0,658	-0,517	-2,583	0,995	0,825	1,025
	(t-15)					(t+15)				
14.07.2011	0,088	1,324	1,001	1,250	0,692	-0,765	-11,473	0,992	1,196	0,662
14.11.2011	0,263	3,938	1,003	1,872	1,037	-0,556	-8,337	0,994	1,107	0,613
	(t-30)					(t+30)				
14.07.2011	-0,401	-12,038	0,996	1,542	0,576	-0,787	-23,598	0,992	2,498	0,933
14.11.2011	0,471	14,133	1,005	1,857	0,693	-0,255	-7,654	0,997	1,197	0,447

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -1,249 ve 0,032 iken; (t+5) döneminde -0,490 ve -0,446'dır. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 14.11.2011 tarihi (t-5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -6,244 ve 0,162 iken; (t+5) döneminde -2,450 ve -2,228'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,988 ve 1, (t+5) döneminde 0,995 ve 0,996'dır. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,558 ve 0,605 iken; (T+5) döneminde 0,664 ve 1,201'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,499-

0,118'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,177-0,480'dir Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,115 ve 0,236 iken; (t+15) döneminde -0,740 ve -0,183'tür. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 14.11.2011 tarihi (t+15) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 1,731 ve 3,544 iken; (t+15) döneminde -11,099 ve -2,746'dır. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1,001 ve 1,002, (t+15) döneminde 0,993 ve 0,998'dir. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,471 ve 2,065 iken; (t+15) döneminde 1,056 ve 1,106'dır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,396-0,187'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,892-0,011'dir. 14.11.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,094 ve 0,280 iken; (t+30) döneminde -0,414 ve -0,079'dur. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -2,821 ve 8,400 iken; (t+30) döneminde -12,415 ve -2,372'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,999 ve 1,003, (t+30) döneminde 0,996 ve 0,999'dur. (t-30)

döneminde standart sapma değerleri 1,483 ve 2,034 iken; (t+30) döneminde 1,199 ve 1,824'tür. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,972-0,121'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,275-0,009'dur. 14.11.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 5 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,957 ve -0,272 iken; (t+5) döneminde -1,201 ve -0,517'dir. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 14.11.2011 tarihi (t-5) döneminde sıfırdan küçükken diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-5) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -4,783 ve -1,359 iken; (t+5) döneminde -6,007 ve -2,583'tür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-5) döneminde 0,990 ve 0,997, (t+5) döneminde 0,988 ve 0,995'tir. (t-5) döneminde standart sapma değerleri 0,530 ve 0,561 iken; (t+5) döneminde 0,825 ve 1,207'dir. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,201-0,396'dır. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-5) dönemi ile (t+5) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,150-0,368'dir. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen varyans değerleri aynıdır.

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 15 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri 0,088 ve 0,263 iken; (t+15) döneminde -0,765 ve -0,556'dır. Günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 düzeyinde 14.07.2011 tarihi (t+15) döneminde sıfırdan küçükken

diğer dönemlerde sıfıra eşittir. (t-15) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri 1,324 ve 3,938 iken; (t+15) döneminde -11,473 ve -8,337'dir. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-15) döneminde 1,001 ve 1,003, (t+15) döneminde 0,992 ve 0,994'tür. (t-15) döneminde standart sapma değerleri 1,250 ve 1,872 iken; (t+15) döneminde 1,107 ve 1,196'dır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,076-0,173'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-15) dönemi ile (t+15) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,423-0,030'dur. 14.11.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi Sanayi ve Ticaret AŞ birleşme işlemlerinin piyasa yöntemi esas alınarak hesaplanan 30 günlük kıyaslamalı aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-30) döneminde elde edilen günlük ortalama aşırı getiri değerleri -0,401 ve 0,471 iken; (t+30) döneminde -0,787 ve -0,255'tir. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. (t-30) döneminde kümülatif aşırı getiri değerleri -12,038 ve 14,133 iken; (t+30) döneminde -23,598 ve -7,654'tür. Göreceli refah göstergesi değerleri (t-30) döneminde 0,996 ve 1,005, (t+30) döneminde 0,992 ve 0,997'dir. (t-30) döneminde standart sapma değerleri 1,542 ve 1,857 iken; (t+30) döneminde 1,197 ve 2,498'dir. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında ortalama aşırı getiri değerleri arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,483-0,083'tür. Tüm tarihlerde her iki dönemde gerçekleşen ortalama aşırı getiri değerleri aynıdır. (t-30) dönemi ile (t+30) dönemleri arasında aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın anlamlılık testi sonucunda elde edilen p değerleri tarih sırasına göre 0,056-0,024'tür. 14.11.2011 tarihinde getiri varyansındaki bir önceki döneme göre azalma %95 güven düzeyinde anlamlıdır.

4.5.2. Sonuçların Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Bu bölümde incelenen işletmelerin verileri sonuçların günlük olarak hesaplanabilmesi amacıyla birlikte değerlendirilmiştir.

4.5.2.1. Ortalama Aşırı Getirilerin Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Günlük ortalama aşırı getirilerin değerlendirilmesi amacıyla birleşme öncesi ve birleşme sonrası 30'ar gün için BIST 100 Sınai Endeksindeki işletmelerin piyasaya göre düzeltilmiş getiri ve piyasa yöntemine göre hesaplanan ortalama aşırı getirileri, standart sapma ve standart hata verileri Tablo 29 ve Tablo 30'da sunulmuştur.

Tablo 29 Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,021	2,741	0,388
-29	0,749	3,296	0,466
-28	-0,018	2,788	0,394
-27	-0,088	2,821	0,399
-26	-0,066	2,242	0,317
-25	0,237	1,760	0,249
-24	-0,358	2,234	0,316
-23	-0,171	1,936	0,274
-22	0,332	2,139	0,303
-21	-0,233	1,963	0,278
-20	0,189	1,851	0,262
-19	0,002	1,768	0,250
-18	0,253	1,698	0,240
-17	-0,389	2,356	0,333
-16	-0,079	2,269	0,321
-15	0,601	2,674	0,378
-14	0,078	2,067	0,292
-13	0,432	2,330	0,329
-12	0,037	2,451	0,347
-11	0,140	1,847	0,261
-10	0,341	2,517	0,356
-9	-0,023	2,292	0,324

-8	-0,042	2,328	0,333
-7	-0,020	1,718	0,243
-6	0,585	2,350	0,332
-5	-0,204	1,799	0,254
-4	-0,230	2,455	0,347
-3	-0,185	2,723	0,385
-2	-0,529	1,669	0,236
-1	0,250	2,665	0,377
0	0,494	2,383	0,337
1	-0,427	2,718	0,384
2	-0,313	2,787	0,394
3	0,664	2,729	0,386
4	0,250	3,098	0,438
5	-0,563	2,845	0,402
6	-0,473	2,339	0,331
7	-0,397	1,692	0,239
8	-0,179	1,830	0,259
9	0,208	2,378	0,336
10	0,368	2,506	0,354
11	0,587	2,605	0,368
12	-0,174	2,120	0,300
13	-0,496	1,980	0,280
14	0,128	2,706	0,383
15	-0,124	2,490	0,352
16	-0,036	2,153	0,304
17	-0,348	2,785	0,394
18	0,383	2,536	0,362
19	-0,460	1,951	0,276
20	-0,192	2,817	0,398
21	0,438	2,545	0,360
22	0,297	3,299	0,471
23	-0,327	2,084	0,298
24	-0,503	1,910	0,273
25	0,173	2,554	0,365
26	0,472	3,361	0,480
27	0,071	3,610	0,516
28	0,676	3,784	0,541
29	-0,537	1,614	0,231
30	0,270	2,769	0,396

Tablo 29' a göre en yüksek ortalama aşırı getiri %0,749 ile -29. günde gerçekleşirken en düşük ortalama aşırı getiri %-0,563 ile 5. günde gerçekleşmiştir. Sektörde incelenen işletmelerin ortalama aşırı getirilerinin standart sapmasının en yüksek olduğu gün %3,784 ile 28. gün iken; en düşük standart sapma %1,614 ile 29. günde gerçekleşmiştir.

Ortalama aşırı getirilerin en yüksek olduğu 5 gün sırasıyla -29, 28, 3, -15, 11 günleridir. Bu günlerde ortalama aşırı getiri değerleri sırasıyla 0,749, 0,676, 0,664, 0,601 ve 0,587 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama aşırı getirilerin en düşük olduğu 5 gün ise sırasıyla 5, 29, -2, 24, 13 günleridir. Bu günlerde ortalama aşırı getiri değerleri sırasıyla -0,569, -0,537, -0,529, -0,503 ve -0,496'dır.

Standart sapmanın en yüksek olduğu 5 gün sırasıyla 28, 27, 26, 22 ve -29 günleridir. Bu günlerde standart sapma değerleri sırasıyla 3,784, 3,610, 3,361, 3,299 ve 3,296 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapmanın en düşük olduğu 5 gün ise sırasıyla 29, -2, 7, -18 ve -7 günleridir. Bu günlerde standart sapma değerleri sırasıyla 1,614, 1,669, 1,692, 1,698, 1,718'dir.

Ortalama aşırı getiri açısından günlük getiriler sektörlere göre incelendiğinde, gıda içecek sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,427'dir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,146 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde 0,532'dir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,010 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde 0,056'dir. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,057 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,015'tir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,214, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,046, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,028'dir. (Ek:2)

Kimya petrol plastik sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri -0,170'tir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,027

iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,103'tür. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,324 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,013'tür. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,185 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde 0,208'dir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,050, (-15,+15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,145, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,191'dir. (Ek:3)

Madencilik sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,600'dür. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,540 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde 0,285'tir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,240 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde 0,344'tür. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,162 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde 0,191'dir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,061, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,070, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,024'tür. (Ek:4)

Metal eşya sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,888'dir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,290 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,565'tir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,024 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,186'dır. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,100 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,228'dir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,308, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,050, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,049'dur. (Ek:5)

Taş toprak sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 1,598'dir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,101 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,234'tür. Birleşme duyurusu öncesi 15

günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,082 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,291'dir. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,044 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,191'dir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,007, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,049, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,046'dir. (Ek:6)

Tekstil deri sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri -0,785'tir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,609 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,467'dir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,175 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,460'tır. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,092 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,246'dır. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,560, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,164, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,088'dir. (Ek:7)

Metal ana sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri -1,490'dır. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,448 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,028'dir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,121 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,236'dır. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,090 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,158'dir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,055, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,221, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,088'dir. (Ek:8)

Ortalama aşırı getiriler bütün sektörlerin verilerinin biraraya getirilerek oluşturulduğu tablo 29'a göre incelendiğinde ise; duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,494'tür. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,180 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,078'dir. Birleşme duyurusu

öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,082 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,063'tür. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,054 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,019'dur. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,072, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,025, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,025'tir.

Tablo 30 Piyasa Yönteminde Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	-0,110	2,660	0,376
-29	0,686	3,375	0,477
-28	-0,015	2,859	0,404
-27	0,092	2,415	0,342
-26	-0,254	2,140	0,303
-25	0,121	1,697	0,240
-24	-0,363	2,081	0,294
-23	-0,239	1,754	0,248
-22	0,304	2,117	0,299
-21	-0,421	2,002	0,283
-20	0,130	1,862	0,263
-19	0,048	1,789	0,253
-18	0,126	1,638	0,232
-17	-0,348	2,176	0,308
-16	-0,070	2,134	0,302
-15	0,571	2,725	0,385
-14	0,024	1,984	0,281
-13	0,155	2,304	0,326
-12	-0,111	2,436	0,344
-11	0,132	1,835	0,260
-10	0,220	2,551	0,361
-9	-0,225	2,660	0,376
-8	-0,053	2,164	0,309
-7	-0,233	1,654	0,234
-6	0,506	2,144	0,303
-5	-0,143	1,757	0,248
-4	-0,407	2,745	0,388
-3	-0,515	2,813	0,398

-2	-0,556	1,773	0,251
-1	0,030	2,619	0,370
0	0,431	2,385	0,337
1	-0,629	2,936	0,415
2	-0,338	2,791	0,395
3	0,457	2,606	0,368
4	0,200	3,123	0,442
5	-0,579	3,022	0,427
6	-0,347	2,408	0,340
7	-0,528	1,885	0,267
8	-0,200	1,832	0,259
9	0,061	2,364	0,334
10	0,169	2,410	0,341
11	0,476	2,515	0,356
12	-0,338	2,416	0,342
13	-0,462	1,988	0,281
14	0,130	2,510	0,355
15	-0,035	2,711	0,383
16	-0,137	2,143	0,303
17	-0,426	3,029	0,428
18	0,392	2,465	0,352
19	-0,578	1,836	0,260
20	-0,315	2,816	0,398
21	0,341	2,455	0,347
22	0,231	3,368	0,481
23	-0,198	2,057	0,294
24	-0,580	1,818	0,260
25	-0,032	2,546	0,364
26	0,512	3,343	0,478
27	0,188	3,557	0,508
28	0,420	3,805	0,544
29	-0,562	1,612	0,230
30	0,174	2,794	0,399

En yüksek ortalama aşırı getiri % 0,686 ile -29. günde gerçekleşirken en düşük ortalama aşırı getiri % -0,629 ile 1. günde gerçekleşmiştir. Sektörde incelenen işletmelerin aşırı getirilerin standart sapmasının en yüksek olduğu gün % 3,805 ile 28. gün iken; en düşük standart sapma %1,612 ile 29. günde gerçekleşmiştir.

Ortalama aşırı getirilerin en yüksek olduğu 5 gün sırasıyla -29, -15, 26, -6 ve 11 günleridir. Bu günlerde ortalama aşırı getiri değerleri sırasıyla 0,686, 0,571, 0,512, 0,506 ve 0,476'dır. Ortalama aşırı getirinin en düşük olduğu 5 gün sırasıyla 1, 24, 5, 19 ve 29 günleridir. Bu günlerde ortalama aşırı getiri değerleri sırasıyla -0,629, -0,580, -0,579, -0,578 ve -0,562'dir.

Standart sapmanın en yüksek olduğu 5 gün sırasıyla 28, 27, -29, 22 ve 26 günleridir. Bu günlerde standart sapma değerleri sırasıyla 3,805, 3,557, 3,375, 3,368 ve 3,343'tür. Standart sapmanın en düşük olduğu 5 gün sırasıyla 29, -18, -7, -25 ve -23 günleridir. Bu günlerde standart sapma değerleri sırasıyla 1,612, 1,638, 1,654, 1,697 ve 1,754'tür.

Ortalama aşırı getiri açısından günlük getiriler sektörlere göre incelendiğinde, gıda içecek sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,190'dır. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,056 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde 0,162'dir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,031 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,011'dir. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,001 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,107'dir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,117, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,016, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,050'dir. (Ek:9)

Kimya petrol plastik sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,303'tür. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,138 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,089'dur. Birleşme duyurusu öncesi

15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,225 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde 0,010'dur. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,149 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde 0,242'dir. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,131, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,104, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,187'dir. (Ek:10)

Madencilik sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,775'tir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,656 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde 0,295'tir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,314 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde 0,417'dir. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,215 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde 0,256'dır. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,094, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,075, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,033'tür. (Ek:11)

Metal eşya sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,778'dir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,658 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,700'dür. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,311 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,466'dır. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,185 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,483'tür. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,546, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,351, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,316'dir. (Ek:12)

Taş toprak sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 1,801'dir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,341 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,198'dir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,034 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük

dönemde -0,305'tir. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,047 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,186'dır. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,081, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,106, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,085'tir. (Ek:13)

Tekstil deri sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri -1,200'dür. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,615 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,859'dur. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,176 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,660'tır. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,035 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,521'dir. Hisse senedinin (-5, +5) günlük elde tutma döneminde oluşan ortalama aşırı getiri -0,779, (-15, +15) günlük elde tutma döneminde oluşan ortalama aşırı getiri -0,273, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,259'dur. (Ek:14)

Metal ana sektöründe duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri -1,460'tır. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,508 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde 0,032'dir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,067 iken birleşme duyurusu sonrası 15 günlük dönemde -0,182'dir. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri 0,147 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,099'dur. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0,113, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,168, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi 0'dır. (Ek:15)

Ortalama aşırı getiriler bütün sektörlerin verilerinin biraraya getirilerek oluşturulduğu tablo 30'a göre incelendiğinde ise; duyuru tarihinde oluşan aşırı getiri 0,431'dir. Bu sektörde birleşme duyurusu öncesi 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,318 iken birleşme duyurusu sonrası 5 günlük dönemde -0,178'dir. Birleşme duyurusu öncesi 15 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,040 iken birleşme duyurusu sonrası

15 günlük dönemde -0,131'dir. Birleşme duyurusu öncesi 30 günlük dönemde ortalama aşırı getiri -0,031 iken birleşme duyurusu sonrası 30 günlük dönemde -0,084'tür. Hisse senedinin (-5, +5) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,186, (-15, +15) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,069, (-30, +30) döneminde oluşan ortalama aşırı getirisi -0,050'dir.

4.5.2.2. Güven Aralıklarının Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Güven aralıklarının günlük olarak değerlendirilmesi amacıyla birleşme öncesi ve birleşme sonrası 30'ar gün için sını endeksindeki işletmelerin güven değerleri Ek 16 ve Ek 17'de sunulmuştur. Ek 16'da piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre hesaplanan güven değerleri, Ek 17'de ise piyasa yöntemine göre hazırlanan güven değerleri yer almaktadır.

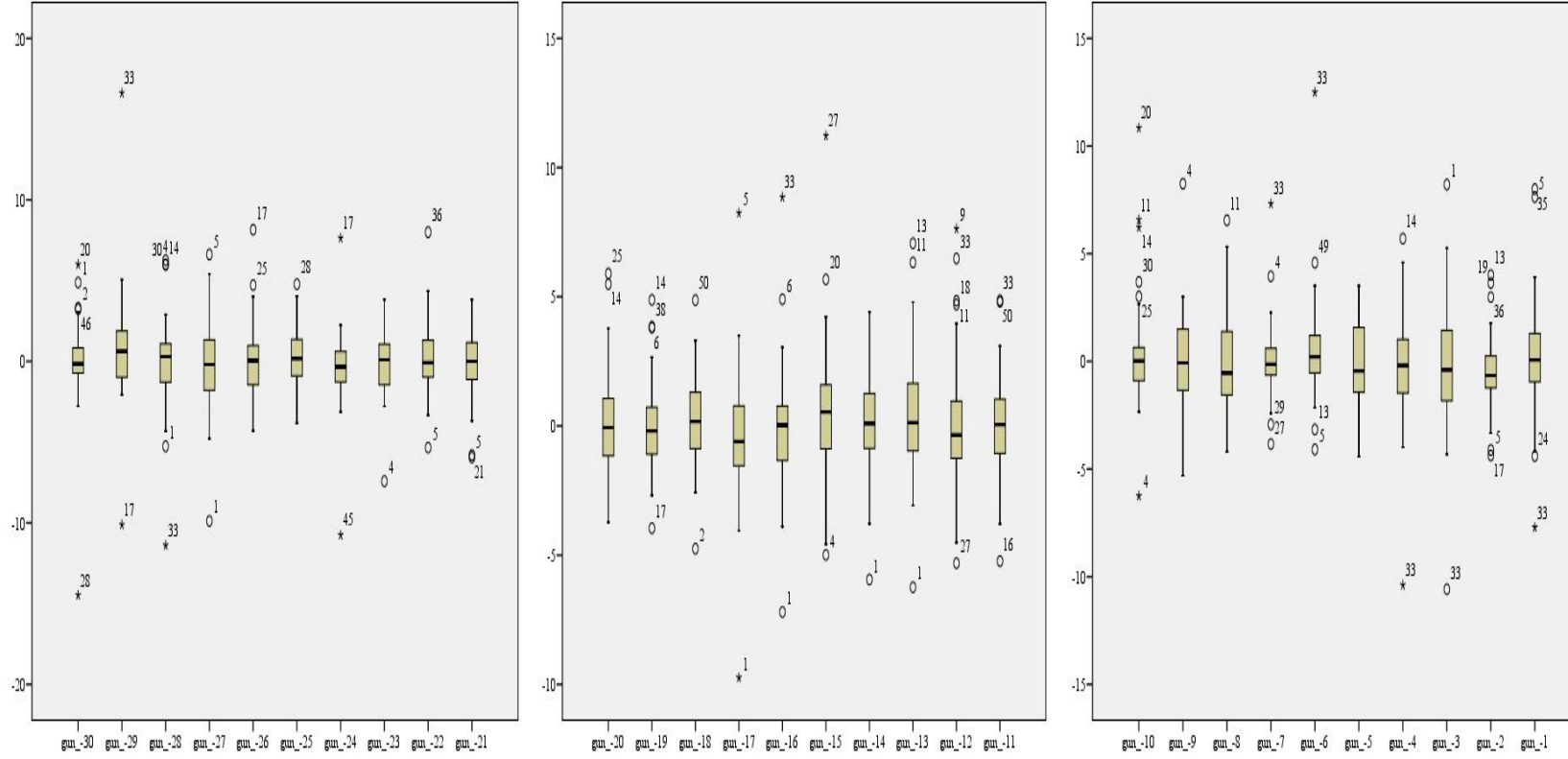
Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılarak yapılan hesaplamalarda, işletmelerin günlük ortalama aşırı getirileri için %90 düzeyinde gerçekleşen güven aralıkları incelendiğinde -6, 3, 13 ve 24. günlerde güven aralıklarının negatif bölgede yer aldığı görülmektedir. -2 ve 29. günlerde ise güven aralığı %95 güven düzeyi için negatif bölgededir. Diğer günlerde ortalama aşırı getiri sifıra eşittir.

Piyasa yöntemi kullanılarak yapılan çalışmalarda, işletmelerin günlük ortalama aşırı getirileri için %95 düzeyinde gerçekleşen güven aralıkları incelendiğinde -2, 19, 24 ve 29. günlerde güven aralıklarının negatif bölgede yer aldığı görülmektedir. 7. günde ise güven aralığı %90 güven düzeyi için negatif bölgededir. Diğer günlerde ortalama aşırı getiri sifıra eşittir.

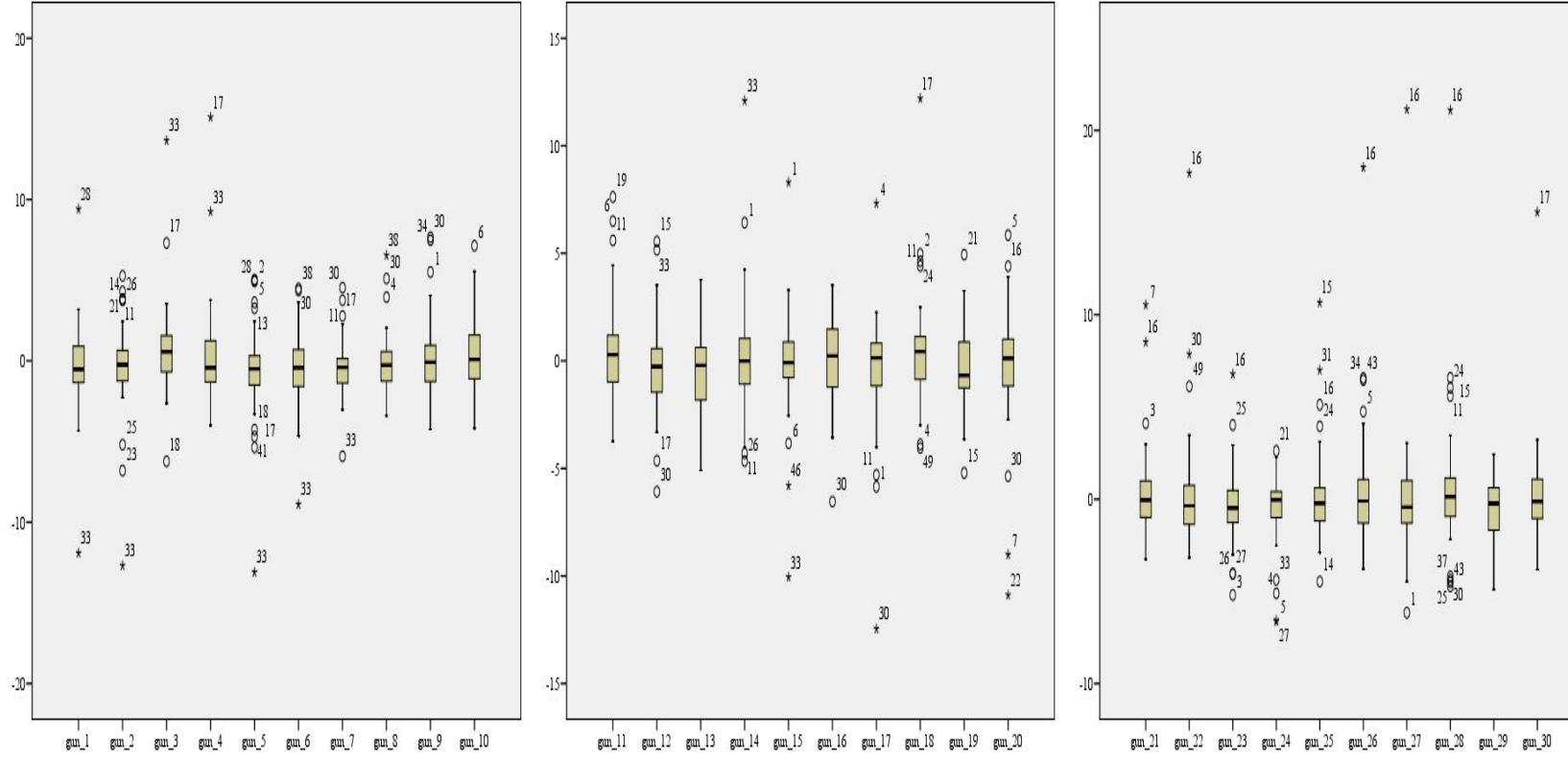
4.5.2.3. Standart Sapmaların Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Standart sapmaların günlük olarak değerlendirilmesi amacıyla birleşme öncesi ve birleşme sonrası 30'ar gün için sını endeksindeki işletmelerin standart sapmaları piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi ve piyasa yöntemine göre hesaplanmıştır. Grafik 6 ve grafik 7'de piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılarak ulaşılan

sonuçlar, grafik 8 ve grafik 9'da ise piyasa yöntemi kullanılarak ulaşılan sonuçlar yer almaktadır.



Grafik 6: Piyasaya Göre Düzeltmiş Getiri Yöntemine Göre (-30,0) Döneminde Standart Sapmalar

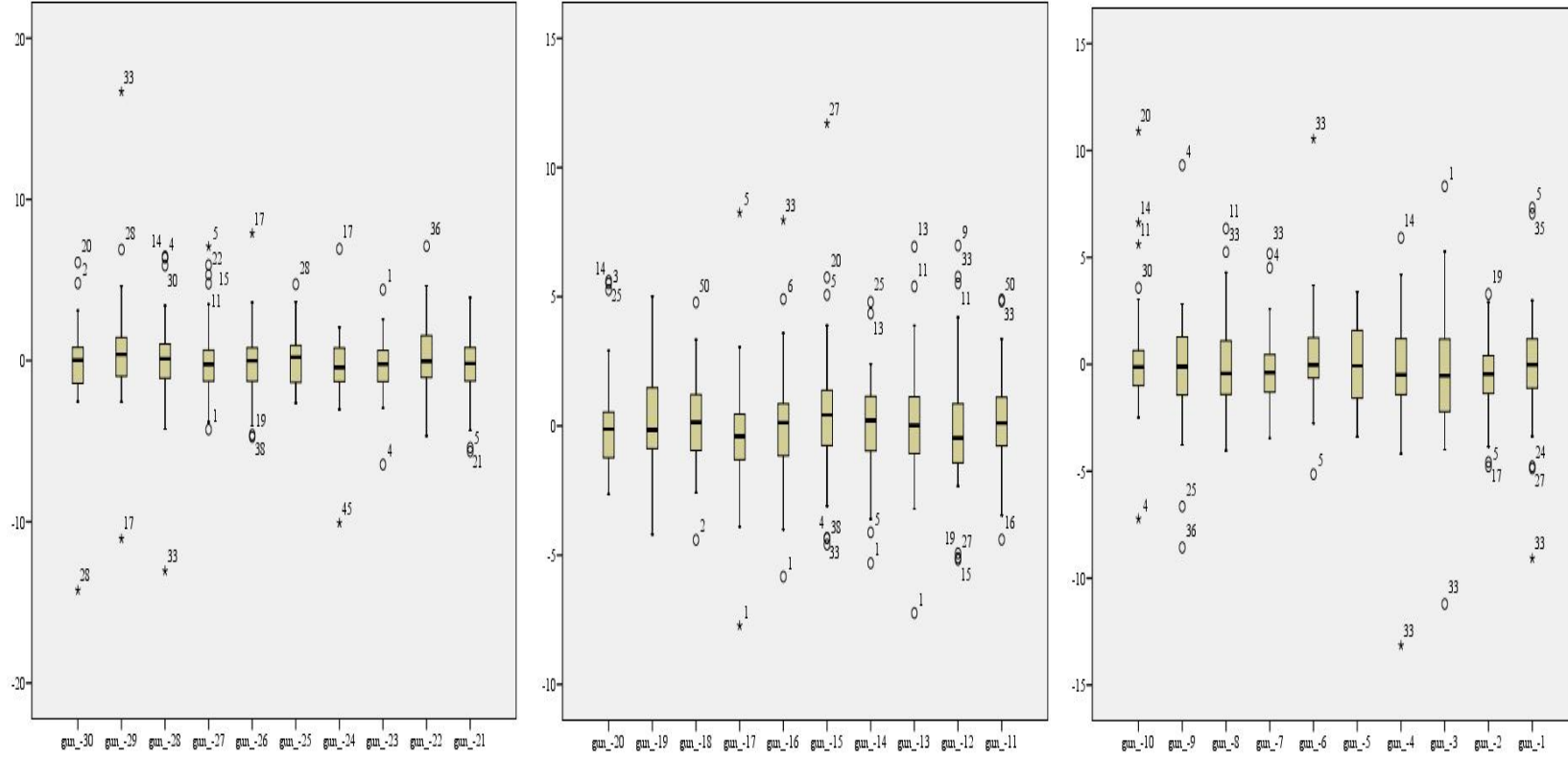


Grafik 7: Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemine Göre (0,30) Döneminde Standart Sapmalar

Grafik 6 ve Grafik 7'de pozitif yönde en çok sapan değer sayısı 4 olarak belirlenmiştir. Bu değerler, birleşme duyurusu öncesi 10. ve 27. günlerde, birleşme duyurusu sonrası 11, 18 ve 28. günlerde oluşmuştur. Birleşme duyurusundan önceki 21, 19 ve 5. günlerde ve birleşme duyurusundan sonraki 13, 16, 24 ve 29. günlerde pozitif sapan değere rastlanmamıştır.

Grafik 6 ve Grafik 7'de negatif yönde en çok sapan değer sayısı 4 olarak belirlenmiştir. Bu değerler, birleşme duyurusu sonrası 1, 20, 24 ve 28. günlerde oluşmuştur. Birleşme duyurusundan önceki 1, 12 ve 15. günlerde ve birleşme duyurusundan sonraki 2, 15 ve 17. günlerde negatif sapan değer sayısı 3 olarak gerçekleşmiştir. Birleşme duyurusundan önceki 5, 7, 8, 19, 20, 22, 25. günlerde ve birleşme duyurusundan sonraki 4, 8, 11, 21, 22, 23, 26, 29 ve 30. günlerde negatif sapan değere rastlanmamıştır.

Grafik 6 ve Grafik 7'de en çok sapan değer gözlenen günler birleşme duyurusundan sonraki 28 ve 1. günlere aittir. Bu günlerde sapan sayısı sırasıyla 8 ve 7 olarak gerçekleşmiştir. Birleşme duyurusundan önceki 19, 5 ve birleşme duyurusundan sonraki 29. günlerde sapan değere rastlanmamıştır.



Grafik 8: Piyasa Yöntemine Göre (-30, 0) Döneminde Standart Sapmalar

Grafik 8 ve Grafik 9'da pozitif yönde en çok sapan değer sayısı 4 olarak belirlenmiştir. Bu değer, birleşme duyurusu öncesi 10, 12, 27. günlerde ve birleşme duyurusu sonrası 11, 18 ve 28. günlerde oluşmuştur. Birleşme duyurusundan önceki 5, 19, 21. günlerde ve birleşme duyurusundan sonraki 13, 16, 24 ve 29. günlerde pozitif sapan değere rastlanmamıştır.

Grafik 8 ve Grafik 9'da negatif yönde en çok sapan değer sayısı 4 olarak belirlenmiştir. Bu değer, birleşme duyurusu sonrası 1, 20, 24 ve 28. günde oluşmuştur. Birleşme duyurusundan önceki 1, 12, 15 ve birleşme duyurusundan sonraki 2, 15, 17. günlerde negatif sapan değer sayısı 3 olarak gerçekleşmiştir. Birleşme duyurusundan önceki 5, 7, 8, 19, 20, 22, 25. günlerde ve birleşme duyurusundan sonraki 4, 8, 11, 21, 22, 23, 26, 29 ve 30. günlerde negatif sapan değere rastlanmamıştır.

Grafik 8 ve Grafik 9'da en çok sapan değer gözlenen gün birleşme duyurusundan sonraki 28. güne aittir. Bu günde 8 adet sapan değer bulunmaktadır. Birleşme duyurusundan önceki 12. günde 7 adet sapan değer bulunmaktadır. Birleşme duyurusundan önceki 5, 19 ve birleşme duyurusundan sonraki 29. günlerde sapan değere rastlanmamıştır.

Tablo 31 Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Sapan Değerlerin İncelenmesi

Dönem		Gün	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata
Negatif sapan değer sayısı	Önce	30	1,131	0,900	0,164
	Sonra	30	1,502	1,383	0,253
Pozitif sapan değer sayısı	Önce	30	1,671	1,061	0,194
	Sonra	30	2,100	1,185	0,216
Toplam sapan değer sayısı	Önce	30	2,803	1,518	0,277
	Sonra	30	3,604	1,754	0,320

Birleşme duyurusu öncesindeki negatif yönlü ortalama sapan değer sayısı 1,131 iken bu rakam birleşme duyurusu sonrasında 1,502'ye yükselmiştir. Negatif yönlü ortalama sapan değer sayısındaki değişim istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p=0,229$). Birleşme duyurusu öncesinde 1,671 olan pozitif yönlü ortalama sapan değer sayısı birleşme duyurusu sonrası dönemde 2,100'e çıkmıştır. Pozitif yönlü ortalama sapan değer sayısındaki değişim istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p=0,141$). Toplam sapan değer sayısı 2,803'ten birleşme duyurusu sonrasında 3,604'e yükselirken bu değerdeki değişim %90 güven düzeyinde anlamlıdır ($p=0,064$).

Tablo 32 Piyasa Yönteminde Sapan Değerlerin İncelenmesi

Dönem		Gün	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata
Negatif sapan değer sayısı	Önce	30	1,133	0,900	0,164
	Sonra	30	1,500	1,383	0,253
Pozitif sapan değer sayısı	Önce	30	1,700	1,119	0,204
	Sonra	30	2,100	1,185	0,216
Toplam sapan değer sayısı	Önce	30	2,833	1,599	0,292
	Sonra	30	3,600	1,754	0,320

Birleşme duyurusu öncesindeki negatif yönlü ortalama sapan değer sayısı 1,133 iken bu rakam birleşme duyurusu sonrasında 1,500'e yükselmiştir. Negatif yönlü ortalama sapan değer sayısındaki değişim istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p=0,229$). Birleşme duyurusu öncesinde 1,500 olan pozitif yönlü ortalama sapan değer sayısı birleşme duyurusu sonrası dönemde 1,700'e çıkmıştır. Pozitif yönlü sapan değer sayısındaki artış istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p=0,184$). Toplam sapan değer sayısı 2,833'ten birleşme duyurusu sonrasında 3,600'e yükselirken bu değerdeki değişim %90 güven düzeyinde anlamlıdır ($p=0,082$).

4.5.2.4. Faktör Analizi Sonuçlarının Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Sınai endeksindeki işletmelerin faktör analizi ile davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün gruplarının birleşme öncesi ve birleşme sonrası 30'ar gün için değerlendirilmiştir. Bu değerlendirmeler piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi ve piyasa yöntemi için ayrı ayrı hazırlanmıştır. Her yöntem için birleşme öncesi ve birleşme sonrası dönemler ayrı ayrı incelenmiştir.

Tablo 33 Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Birleşme Öncesi Günlerin Faktör Analizi Sonuçları

Gün	Faktör									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
-11	-0,705	0,003	-0,028	0,105	-0,069	0,069	0,064	-0,023	-0,115	0,101
-6	-0,695	-0,093	0,107	0,244	0,222	0,083	-0,114	-0,124	0,194	0,043
-4	0,651	0,300	0,126	-0,182	-0,179	0,191	0,004	0,005	0,078	0,236
-1	0,612	-0,279	-0,205	0,113	-0,008	-0,291	0,174	-0,131	-0,232	-0,043
-28	0,520	-0,150	0,295	0,024	-0,183	0,147	0,254	0,172	-0,013	-0,443
-23	0,023	0,754	-0,057	0,126	-0,125	0,007	-0,146	-0,173	0,219	-0,106
-20	-0,090	0,743	0,154	-0,096	-0,041	0,038	0,225	0,046	-0,043	0,104
-9	-0,012	-0,662	0,061	0,128	-0,187	0,449	0,256	-0,072	0,227	0,026
-8	-0,300	-0,549	-0,013	0,001	0,104	-0,121	-0,115	-0,179	0,300	0,295
-26	-0,059	-0,003	-0,728	0,033	-0,091	0,325	0,020	0,325	-0,035	-0,026
-19	0,003	-0,061	0,673	0,209	-0,054	-0,017	0,238	0,314	0,212	0,205
-5	0,132	0,054	-0,644	0,180	-0,117	0,009	0,197	-0,253	-0,005	0,319
-24	-0,031	-0,248	-0,529	-0,089	-0,012	-0,173	-0,046	0,120	0,171	-0,085
-7	-0,278	0,025	-0,066	0,803	0,181	-0,105	-0,061	0,003	-0,010	0,028
-15	0,068	0,116	-0,113	-0,783	0,081	-0,113	0,012	-0,067	-0,224	0,285
-29	-0,374	0,314	0,236	0,398	0,335	-0,051	-0,127	-0,385	-0,039	0,221
-3	0,151	0,058	-0,023	-0,060	-0,852	0,077	0,178	-0,063	-0,007	0,099
-16	-0,369	-0,134	0,029	0,247	0,546	-0,059	0,249	0,022	0,277	-0,092
-27	0,276	0,081	0,160	0,173	0,075	-0,785	0,217	0,170	0,053	0,022
-18	0,319	0,013	-0,031	0,222	-0,074	0,592	0,251	-0,016	-0,202	0,247
-22	-0,105	-0,057	-0,050	0,006	0,085	0,019	-0,815	0,039	0,127	-0,004
-2	0,276	0,004	0,251	0,285	0,055	-0,141	-0,521	0,264	-0,393	0,108
-17	0,373	-0,060	0,129	-0,139	0,454	-0,313	0,514	-0,208	-0,041	0,079
-21	0,050	0,174	0,072	-0,034	-0,082	-0,033	-0,282	0,705	-0,135	-0,060
-13	-0,017	-0,272	-0,166	0,146	0,187	-0,272	0,076	0,673	0,068	0,084
-14	0,167	0,060	0,229	-0,055	0,461	0,311	0,039	0,486	0,235	-0,021
-12	-0,106	0,034	0,093	0,195	0,177	-0,030	-0,118	0,005	0,758	0,065
-25	-0,181	0,177	0,257	-0,009	0,180	0,436	-0,013	-0,020	-0,555	-0,135
-30	-0,119	-0,160	0,070	-0,132	-0,199	0,102	-0,010	0,055	0,072	0,831
-10	0,245	0,393	0,084	-0,181	0,209	-0,023	0,188	-0,063	0,381	0,466

Faktör analizi sonucunda işletmelerin birleşme öncesindeki aşırı getiri davranışlarına göre toplam değişimin %71,04'ünü açıklayan 10 faktör tespit edilmiştir. Faktör analizine dahil edilen birleşme öncesi 30 günün açıklanma oranları 24. gün haricinde 0,5 ve üzerindedir. 24. günün açıklanma oranı 0,4'ün üzerinde olduğu için kabul edilmiştir. Faktör analizi ile davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün grupları önem derecelerine göre aşağıda yer almaktadır.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde birleşme öncesi günlerin faktör analizi sonuçlarının incelendiği tablo 33'e göre, faktör 1'de birleşme işlemleri öncesi 1, 4, 6, 11 ve 28. günler, faktör 2'de 8, 9, 20 ve 23. günler, faktör 3'te 5, 19, 24 ve 26. günler, faktör 4'te 7, 15, 29. günler, faktör 5'te 3 ve 16. günler, faktör 6'da 18 ve 27. günler, faktör 7'de 2, 17 ve 22. günler, faktör 8'de 13, 14 ve 21. günler, faktör 9'da 12 ve 25. günler, faktör 10'da ise 10 ve 30. günler birlikte hareket etmektedir.

Tablo 34 Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Birleşme Sonrası Günlerin Faktör Analizi Sonuçları

Gün	Faktör									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
3	-0,761	0,185	0,163	0,082	0,068	0,156	0,008	0,126	-0,186	-0,016
4	-0,694	0,170	0,387	0,169	-0,025	-0,175	-0,029	0,015	0,190	0,260
14	-0,690	0,112	0,070	-0,329	-0,028	0,285	0,280	-0,027	0,158	-0,087
5	0,677	-0,012	0,019	0,037	0,339	0,185	0,159	-0,216	0,027	0,109
1	0,662	-0,136	-0,093	0,259	-0,116	0,171	0,207	-0,089	0,220	0,151
2	0,605	-0,298	0,094	0,249	0,294	-0,266	-0,001	0,096	0,060	0,199
6	0,568	-0,006	0,116	-0,311	0,334	-0,264	0,034	0,196	0,187	-0,243
27	0,193	0,796	0,120	0,184	-0,025	-0,181	-0,155	0,136	-0,114	0,028
28	0,262	0,769	-0,117	0,298	-0,071	0,034	0,044	0,196	-0,134	-0,027
22	0,259	0,752	0,228	-0,080	0,104	-0,120	-0,138	0,015	-0,191	0,167
26	0,229	0,675	-0,078	0,111	0,020	0,037	-0,278	-0,322	-0,077	-0,261
23	-0,201	0,628	-0,003	-0,242	-0,239	0,050	0,131	-0,213	0,262	0,078
21	0,137	0,460	0,108	0,372	-0,178	-0,154	0,175	0,283	0,292	-0,242
29	-0,096	-0,398	-0,140	0,394	-0,099	0,325	-0,310	0,182	0,240	-0,050
17	-0,157	0,025	-0,641	0,170	0,253	-0,401	0,221	-0,290	0,003	-0,055
7	0,379	-0,196	0,617	0,249	0,082	-0,105	-0,220	0,152	-0,193	-0,080
12	-0,237	-0,008	-0,588	0,308	0,211	0,073	-0,163	0,387	-0,008	-0,180
16	0,277	-0,001	-0,472	0,087	-0,133	-0,288	0,261	-0,135	0,146	-0,287
30	-0,362	-0,184	0,465	0,435	-0,036	-0,368	0,069	-0,349	-0,029	0,006
8	0,140	0,246	0,014	-0,580	0,273	-0,173	-0,221	0,191	0,083	0,368
18	-0,232	0,026	0,458	0,534	-0,001	-0,008	0,286	-0,108	-0,099	0,136

24	0,297	0,176	0,146	0,119	-0,590	0,035	-0,151	0,092	0,463	0,081
19	0,255	-0,218	-0,326	0,011	-0,537	-0,005	-0,355	0,061	-0,113	0,170
11	0,357	-0,180	0,203	-0,264	-0,482	0,151	0,181	0,188	-0,384	-0,076
13	-0,259	0,091	-0,298	0,373	0,403	0,326	-0,370	0,098	0,062	0,183
15	0,478	0,031	0,301	0,036	0,216	0,502	0,020	-0,349	0,274	0,130
25	-0,001	0,459	-0,238	0,032	0,138	0,378	0,491	0,240	-0,015	0,110
10	0,309	-0,123	-0,032	0,228	-0,025	0,171	0,483	0,237	-0,300	0,152
20	0,167	0,187	-0,356	0,102	-0,169	0,230	-0,216	-0,532	-0,328	0,023
9	0,091	0,029	0,536	-0,066	0,216	0,348	-0,134	-0,032	-0,001	-0,559

Faktör analizi sonucunda işletmelerin birleşme sonrasındaki aşırı getiri davranışlarına göre toplam değişimin %74,3'ünü açıklayan 10 faktör tespit edilmiştir. Faktör analizine dahil edilen birleşme sonrası 30 günün açıklanma oranları 0,5 ve üzerindedir. Faktör analizi ile davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün grupları önem derecelerine göre aşağıda yer almaktadır.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde birleşme sonrası günlerin faktör analizi sonuçlarının incelendiği tablo 34'e göre, faktör 1'de birleşme işlemleri sonrası 1, 2, 3, 4, 5, 6 ve 14. günler, faktör 2'de 21, 22, 23, 26, 27, 28 ve 29. günler, faktör 3'te 7, 12, 16, 17 ve 30. günler, faktör 4'te 8 ve 18. günler, faktör 5'te 11, 13 ve 19. günler, faktör 6'da 15 ve 25. günler, faktör 7'de 10. gün, faktör 8'de 20. gün, faktör 9'da 24. gün, faktör 10'da 9. gün birlikte hareket etmektedir.

Tablo 35 Piyasa Yönteminde Birleşme Öncesi Günlerin Faktör Analizi Sonuçları

Gün	Faktör									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
-6	-0,743	0,202	0,175	0,160	-0,076	-0,003	0,048	-0,159	-0,047	0,000
-1	0,719	-0,127	0,026	0,142	0,109	-0,063	-0,103	-0,116	-0,189	0,052
-11	-0,659	-0,044	0,224	0,141	0,017	0,098	-0,117	0,092	-0,201	0,054
-17	0,585	0,199	-0,237	0,500	-0,212	0,136	0,015	0,170	-0,146	0,026
-27	0,552	0,151	0,350	-0,038	-0,142	0,021	-0,200	0,401	-0,055	-0,365
-4	0,517	-0,254	-0,225	-0,205	0,037	0,266	0,056	0,108	0,396	0,292
-28	0,502	-0,380	0,176	-0,018	-0,026	-0,116	0,381	-0,045	-0,171	0,336
-3	0,131	-0,819	0,047	-0,034	0,152	0,118	-0,096	0,096	0,014	0,030
-13	0,205	0,569	0,292	-0,159	0,386	0,175	0,136	0,127	-0,310	-0,048
-8	-0,177	0,472	0,137	0,053	0,061	0,425	-0,287	-0,408	-0,194	-0,030
-15	0,121	-0,016	-0,798	0,108	0,083	0,089	-0,213	0,214	-0,083	0,051
-7	-0,257	0,075	0,730	0,016	-0,012	-0,021	-0,286	0,144	-0,131	0,029
-2	0,171	-0,043	0,098	-0,806	-0,178	0,125	0,039	-0,021	0,004	0,042

-21	0,014	0,057	-0,005	-0,505	0,280	0,070	0,391	0,471	-0,083	0,040
-22	-0,199	0,388	-0,033	-0,491	0,160	-0,117	0,160	-0,143	0,036	-0,175
-16	-0,336	0,419	0,201	0,439	0,006	0,018	0,151	-0,089	-0,001	-0,068
-26	-0,121	-0,111	0,039	0,038	0,813	-0,042	0,054	0,077	0,041	0,184
-24	0,103	0,081	-0,107	-0,015	0,604	0,014	-0,186	-0,210	-0,032	-0,158
-29	-0,355	0,419	0,245	0,052	-0,486	-0,069	-0,291	0,146	0,194	0,157
-30	-0,115	-0,050	-0,172	-0,053	0,057	0,877	0,061	-0,048	-0,055	-0,106
-19	0,086	-0,051	0,373	-0,156	-0,254	0,581	0,311	0,181	0,110	0,199
-14	0,020	0,211	-0,042	-0,017	0,013	0,172	0,773	0,118	0,046	0,206
-5	0,211	0,087	-0,073	0,160	0,420	0,018	-0,552	0,048	0,250	0,203
-20	-0,007	-0,156	-0,038	0,108	-0,099	0,020	0,046	0,791	0,180	0,162
-9	-0,019	-0,134	0,301	0,265	0,183	0,420	0,064	-0,435	-0,257	0,406
-23	-0,067	-0,143	0,040	-0,115	0,020	-0,148	-0,118	0,162	0,816	-0,009
-10	0,185	0,170	-0,230	0,314	-0,084	0,427	0,109	0,224	0,534	0,028
-12	-0,076	0,312	0,354	0,261	0,016	0,153	0,289	-0,159	0,428	-0,150
-25	-0,257	0,114	-0,109	-0,252	-0,138	-0,193	-0,001	0,157	-0,048	0,744
-18	0,207	-0,133	0,034	0,140	0,108	0,094	0,092	0,045	0,045	0,659

Faktör analizi sonucunda işletmelerin birleşme öncesindeki aşırı getiri davranışlarına göre toplam değişimin %71,4'ünü açıklayan 10 faktör tespit edilmiştir. Faktör analizine dahil edilen birleşme öncesi 30 günün açıklanma oranları 0,5 ve üzerindedir. Faktör analizi ile davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün grupları önem derecelerine göre aşağıda yer almaktadır.

Piyasa yönteminde birleşme öncesi günlerin faktör analizi sonuçlarının incelendiği tablo 35'e göre, faktör 1'de birleşme işlemleri öncesi 1, 4, 6, 11, 17, 27 ve 28. günler, faktör 2'de 3, 8, 13. günler, faktör 3'te 7 ve 15. günler, faktör 4'te 2, 16, 21 ve 22. günler, faktör 5'te 24, 26 ve 29. günler, faktör 6'da 19 ve 30. günler, faktör 7'de 5. ve 14.günler, faktör 8'de 20. ve 9. günler, faktör 9'da 10, 12 ve 23. günler, faktör 10'da 18 ve 25. günler birlikte hareket etmektedir.

Tablo 36 Piyasa Yönteminde Birleşme Sonrası Günlerin Faktör Analizi Sonuçları

Gün	Faktör									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2	0,793	-0,057	0,104	0,035	-0,131	0,057	0,064	-0,109	-0,092	0,156
5	0,685	0,149	-0,164	0,197	-0,105	-0,171	-0,031	-0,023	0,194	-0,421
1	0,659	0,120	-0,026	0,088	-0,142	0,402	-0,066	0,109	0,256	-0,071
3	-0,646	0,050	0,389	-0,123	-0,106	-0,283	0,251	-0,066	0,003	0,076
14	-0,597	-0,295	0,048	-0,151	0,203	-0,365	0,041	0,002	0,405	0,037
6	0,594	0,149	-0,139	0,004	-0,075	-0,080	-0,130	-0,568	0,042	-0,049
15	0,560	-0,047	0,012	-0,373	0,233	0,005	0,110	0,308	0,227	-0,334
7	0,550	0,196	0,275	-0,527	-0,252	-0,089	-0,045	0,015	-0,202	0,079
27	0,036	0,903	0,096	0,032	-0,019	0,056	0,004	-0,064	0,056	-0,094
28	0,036	0,866	-0,115	0,060	-0,020	0,063	0,002	0,100	0,221	0,163
22	0,019	0,747	-0,095	-0,281	0,257	-0,050	0,043	-0,110	0,012	-0,240
26	0,140	0,693	-0,070	0,033	0,456	-0,042	0,041	0,270	-0,182	0,047
21	0,031	0,529	0,240	0,029	0,216	0,233	-0,118	-0,218	0,161	0,311
30	0,080	-0,127	0,887	0,038	0,094	-0,016	0,088	0,075	-0,199	0,052
18	-0,057	0,108	0,764	0,079	-0,233	-0,144	-0,159	0,147	0,121	-0,181
4	-0,484	0,003	0,640	-0,196	0,110	0,077	0,327	-0,223	0,015	-0,061
17	0,090	-0,012	0,143	0,815	0,034	-0,063	0,238	0,035	0,031	0,123
16	0,241	0,021	-0,019	0,731	0,048	0,121	-0,175	0,041	-0,003	0,039
9	0,275	0,017	0,134	-0,503	0,188	-0,446	0,018	-0,066	-0,076	-0,032
23	-0,252	0,261	0,049	0,006	0,749	0,174	0,177	0,045	0,244	0,045
29	0,120	-0,133	0,077	-0,049	-0,740	0,187	0,206	0,090	0,058	0,122
24	0,128	0,226	0,066	-0,108	0,015	0,764	-0,120	-0,092	0,024	-0,143
19	0,139	-0,125	-0,186	0,269	-0,004	0,642	-0,015	0,096	-0,184	0,048
11	0,142	0,009	-0,120	-0,189	-0,053	0,073	-0,780	0,103	-0,009	0,024
13	0,021	0,024	-0,075	-0,184	-0,128	-0,084	0,756	0,231	0,060	0,245
8	0,102	0,159	-0,269	-0,012	0,221	0,034	0,181	-0,707	-0,135	-0,097
20	0,189	0,261	-0,165	0,119	0,129	0,032	0,199	0,647	-0,111	-0,051
25	0,024	0,273	-0,110	0,096	0,028	-0,057	0,116	-0,030	0,821	0,003
10	0,439	-0,090	0,074	-0,020	0,107	-0,019	-0,267	0,112	0,498	0,367
12	-0,082	0,029	-0,165	0,213	-0,113	-0,152	0,235	0,056	0,082	0,741

Faktör analizi sonucunda işletmelerin birleşme sonrasındaki aşırı getiri davranışlarına göre toplam değişimin %74,84'ünü açıklayan 10 faktör tespit edilmiştir. Faktör analizine dahil edilen birleşme öncesi 30 günün açıklanma oranları 0,5 ve üzerindedir. Faktör analizi ile davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün grupları önem derecelerine göre aşağıda yer almaktadır.

Piyasa yönteminde birleşme sonrası günlerin faktör analizi sonuçlarının incelendiği tablo 36'ya göre, faktör 1'de birleşme işlemleri sonrası 1,2, 3, 5, 6, 7, 14 ve 15. günler, faktör 2'de 21, 22, 26, 27, 28. günler, faktör 3'te 4, 18, 30. günler, faktör 4'te 9, 16, 17. günler, faktör 5'te 23 ve 29. günler, faktör 6'da 19 ve 24. günler, faktör 7'de 11 ve 13.günler, faktör 8'de 8 ve 20. günler, faktör 9'da 10 ve 25. günler, faktör 10'da 12. gün birlikte hareket etmektedir.

4.5.3. Sonuçların Dönemsel Olarak Karşılaştırılması

Çalışmanın bu bölümünde piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi ve piyasa yöntemi kullanılarak elde edilen ortalama aşırı getiri ve göreceli refah göstergesi değerleri karşılaştırılarak incelenmiştir. Ortalama aşırı getirinin pozitif olduğu ve göreceli refah göstergesinin 1'den büyük olduğu dönemler yüzdesel olarak hesaplanarak gösterilmiştir. Oranların yüksek olduğu dönemlerde birleşme işlemleri yatırımcısına daha yüksek oranda kazandırmıştır.

4.5.3.1. Ortalama Aşırı Getirilerin Dönemsel Olarak Karşılaştırılması

Çalışmanın bu kısmında pozitif ortalama aşırı getiri elde eden işletmelerin oranları yöntemler, sektörler ve dönemler itibarı ile karşılaştırılmıştır.

Tablo 37 Sonuçların Ortalama Aşırı Getiri Açısından Sektörel Olarak Karşılaştırılması

Ortalama AR Pozitif	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	Piyasa Yöntemi
Gıda İçecek Sektörü		
(t-5)	% 44	% 33
(t+5)	% 78	% 56
(t-15)	% 33	% 44
(t+15)	% 44	% 56
(t-30)	% 44	% 67
(t+30)	% 56	% 44
Kimya Petrol Plastik Sektörü		
(t-5)	% 64	% 43
(t+5)	% 36	% 43

(t-15)	% 79	% 43
(t+15)	% 64	% 57
(t-30)	% 71	% 50
(t+30)	% 43	% 64
Madencilik Sektörü		
(t-5)	% 33	% 33
(t+5)	% 67	% 67
(t-15)	% 33	% 17
(t+15)	% 83	% 67
(t-30)	% 17	% 17
(t+30)	% 50	% 67
Metal Ana Sektörü		
(t-5)	% 100	% 100
(t+5)	% 0	% 100
(t-15)	% 0	% 0
(t+15)	% 0	% 0
(t-30)	% 100	% 100
(t+30)	% 0	% 0
Metal Eşya Makine Sektörü		
(t-5)	% 45	% 36
(t+5)	% 18	% 18
(t-15)	% 27	% 18
(t+15)	% 36	% 55
(t-30)	% 64	% 18
(t+30)	% 18	% 18
Taş Toprak Sektörü		
(t-5)	% 50	% 50
(t+5)	% 50	% 38
(t-15)	% 75	% 50
(t+15)	% 25	% 13
(t-30)	% 50	% 38
(t+30)	% 13	% 13
Tekstil Deri Sektörü		
(t-5)	% 50	% 0
(t+5)	% 0	% 0
(t-15)	% 100	% 100
(t+15)	% 0	% 0
(t-30)	% 50	% 50

(t+30)	% 0	% 0
--------	-----	-----

Birleşme işlemlerinin gıda içecek sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %44'ünden, (t+5) döneminde ise %78'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünden, (t+15) döneminde ise %44'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %44'ünden, (t+30) döneminde ise %56'sından aşırı getiri sağlanmıştır. 5, 15, 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi sonrasında aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir (sırasıyla %78, %44, %56). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t+5) dönemidir (%78). Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. Diğer bir deyişle ortalama aşırı getiri değerleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aşırı getiri değerleri varyansları arası farkın % 3,7'si anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin gıda içecek sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünden, (t+5) döneminde ise %56'sından aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %44'ünden, (t+15) döneminde ise %56'sından aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %67'sinden, (t+30) döneminde ise % 44'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. 5, 15 günlük çalışmalarda duyuru tarihi sonrasında (%56), 30 günlük çalışmalarda ise duyuru tarihi öncesinde (%67) aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir. Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t-30) dönemidir (%67). Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. Diğer bir deyişle ortalama aşırı getiri değerleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aşırı getiri değerleri varyansları arası fark istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Birleşme işlemlerinin kimya petrol plastik sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %64'ünden, (t+5) döneminde ise %36'sından aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %79'undan, (t+15) döneminde ise %64'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %71'inden, (t+30) döneminde ise %43'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. 5, 15, 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi öncesinde aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir (sırasıyla %64, %79, %71). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t-15) dönemidir (%79). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %73'ü %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerlerinin %27'si istatistiksel olarak anlamlıdır. %2'si duyuru tarihinden önceki 5 günlük dönemde, %5'i duyuru tarihinden sonraki 5 günlük dönemde, %2'si duyuru tarihinden sonraki 15 günlük dönemde, %2'si duyuru tarihinden önceki 30 günlük dönemde, %2'si duyuru tarihinden sonraki 30 günlük dönemde sıfırdan küçüktür. Başka bir deyişle ortalama aşırı getiriler anlamlı ve getiriler negatif yöndedir. Hissedarlar bu dönemlerde kayıp yaşamışlardır. Buna karşın %5'i duyuru öncesi 15 günlük dönemde, %7'si duyuru öncesi 30 günlük dönemde. %2'si duyuru sonrası 30 günlük dönemde sıfırdan büyüktür. Başka bir deyişle ortalama aşırı getiriler anlamlı ve pozitif yöndedir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %12'si istatistiksel olarak anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %19'u istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin kimya petrol plastik sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) ve (t+5) döneminde birleşme işlemlerinin %43'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %43'ünden, (t+15) döneminde ise %57'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %50'sinden, (t+30) döneminde ise %64'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. 5 günlük çalışmada aşırı getiri sağlayan işletmelerin her iki dönemde de yüzdesel olarak aynı olduğu, 15 ve 30 günlük çalışmalarda ise duyuru tarihi sonrasında aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir (sırasıyla %43,

%57, %64). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t+30) dönemidir (%64). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %65'i %95 güvenlik düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %35 oranında anlamlıdır. %7'si duyuru tarihinden sonraki 5 günlük dönemde, %2'si duyuru tarihinden önceki 15 günlük dönemde. %2'si duyuru tarihinden önceki 30 günlük dönemde, %5'i duyuru tarihinden sonraki 15 günlük dönemde, %5'i duyuru tarihinden sonraki 30 günlük dönemde sıfırdan küçüktür. Başka bir deyişle ortalama aşırı getiriler anlamlı ve negatif yöndedir. Hissedarlar bu dönemlerde kayıp yaşamışlardır. %2'si duyuru tarihinden önceki 5 günlük dönemde, %2'si duyuru tarihinden sonraki 15 günlük dönemde. %5'i duyuru tarihinden sonraki 30 günlük dönemde, %5'i duyuru tarihinden önceki 30 günlük dönemde sıfırdan büyüktür. Başka bir deyişle ortalama aşırı getiriler anlamlı ve pozitif yöndedir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %10'u istatistiksel olarak anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %17'si istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin madencilik sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünden, (t+5) döneminde ise %67'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünden, (t+15) döneminde ise %83'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %17'sinden, (t+30) döneminde ise %50'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. 5, 15, 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi sonrası aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir (sırasıyla %67, %83, %50). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t+15) dönemidir (%83). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %89'u %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %11 oranında anlamlıdır. %5,5'i duyuru tarihinden önceki 5 günlük dönemde, %5,5'i duyuru tarihinden önceki 15 günlük dönemde sıfırdan küçüktür. Başka bir deyişle ortalama aşırı getiriler anlamlı ve negatif yöndedir. Hissedarlar bu dönemlerde kayıp yaşamışlardır. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %6'sı istatistiksel olarak

anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %5'si istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin madencilik sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünden, (t+5) döneminde ise %67'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %17'sinden, (t+15) döneminde ise %67'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %17'sinden, (t+30) döneminde ise % 67'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. 5, 15, 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi sonrasında aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir(%67). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönemler (t+5), (t+15), (t+30)'dur(%67). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %94'ü %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %6 oranında anlamlıdır. Bu oranın tamamı duyuru tarihinden sonraki 15 günlük dönemde sıfırdan büyüktür. Başka bir deyişle ortalama aşırı getiriler anlamlı ve pozitif yöndedir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %6'sı istatistiksel olarak anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %6'sı istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin metal ana sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) ve (t-30) dönemlerinde aşırı getiri sağlanmıştır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Diğer bir deyişle ortalama aşırı getiri değerleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %33'ü istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin metal ana sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5), (t+5) ve (t-30) dönemlerinde aşırı getiri sağlanmıştır. Tüm tarihlerde her iki dönemde de günlük ortalama aşırı getiri değerleri %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki fark istatistiksel olarak

anlamli değildir. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki fark istatistiksel olarak anlamli değildir.

Birleşme işlemlerinin metal eşya makine sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %45'inden, (t+5) döneminde ise %18'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %27'sinden, (t+15) döneminde ise %36'sından aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %64'ünden, (t+30) döneminde ise %18'inden aşırı getiri sağlanmıştır. 5 ve 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi öncesi (sırasıyla %45, %64), 15 günlük dönemde ise duyuru tarihi sonrası aşırı getiri sağlayan işletmelerin istatistiksel olarak yüksek olduğu görülmektedir(%36). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak (t-30) döneminde en yüksek olduğu görülmektedir(%64). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %97'si %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. Başka bir deyişle anlamli değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %3 oranında anlamlidir. Bu oranın tamamı duyuru tarihi öncesi 5 günlük dönemde sifırdan küçüktür. Başka bir deyişle hissedarlar için ilgili dönemde zarar söz konusudur. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %3'ü istatistiksel olarak anlamlidir. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın ise %21'i istatistiksel olarak anlamlidir.

Birleşme işlemlerinin metal eşya makine sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %36'sından, (t+5) döneminde ise %18'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %18'inden, (t+15) döneminde ise %55'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) ve (t+30) dönemlerinde ise birleşme işlemlerinin % 18'inden aşırı getiri sağlanmıştır. 5 günlük dönemde duyuru tarihi öncesi (%36), 15 günlük dönemde duyuru tarihi sonrası (%55) aşırı getirilerin yüksek olduğu görülmektedir. 30 günlük çalışmada ise aşırı getiriler her iki dönemde de yüzdesel olarak aynıdır(%18). Aşırı getirilerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t+5)'tir(%55). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %73'ü %95 güven düzeyinde sifıra eşittir. Başka bir deyişle anlamli değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %27 oranında anlamlidir. %3'ü duyuru tarihi öncesi, 5 günlük dönemde,

%3'ü duyuru tarihi sonrası 5 günlük dönemde, %9'u duyuru tarihinden sonraki 15 günlük dönemde, %12'si duyuru tarihinden sonraki 30 günlük dönemde sıfırdan küçüktür. Başka bir deyişle ortalama aşırı getiriler anlamlı ve negatif yöndedir. Hissedarlar bu dönemlerde kayıp yaşamışlardır. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki fark %6'sı istatistiksel olarak anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın ise %24'ü istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin taş toprak makine sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) ve (t+5) dönemlerinde birleşme işlemlerinin %50'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %75'inden, (t+15) döneminde ise %25'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %50'sinden, (t+30) döneminde ise %13'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. 15 ve 30 günlük dönemde duyuru tarihi öncesinde aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir(sırasıyla %75, %50). 5 günlük dönemde ise her iki dönemde de aşırı getiri sağlayan işletmeler yüzdesel olarak aynıdır(%50). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t-15) dönemidir(%75). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %92'si %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %8 oranında anlamlıdır. Duyuru tarihi sonrası 5 günlük dönemde %4'ü sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 15 günlük dönemde ise %4'ü sıfırdan büyüktür. Sıfırdan küçük olan değerler anlamlı olmasına karşın, hissedarlara kaybettirmiştir. Sıfırdan büyük olan değerler ise anlamlıdır ve hissedarlara aşırı getiri sağlamıştır. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %8'i istatistiksel olarak anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %13'ü istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin taş toprak makine sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %50'sinden, (t+5) döneminde ise %38'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %50'sinden, (t+15) döneminde ise %13'ünden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %38'inden, (t+30) döneminde ise %13'ünden aşırı

getiri sağlanmıştır. 5, 15, 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi öncesinde aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir(sırasıyla %50, %50, %38). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönemler (t-5) ve (t-15)'tir(%50). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %88'i %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %12 oranında anlamlıdır. Duyuru tarihi sonrası 15 günlük dönemde %4'ü, duyuru tarihi öncesi 30 günlük dönemde de %4'ü sıfırdan küçüktür. Sıfırdan küçük olan değerler anlamlı olmasına karşın, hissedarlara kaybettirmiştir. Duyuru tarihinden öncesi 30 günlük dönemde ise %4'ü sıfırdan büyüktür. Sıfırdan büyük olan değerler ise hem anlamlı hem de hissedarlara aşırı getiri sağlamıştır. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %4'ü istatistiksel olarak anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın ise %13'ü istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin tekstil deri sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5), (t-15) ve (t-30) dönemlerinde aşırı getiri sağlanmıştır. Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t-15) dönemidir(%100). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %68'i %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %32 oranında anlamlıdır. Duyuru tarihi öncesi 5 günlük dönemde %16'sı sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 15 günlük dönemde ise %16'sı sıfırdan küçüktür. Sıfırdan küçük olan değerler anlamlı olmasına karşın, hissedarlara kaybettirmiştir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %33'ü istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin tekstil deri sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-15) ve (t-30) dönemlerinde aşırı getiri sağlanmıştır(%100, %50). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t-15)'tir(%100). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %68'i %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %32 oranında anlamlıdır. Duyuru tarihi öncesi 5 günlük dönemde %16'sı sıfırdan küçük, duyuru tarihi

sonrası 15 günlük dönemde ise %16'sı sıfırdan küçüktür. Sıfırdan küçük olan değerler anlamlı olmasına karşın, hissedarlara kaybettirmiştir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki fark istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın ise %33'ü istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 38 Sonuçların Ortalama Aşırı Getiri Açısından Genel Olarak Değerlendirilmesi

Ortalama AR Pozitif	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	Piyasa Yöntemi
(t-5)	%51	%38
(t+5)	%42	%40
(t-15)	%55	%40
(t+15)	%45	%45
(t-30)	%55	%42
(t+30)	%32	%38

Birleşme işlemlerinin sınai sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %51'inden, (t+5) döneminde ise %42'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %55'inden, (t+15) döneminde ise %45'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %55'inden, (t+30) döneminde ise %32'sinden aşırı getiri sağlanmıştır. 5, 15, 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi öncesinde aşırı getiri sağlayan işletmeler yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir(sırasıyla %51, %55, %55). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t-15) ve (t-30)'dur(%55). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %86'si %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %14 oranında anlamlıdır. Duyuru tarihi öncesi 5 günlük dönemde %3'ü sıfırdan küçük, duyuru tarihi öncesi 15 günlük dönemde ise %1'i sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 5 günlük dönemde %2'si sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 15 günlük dönemde %2'si sıfırdan küçük, duyuru tarihi öncesi 30 günlük dönemde ise %1'i sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 30 günlük dönemde ise %1'i

sıfırdan küçüktür. Sıfırdan küçük olan değerler anlamlı olmasına karşın, hissedarlara kaybettirmiştir. Buna karşın %1'i duyuru tarihi öncesi 30 günlük dönemde sıfırdan büyük, %1'i duyuru tarihi öncesi 15 günlük dönemde sıfırdan büyük, %1'i duyuru tarihi sonrası 15 günlük dönemde sıfırdan büyük, %1'i duyuru tarihi sonrası 30 günlük dönemde sıfırdan büyüktür. %95 güven düzeyinde anlamlı olup sıfırdan küçük olan değerlerin toplamı %10'dur. %95 güven düzeyinde anlamlı olup sıfırdan büyük olan değerlerin toplamı ise %4'tür. Dolayısı ile anlamlı olan değerlerin çoğunun hissedarlara kaybettirme yönünde olduğu söylenebilmektedir. Ortalama aşırı getiri değerleri arasındaki farkın %6'sı istatistiksel olarak anlamlıdır. Aşırı getiri değerleri varyansları arasındaki farkın %15'i istatistiksel olarak anlamlıdır.

Birleşme işlemlerinin sınıai sektöründe piyasa yönteminde aşırı getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %38'inden, (t+5) döneminde ise %40'ından aşırı getiri sağlanmıştır. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %40'undan, (t+15) döneminde ise %45'inden aşırı getiri sağlanmıştır. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %42'sinden, (t+30) döneminde ise %38'inden aşırı getiri sağlanmıştır. 5, 15 günlük dönemlerde duyuru tarihi sonrasında aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu (sırasıyla %40, %45), 30 günlük çalışmalarda ise duyuru tarihi öncesinde aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir(%42). Aşırı getiri sağlayan işletmelerin yüzdesel olarak en yüksek olduğu dönem (t+15)'tir(%45). Ortalama aşırı getiri değerlerinin %79'u %95 güven düzeyinde sıfıra eşittir. Başka bir deyişle anlamlı değildir. Ortalama aşırı getiri değerleri %21 oranında anlamlıdır. Duyuru tarihi öncesi 5 günlük dönemde %2'si sıfırdan küçük, duyuru tarihi öncesi 15 günlük dönemde ise %1'i sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 5 günlük dönemde %2,5'i sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 15 günlük dönemde %5,5'i sıfırdan küçük, duyuru tarihi öncesi 30 günlük dönemde ise %1'i sıfırdan küçük, duyuru tarihi sonrası 30 günlük dönemde ise %4'ü sıfırdan küçüktür. Sıfırdan küçük olan değerler anlamlı olmasına karşın, hissedarlara kaybettirmiştir. Buna karşın %2'si duyuru tarihi öncesi 30 günlük dönemde sıfırdan büyük, %1'i duyuru tarihi öncesi 5 günlük dönemde sıfırdan büyük, %1'i duyuru tarihi

sonrası 15 günlük dönemde sıfırdan büyük, %1'i duyuru tarihi sonrası 30 günlük dönemde sıfırdan büyüktür. %95 güven düzeyinde anlamlı olup sıfırdan küçük olan değerlerin toplamı %16'dır. %95 güven düzeyinde anlamlı olup sıfırdan büyük olan değerlerin toplamı ise %5'tir. Dolayısı ile anlamlı olan değerlerin çoğunun hissedarlara kaybettirme yönünde olduğu söylenebilmektedir.

4.5.3.2. Göreceli Refah Göstergesinin Dönemsel Olarak Karşılaştırılması

Çalışmanın bu kısmında göreceli refah göstergesi 1'den büyük olan işletmelerin oranları yöntemler, sektörler ve dönemler itibarı ile karşılaştırılmıştır.

Tablo 39 Sonuçların Göreceli Refah Göstergesi Açısından Sektörel Olarak Karşılaştırılması

GR > 1	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	Piyasa Yöntemi
Gıda İçecek Sektörü		
(t-5)	% 44	% 33
(t+5)	% 78	% 56
(t-15)	% 33	% 44
(t+15)	% 44	% 56
(t-30)	% 44	% 44
(t+30)	% 56	% 44
Kimya Petrol Plastik Sektörü		
(t-5)	% 57	% 43
(t+5)	% 36	% 29
(t-15)	% 71	% 43
(t+15)	% 57	% 57
(t-30)	% 64	% 50
(t+30)	% 36	% 64
Madencilik Sektörü		
(t-5)	% 33	% 33
(t+5)	% 67	% 50
(t-15)	% 33	% 17
(t+15)	% 83	% 67
(t-30)	% 17	% 17
(t+30)	% 17	% 67

Metal Eşya Makine Sektörü		
(t-5)	% 45	% 36
(t+5)	% 18	% 9
(t-15)	% 27	% 18
(t+15)	% 27	% 27
(t-30)	% 45	% 9
(t+30)	% 9	% 18
Taş Toprak Sektörü		
(t-5)	% 50	% 38
(t+5)	% 50	% 38
(t-15)	% 75	% 50
(t+15)	% 25	% 13
(t-30)	% 50	% 38
(t+30)	% 13	% 13
Tekstil Deri Sektörü		
(t-5)	% 0	% 0
(t+5)	% 0	% 0
(t-15)	% 100	% 100
(t+15)	% 0	% 0
(t-30)	% 50	% 50
(t+30)	% 0	% 0
Metal Ana Sektörü		
(t-5)	% 100	% 100
(t+5)	% 0	% 0
(t-15)	% 0	% 0
(t+15)	% 0	% 0
(t-30)	% 100	% 100
(t+30)	% 0	% 0

Birleşme işlemlerinin gıda içecek sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %44'ünde, (t+5) döneminde ise %78'inde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünde, (t+15) döneminde ise %44'ünde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %44'ünde, (t+30) döneminde ise

%56'sında göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi sonrası dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Birleşme işlemlerinin gıda içecek sektöründe piyasa yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünde, (t+5) döneminde ise %56'sında göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %44'ünde, (t+15) döneminde ise %56'sında göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %44'ünde, (t+30) döneminde ise % 44'ünde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi sonrası 5, 15 günlük dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre yapılan çalışmada, göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönem (t+5) olmasına karşın, piyasa yöntemine göre yapılan çalışmada göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönem (t+5) ve (t+15)'tir.

Birleşme işlemlerinin kimya petrol plastik sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %57'sinde, (t+5) döneminde ise %36'sında göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %71'inde, (t+15) döneminde ise %57'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %64'ünde, (t+30) döneminde ise %36'sında göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi öncesi dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Birleşme işlemlerinin kimya petrol plastik sektöründe piyasa yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %43'ünde, (t+5) döneminde ise %29'unda göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %43'ünde, (t+15) döneminde ise %57'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %50'sinde, (t+30) döneminde ise % 64'ünde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi öncesi 5 günlük dönemde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazla iken; 15 ve 30 günlük dönemlerde duyuru tarihi sonrasında göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre yapılan çalışmada, göreceli refah göstergesinin en

fazla yüksek olduğu dönem (t-15) olmasına karşın, piyasa yöntemine göre yapılan çalışmada göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönem (t+30)'dur.

Birleşme işlemlerinin madencilik sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünde, (t+5) döneminde ise %67'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünde, (t+15) döneminde ise %83'ünde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) ve (t+30) dönemlerinde %17'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi sonrası 5 ve 15 günlük dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Birleşme işlemlerinin madencilik sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %33'ünde, (t+5) döneminde ise %50'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %17'sinde, (t+15) döneminde ise %67'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %17'sinde, (t+30) döneminde ise % 67'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi sonrası dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre yapılan çalışmada, göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönem (t+15) olmasına karşın, piyasa yöntemine göre yapılan çalışmada göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönemler (t+15) ve (t+30)'dur.

Birleşme işlemlerinin metal eşya makine sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %45'inde, (t+5) döneminde ise %18'inde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) ve (t+15) dönemlerinde birleşme işlemlerinin %27'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %45'inde, (t+30) döneminde ise %9'unda göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi öncesi 5 ve 30 günlük dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Birleşme işlemlerinin metal eşya makine sektöründe piyasaya

yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %36'sında, (t+5) döneminde ise %9'unda göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %18'inde, (t+15) döneminde ise %27'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %9'unda ve (t+30) dönemlerinde ise % 18'inde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi öncesi 5, duyuru tarihi sonrası 15 ve 30 günlük dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre yapılan çalışmada, göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönemler (t-5) ve (t-30) olmasına karşın, piyasa yöntemine göre yapılan çalışmada göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönem (t-5)'tir.

Birleşme işlemlerinin taş toprak sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) ve (t+5) dönemlerinde birleşme işlemlerinin %50'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %75'inde, (t+15) döneminde ise %25'inde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %50'sinde, (t+30) döneminde ise %13'ünde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi öncesi 15 ve 30 günlük dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Birleşme işlemlerinin taş toprak sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri istatistiklerine göre; (t-5) ve (t+5) dönemlerinde birleşme işlemlerinin %38'inde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %50'sinde, (t+15) döneminde ise %13'ünde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %38'inde, (t+30) döneminde ise %13'ünde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi öncesi 15 ve 30 günlük dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi ve piyasa yöntemine göre yapılan çalışmalarda göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumların en yüksek olduğu dönem (t-15)'tir.

Birleşme işlemlerinin tekstil deri sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde getiri istatistiklerine göre; piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre yapılan çalışmada (t-15) ve (t-30) dönemlerinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Birleşme işlemlerinin tekstil deri sektöründe piyasa yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-15) ve (t-30) dönemlerinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Her iki yöntemde de göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumların en yüksek olduğu dönem (t-15)'tir.

Birleşme işlemlerinin metal ana sektöründe getiri istatistiklerine göre; piyasaya göre düzeltilmiş getiri ve piyasa yöntemine göre (t-5) ve (t-30) dönemlerinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür.

Tablo 40 Sonuçların Göreceli Refah Göstergesi Açısından Genel Olarak Değerlendirilmesi

GR > 1	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi	Piyasa Yöntemi
(t-5)	% 45	% 36
(t+5)	% 42	% 30
(t-15)	% 53	% 40
(t+15)	% 42	% 40
(t-30)	% 49	% 36
(t+30)	% 25	% 38

Birleşme işlemlerinin sınai sektöründe piyasaya göre düzeltilmiş getiri yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %45'inde, (t+5) döneminde ise %42'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) döneminde birleşme işlemlerinin %53'ünde, (t+15) döneminde ise %42'sinde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %49'unda, (t+30) döneminde ise %25'inde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Duyuru tarihi öncesi dönemlerde göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar daha fazladır.

Birleşme işlemlerinin sınai sektöründe piyasa yönteminde getiri istatistiklerine göre; (t-5) döneminde birleşme işlemlerinin %36'sında, (t+5) döneminde ise %30'unda göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-15) ve (t+15) dönemlerinde birleşme işlemlerinin %40'ında göreceli refah göstergesi birden büyüktür. (t-30) döneminde birleşme işlemlerinin %36'sında, (t+30) döneminde ise % 38'inde göreceli refah göstergesi birden büyüktür. Göreceli refah göstergesinin birden büyük olduğu durumlar duyuru tarihi öncesi 15 günlük dönemde ve duyuru sonrası 30 günlük dönemde daha fazladır. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemine göre yapılan çalışmada, göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönem (t-15) olmasına karşın piyasa yöntemine göre yapılan çalışmada göreceli refah göstergesinin en fazla yüksek olduğu dönem (t-15) ve (t+15)'tir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Rekabetin hızla arttığı, pazar payının arttırılmak istendiği ve bunun mümkün olduğu koşullarda işletmeler daha masraflı olacak içsel büyümeden ziyade daha hızlı gerçekleştirebilecekleri ve daha az masraflı olabilecek dışsal büyüme stratejisi geliştirmektedirler.

Dışsal büyüme stratejilerinden biri olan işletme birleşmesi kavramı, büyüme kavramı ile yakından ilişkilidir. İşletme birleşmeleri büyümenin nasıl gerçekleştirildiğini göstermektedir. Birleşme ile birlikte işletmeler, mevcut pazarda daha güçlü konuma gelmekte, yeni pazarlara açılabilmek için kapasite imkânına kavuşmakta, artan talebe cevap verebilmekte, teknolojinin yenilenmesi ile üretim hatlarını yenileyebilmekte, marka, patent gibi haklarını artırabilmekte, birim maliyetlerini düşürebilmektedirler.

Organize piyasaların gelişmiş olduğu, halka açık işletmelerin yoğun olduğu ülkelerde, işletme yöneticilerinin öncelik verdiği konu işletmenin piyasa değerini yükseltmektir. Günümüzde işletme ortakları da işletmenin öz kaynak tutarından ziyade, işletmenin hisse senetlerinin piyasa değeri ile ilgilenmektedir. Hisse senetleri borsada işlem gören işletmelerin piyasa değeri pazar koşullarında belirlenmektedir.

Bu çalışmada BIST 100 Endeksi'nde işlem gören işletmelerin birleşme duyurularının, işletmelerin piyasa değerine etkisi incelenmiştir. Araştırmada BIST 100 Sınai sektör endeksi baz alınmıştır. 01.01.2009 ve 30.06.2014 tarihleri arasında BIST 100 Sınai sektör endeksinde yer alan birleşme duyurusunda bulunan 27 işletmeye ait 55 birleşme işlemi tespit edilmiştir. Bunlardan 2 işletmenin verileri yeterli olmadığından 25 işletmeye ait 53 birleşme işlemi incelenmiştir. İncelenen işletmelerin hepsi edinen işletme konumundadır. Birleşme işlemleri olay yöntemi kullanılarak, duyuru tarihi öncesi ve sonrası 5, 15, 30 günlük dönemlerde incelenmiştir. Birleşme işleminde bulunan işletmelerin birleşme işleminde bulunacaklarını kamuya açıkladıkları tarih "duyuru tarihi" olarak kabul edilmiştir. Araştırmada beklenen getirilerin

hesaplanmasında piyasa yöntemi ve piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntem kullanılmıştır. Analiz sonuçları her iki yöntem göre yorumlanmıştır. BIST 100 Sınai Endeksi'nde yer alan gıda içecek, kimya petrol plastik, madencilik, metal ana, metal eşya makine, taş toprak, tekstil deri alt sektörlerinde gerçekleşen birleşme işlemleri detaylı olarak incelenmiştir.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda, duyuru tarihi öncesinde ve sonrasında ortalama aşırı getirilerin en yüksek gerçekleştiği günler sektörler göre belirlenmiştir. Buna göre duyuru tarihi öncesinde ortalama aşırı getirilerin en yüksek gerçekleştiği sektörler ve günler; gıda içecek sektöründe 9. gün, ortalama aşırı getirisi 1,552, madencilik sektöründe 15. gün, ortalama aşırı getirisi 2,500, metal eşya sektöründe 29. gün, ortalama aşırı getirisi 1,587, tekstil deri sektöründe 18. gün, ortalama aşırı getirisi 2,475, metal ana sektöründe 22. gün ve ortalama aşırı getirisi 2,670'dir. Kimya petrol plastik sektöründe ise ortalama aşırı getirilerin en yüksek gerçekleştiği gün duyuru tarihi sonrasındadır. Bu sektörde duyuru tarihi sonrası ortalama aşırı getiri 2,542 olarak 28. günde en yüksek gerçekleşmiştir. Taş toprak sektöründe ise duyuru gününde ortalama aşırı getiri en yüksektir. Bu tarihteki ortalama aşırı getiri değeri 1,598'dir. Piyasa yöntemi kullanılarak yapılan hesaplamalar sonucunda ise tekstil deri sektörü dışındaki sektörlerin ortalama aşırı getilerinin en yüksek gerçekleştiği günler, piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılarak elde edilen günler ile aynıdır. Fakat ortaya çıkan ortalama aşırı getiri değerleri; gıda içecek sektöründe 1,721, kimya petrol plastik sektöründe 2,365, madencilik sektöründe 2,622, metal eşya sektöründe 1,410, taş toprak sektöründe 1,801, metal ana sektöründe 2,730 olarak gerçekleşmiştir. Tekstil deri sektöründe ise ortalama aşırı getiri 3,045 ile duyuru tarihi sonrası 22. günde en yüksek olarak saptanmıştır. Her iki yöntem göre yapılan hesaplamalar sonucunda, BIST 100 Sınai Endeksi'nde yer alan sektörlerin, ortalama aşırı getirilerinin en yüksek gerçekleştiği günlerin duyuru tarihi öncesinde daha fazla olduğu görülmektedir.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi esas alınarak yapılan hesaplamalar sonucunda, duyuru tarihindeki pozitif ortalama aşırı getiriler; gıda içecek sektöründe 0,427, madencilik sektöründe 0,600, metal eşya sektöründe 0,888 ve taş toprak sektöründe 1,598 olarak hesaplanmıştır. Bu sektörler duyuru tarihinde yatırımcısına kazandırmıştır. Buna karşılık, kimya petrol plastik sektöründe -0,170, tekstil deri sektöründe -0,785 ve metal ana sektöründe -1,490 ortalama aşırı getiri değerleri ile bu sektörler duyuru tarihinde yatırımcısına kaybettirmiştir. Piyasa yöntemi esas alınarak yapılan hesaplamalar sonucunda ise, duyuru tarihinde pozitif ortalama aşırı getiriler; gıda içecek sektöründe 0,190, kimya sektöründe 0,303, madencilik sektöründe 0,775, metal eşya sektöründe 0,778, taş toprak sektöründe 1,801'dir. Buna karşılık ortalama aşırı getiriler tekstil deri sektöründe -1,200 ve metal ana sektöründe -1,460 olarak gerçekleşmiştir. Bu sektörlerde açıklanan birleşme işlemleri duyuru tarihinde negatif aşırı getiriye sebep olmuş ve yatırımcısına kaybettirmiştir. Her iki yöntemde de duyuru tarihinde pozitif aşırı getiri elde edilen sektörler çoğunluktadır. Buna karşılık, duyuru tarihinde, kimya petrol plastik sektöründe, piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alan hesaplamalarda negatif ortalama aşırı getiriye; piyasa yöntemini esas alan hesaplamalarda ise pozitif ortalama aşırı getiriye ulaşılmıştır. Bu durum uygulanan yönteme göre farklı sonuçlara ulaşılacağını göstermektedir.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda oluşan ortalama aşırı getiriler birleşme duyurusundan önceki 5 günlük dönemde sektörlere göre belirlenmiştir. Buna göre negatif ortalama aşırı getiriler; gıda içecek sektöründe -0,146, madencilik sektöründe -0,540, metal eşya sektöründe -0,290, taş toprak sektöründe -0,101 ve tekstil deri sektöründe -0,609 olarak gerçekleşmiştir. Bu sektörler duyuru tarihinden önceki 5 günlük dönemde borsa endeks getirisinin gerisinde kalarak yatırımcısına kaybettirmiştir. Buna karşılık pozitif ortalama aşırı getiriler, kimya petrol plastik sektöründe 0,027 ve metal ana sektöründe 0,448 olarak gerçekleşerek bu sektörler yatırımcısına kazandırmıştır. Birleşme duyurusundan sonraki 5 günlük dönemde negatif ortalama aşırı getiriler; kimya petrol plastik sektöründe -0,103, metal eşya sektöründe -0,565, taş toprak sektöründe -0,234, tekstil deri sektöründe -0,467 ve

metal ana sektöründe -0,028'dir. Birleşme duyurusundan sonraki 5 günlük dönemde bu sektörlere yatırım yapan yatırımcılar borsa endeks getirisinin altında getiri elde etmişlerdir. Buna karşılık birleşme duyurusundan sonraki 5 günlük dönemde ortalama aşırı getiriler gıda içecek sektöründe 0,532 ve madencilik sektöründe 0,285 olarak gerçekleşmiştir. Bu sektörlere yatırım yapan yatırımcılar borsa endeksi getirisinin üzerinde kâr elde etmiştir.

Piyasa yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda oluşan ortalama aşırı getiriler birleşme duyurusundan önceki 5 günlük dönemde sektörlere göre değerlendirildiğinde, negatif ortalama aşırı getiriler ve değerleri; kimya petrol plastik sektöründe -0,138, madencilik sektöründe -0,656, metal eşya sektöründe -0,658, taş toprak sektöründe -0,341 ve tekstil deri sektöründe -0,615'tir. Buna karşılık gıda içecek sektöründe 0,056 ve metal ana sektöründe 0,508 pozitif ortalama aşırı getiri gerçekleşmiştir. Birleşme duyurusu sonrasındaki 5 günlük dönemde ise sektörlere göre oluşan negatif ortalama aşırı getiri değerleri; kimya petrol plastik sektöründe -0,089, metal eşya sektöründe -0,700, taş toprak sektöründe -0,198 ve tekstil deri sektöründe -0,859'dur. Buna karşılık gıda içecek sektöründe 0,162, madencilik sektöründe 0,295 ve metal ana sektöründe 0,032 değerleri ile pozitif ortalama aşırı getiri söz konusudur. Birleşme duyurusundan önceki ve sonraki 5 günlük dönem her iki yönetime göre değerlendirildiğinde negatif ortalama aşırı getiri oluşan sektörlerin çoğunlukta olduğu görülmektedir.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda oluşan ortalama aşırı getiriler birleşme duyurusundan önceki 15 günlük dönemde sektörlere göre incelenmiştir. Buna göre negatif ortalama aşırı getiriler madencilik sektöründe -0,240 ve metal ana sektöründe -0,121 olarak görülmektedir. Buna karşılık, pozitif ortalama aşırı getiriler ise gıda içecek sektöründe 0,010, kimya petrol plastik sektöründe 0,324, metal eşya sektöründe 0,024, taş toprak sektöründe 0,082, tekstil deri sektöründe 0,175 olarak gerçekleşmiştir. Birleşme duyurusu sonrasındaki 15 günlük dönem ortalama aşırı getiriler açısından değerlendirildiğinde; kimya petrol plastik

sektöründe -0,013, metal eşya sektöründe -0,186, taş toprak sektöründe -0,291, tekstil deri sektöründe -0,460, metal ana sektöründe -0,236 negatif ortalama aşırı getiri değerleri, buna karşılık gıda içecek sektöründe 0,056 ve madencilik sektöründe 0,344 pozitif ortalama aşırı getiri değerleri bulunmuştur. Bu yöntemde birleşme duyurularından önceki 15 günlük dönemde pozitif ortalama aşırı getiri oluşan sektörler çoğunlukta iken birleşme duyurularından sonraki 15 günlük dönemde ise negatif ortalama aşırı getiri oluşan sektörler çoğunluktadır.

Piyasa yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda oluşan ortalama aşırı getiriler birleşme duyurusundan önceki 15 günlük dönemde sektörler göre incelenmiştir. Negatif ortalama aşırı getiri oluşan sektörler ve değerler; madencilik sektöründe -0,314, metal eşya sektöründe -0,311, taş toprak sektöründe -0,034, metal ana sektöründe -0,067 olarak bulunmuştur. Buna karşılık pozitif aşırı getiri değerleri gıda içecek sektöründe 0,031, kimya petrol plastik sektöründe 0,225 ve tekstil deri sektöründe 0,176 olarak hesaplanmıştır. Birleşme duyurusu sonrasındaki 15 günlük dönemde negatif ortalama aşırı getiri oluşan sektörler ve değerleri; gıda içecek sektöründe -0,011, metal eşya sektöründe, -0,466, taş toprak sektöründe -0,305, tekstil deri sektöründe -0,660, metal ana sektöründe -0,182'dir. Buna karşılık pozitif ortalama aşırı getiriler kimya petrol plastik sektöründe 0,010 ve madencilik sektöründe 0,417 olarak gerçekleşerek yatırımcısına kazandırmıştır. Bu yöntemde birleşme duyurularından önceki ve sonraki 15 günlük dönemde negatif ortalama aşırı getiri oluşan sektörler çoğunluktadır.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda, birleşme duyurusundan önceki 30 günlük dönemde negatif ortalama aşırı getiri oluşan sektörler ve değerleri; gıda içecek sektöründe -0,057 ve madencilik sektöründe -0,162'dir. Buna karşılık pozitif aşırı getiri değerleri kimya petrol plastik sektöründe 0,185, metal eşya sektöründe 0,100, taş toprak sektöründe 0,044, tekstil deri sektöründe 0,092, metal ana sektöründe 0,090 olarak gerçekleşmiştir. Birleşme duyurusu sonrasındaki 30 günlük dönemde oluşan negatif ortalama aşırı getiriler sektörler göre

incelendiğinde gıda içecek sektöründe -0,015, metal eşya sektöründe -0,228, taş toprak sektöründe -0,191, tekstil deri sektöründe -0,246, metal ana sektöründe -0,158 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Buna karşılık pozitif aşırı getiriler kimya petrol plastik sektöründe 0,208 ve madencilik sektöründe 0,191 olarak gerçekleşmiştir. Bu yöntemde birleşme duyurusundan önceki 30 günlük dönemde pozitif aşırı getiri sağlayan sektörlerin, birleşme duyurusundan sonraki 30 günlük dönemde ise negatif aşırı getiri gösteren sektörlerin çoğunlukta olduğu görülmektedir.

Piyasa yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda oluşan ortalama aşırı getiriler birleşme duyurusundan önceki 30 günlük dönemde incelenmiştir. Buna göre negatif ortalama aşırı getiri gösteren sektörler ve değerleri; gıda içecek sektöründe -0,001, madencilik sektöründe -0,215, metal eşya sektöründe -0,185, taş toprak sektöründe -0,047 olarak hesaplanmıştır. Buna karşılık pozitif ortalama aşırı getiri sağlayan sektörler ve değerleri; kimya petrol plastik sektöründe 0,149, tekstil deri sektöründe 0,035, metal ana sektöründe 0,147'dir. Birleşme duyurusu sonrasındaki 30 günlük dönem ortalama aşırı getiriler açısından değerlendirildiğinde; gıda içecek sektöründe -0,107, metal eşya sektöründe -0,483, taş toprak sektöründe -0,186, tekstil deri sektöründe -0,521, metal ana sektöründe -0,099 değerleri ile negatif ortalama aşırı getiri söz konusudur. Buna karşılık pozitif ortalama aşırı getiri sağlayan sektörler ve değerleri; kimya petrol plastik sektöründe 0,242 ve madencilik sektöründe 0,256 olarak hesaplanmıştır. Bu yöntemde birleşme duyurularından önceki ve sonraki 30 günlük dönemde negatif ortalama aşırı getiri oluşan sektörler çoğunluktaadır.

Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alarak yapılan hesaplamalar sonucunda 5, 15, 30 günlük dönemlerde pozitif ortalama aşırı getiri sağlayan işletmelerin sayısının duyuru tarihi öncesinde yüzdesel olarak daha yüksek olduğu görülmektedir (sırasıyla %51, %55, %55). Ortalama aşırı getiri değerlerinin her bir işletme için hesaplandığı çalışmada sonuçların %14'ü %95 güven düzeyinde anlamlıdır. Bu oranın %10'u negatif aşırı getiriler, %4'ü ise pozitif aşırı getirilerden oluşmaktadır.

Dolayısı ile bu yöntemde istatistiksel olarak anlamlı bulunan değerlerin çoğunun hissedarlara kaybettirme yönünde olduğu söylenebilmektedir.

Piyasa yöntemini esas alarak yapılan hesaplamalar sonucunda, 5, 15 günlük dönemlerde duyuru tarihi sonrasında pozitif ortalama aşırı getiri sağlayan işletmelerin sayısının yüzdesel olarak yüksek olduğu (sırasıyla %40, %45), 30 günlük çalışmalarda ise duyuru tarihi öncesinde pozitif ortalama aşırı getiri sağlayan işletmelerin sayısının yüzdesel olarak yüksek olduğu görülmektedir (%42). Ortalama aşırı getiri değerlerinin her bir işletme için hesaplandığı çalışmada sonuçların %21'i %95 güven düzeyinde anlamlıdır. Bu oranın %16'sı negatif aşırı getiri, %5'i ise pozitif aşırı getiri açısından anlamlıdır. Dolayısı ile anlamlı olan değerlerin çoğunun hissedarlara kaybettirme yönünde olduğu söylenebilmektedir.

İncelenen bütün sektörleri kapsayan BIST 100 Sınai Sektör Endeksi piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alarak yapılan hesaplamalar yoluyla ortalama aşırı getiriler açısından değerlendirildiğinde; birleşme işlemlerinin yatırımcısına borsa endeks getirisinin üzerinde kazandırdığı tarihler ve ortalama aşırı getiri değerleri duyuru tarihinde 0,494, duyuru tarihinden önceki 15 günlük dönemde 0,082, duyuru tarihinden önceki 30 gün dönemde ise 0,054 olmuştur. Piyasa yöntemini esas alarak yapılan hesaplamalar sonucunda ise birleşme işlemlerinin yatırımcısına borsa endeks getirisinin üzerinde kazandırdığı tarih sadece duyuru tarihinde ve ortalama aşırı getiri 0,431 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla iki yöntem arasında yatırımcıların birleşme duyurularından dolayı elde ettikleri ortalama aşırı getiri ve bunların pozitif gerçekleştiği tarihler farklılık arz etmektedir. Bununla beraber, yatırımcıların hangi sektöre yatırım yaptıkları önem taşımaktadır. Sınai sektör endeksindeki getiriler piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda duyuru tarihinde, duyuru tarihinden önceki 15 ve 30 günlük dönemde yatırımcısına kazandırmış gözükse de duyuru tarihinde kimya petrol plastik, tekstil deri, metal ana sektörlerinde; duyuru tarihinden önceki 15 günlük dönemde madencilik, metal ana sektörlerinde; duyuru tarihinden önceki 30 günlük dönemde ise gıda içecek ve madencilik sektörlerinde ortalama aşırı getirilerin negatif

olduğu görülmektedir. Piyasa yöntemini esas alan hesaplamalar sonucunda ise sınai sektör endeksinin duyuru tarihinde yatırımcısına kazandırdığı belirlenmiş olmasına rağmen sektör bazında incelendiğinde tekstil deri ve metal ana sektörlerinde duyuru tarihindeki ortalama aşırı getirilerin negatif olduğu görülmektedir. Araştırma sonuçlarından ortaya çıkan diğer bir husus; birleşme duyurularını aynı sektörde yer alan işletmeler farklı değerlendirmektedir. Aynı sektörde yer alan işletmelerden biri yatırımcısına pozitif aşırı getiri sağlarken diğer negatif aşırı getiriye sebep olabilmektedir. Araştırmadan, aynı işletmenin farklı işletmelerle gerçekleştirdiği birleşme işlemlerinden de ortalama aşırı getiri açısından benzer düzeyde etkilenmediği saptanmıştır. İşletme gerçekleştirdiği bir birleşme işlemini olumlu olarak algılarken bir diğer birleşme işlemini olumsuz olarak algılayabilmektedir. Bir diğer önemli husus ise; piyasa yöntemini esas alarak yapılan hesaplamalarda sınai endeksinde ortaya çıkan ortalama aşırı getiri değerleri piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemini esas alarak yapılan hesaplamalarda elde edilen ortalama aşırı getiri değerlerinden daha düşüktür. Dolayısıyla birleşme işlemlerinin etkisi ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde farklı sonuçlar çıkmasının bir sebebi de kullanılan yöntemdir.

Ek 1. İncelenen Birleşme İşlemleri

Edinen İşletme	Edinilen İşletme	Sektör	Alt Sektör	Duyuru
Anadolu Efes Biracılık AŞ	Etap Tarım	BIST Sınai	Gıda İçecek	07/01/2009
Coca Cola İçecek AŞ	Sandras Su	BIST Sınai	Gıda İçecek	06/03/2009
Anadolu Efes Biracılık AŞ	Tekel Bira	BIST Sınai	Gıda İçecek	26/08/2009
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii	Efes Breweries International N.V.	BIST Sınai	Gıda İçecek	13/10/2010
Ülker Bisküvi Sanayi AŞ	Ülker Çikolata San. AŞ	BIST Sınai	Gıda İçecek	26/08/2011
Ülker Bisküvi Sanayi AŞ	Birlik Paz. Fresh Cake. Ideal Gıda	BIST Sınai	Gıda İçecek	18/11/2011
Coca-Cola İçecek AŞ	Al Waha For Soft Drinks. Juices.	BIST Sınai	Gıda İçecek	21/09/2012
Coca-Cola İçecek AŞ	Al Waha For Soft Drinks. Juices.	BIST Sınai	Gıda İçecek	14/01/2014
Ülker Bisküvi Sanayi AŞ	Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve	BIST Sınai	Gıda İçecek	07/05/2014
Aksa Akrilik Kimya Sanayii AŞ	Celtic Pharma Holdings Iı B.V.	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	05/06/2012
Aksa Akrilik Kimya Sanayii AŞ	Ak-Tops Tekstil Sanayi AŞ	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	06/06/2013
Turcas Petrol AŞ	Ataş Anadolu Tasfiyehanesi AŞ	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	23/06/2009
Aygaz AŞ	Entek Elektrik Üretimi AŞ	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	25/06/2009
Gübre Fabrikaları T.AŞ	Razi Petrochemichal Co.	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	11/05/2010
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San.	Bandag Lastik Mamülleri Ticaret	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	23/11/2010
Deva Holding AŞ	Deva İlaç Sanayi ve Ticaret AŞ	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	24/11/2010
Soda Sanayii AŞ	Cromital S.P.A	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	15/12/2011
Soda Sanayii AŞ	Sintan Kimya Sanayii ve Tic. A.Ş	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	15/12/2011
Turcas Petrol AŞ	Turcas Rafineri Yatırımları	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	26/12/2011
Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ	Akdeniz Akaryakıt Depolama A.Ş	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	09/03/2012
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San.	Bandağ Lastik Mamülleri Ticaret	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	15/03/2012
Aygaz AŞ	Mogaz Petrol Gazları AŞ	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	17/12/2012
Aygaz AŞ	Opet Aygaz Gayrimenkul Anonim	BIST Sınai	Kimya Petrol Plastik	24/06/2013
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Newmont Altın Madencilik	BIST Sınai	Madencilik	28/06/2010
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Koza İpek Madencilik Sanayi ve	BIST Sınai	Madencilik	26/01/2011
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Doğu Anadolu Maden Arama	BIST Sınai	Madencilik	27/12/2011

Koza Anadolu Metal Madencilik	Konaklı Metal Madencilik San.Tic.	BIST Sınai	Madencilik	10/01/2012
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Koza Altın İşletmeleri AŞ	BIST Sınai	Madencilik	14/11/2012
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Koza Ltd.	BIST Sınai	Madencilik	31/03/2014
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi	Enbatı Elektrik Üretim San. ve Tic.	BIST Sınai	Metal Ana	28/09/2010
Arçelik A.Ş	Grunding Elektronik A.Ş	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	07/04/2009
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ	Cabot İzmir Yazılım Ve Donanım	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	24/12/2009
Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ	Kare Dış Ticaret AŞ	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	18/02/2010
Arçelik AŞ	Güney Afrika Merkezli Defy	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	21/07/2011
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi	Otokar Europe Sas	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	21/07/2011
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi	Otokar Europe Sas	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	19/08/2011
Arçelik A.Ş	Güney Afrika Merkezli Defy	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	30/11/2011
Ege Endüstri ve Ticaret AŞ	Eefz Dış Ticaret Anonim Şirketi	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	06/12/2011
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ	Vestel Savunma Sanayi AŞ	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	22/03/2012
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ	Vestel Dijital Üretim Sanayi AŞ	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	23/11/2012
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ	Tümosan Döküm AŞ	BIST Sınai	Metal Eşya Makine	01/04/2014
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ	Med.Con Srl - Trieste. Riva Alvise	BIST Sınai	Taş Toprak	09/02/2010
Anadolu Cam Sanayii AŞ	Anadolu Cam Eskişehir Sanayi AŞ	BIST Sınai	Taş Toprak	18/11/2011
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ	Afyon Çimento Sanayii Türk AŞ	BIST Sınai	Taş Toprak	31/05/2012
Anadolu Cam Sanayii AŞ	Anadolu Cam Investment Bv	BIST Sınai	Taş Toprak	17/12/2012
Trakya Cam Sanayii AŞ	Hng Float Glass Limited	BIST Sınai	Taş Toprak	11/06/2013
Trakya Cam Sanayii AŞ	Trsg Autoglass Holding Bv	BIST Sınai	Taş Toprak	02/07/2013
Anadolu Cam Sanayii AŞ	Anadolu Cam Eskişehir San.A.Ş	BIST Sınai	Taş Toprak	04/09/2013
Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi	Göлтаş Enerji Elektrik Üretim AŞ	BIST Sınai	Taş Toprak	06/12/2013
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve	Kordsa Qingdao Nylon Enterprise	BIST Sınai	Tekstil Deri	14/07/2011
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve	Pt Indo Kordsa Polyester	BIST Sınai	Tekstil Deri	14/07/2011
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve	Kordsa Argentina S.A.	BIST Sınai	Tekstil Deri	14/11/2011
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve	Kordsa Brasil S.A.	BIST Sınai	Tekstil Deri	14/11/2011

Ek 2. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Gıda İçecek Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Gıda İçecek Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,908	2,282	0,761
-29	1,106	2,834	0,945
-28	-0,167	3,077	1,026
-27	-1,601	4,248	1,416
-26	-0,489	2,586	0,862
-25	0,542	1,111	0,370
-24	-0,813	1,448	0,483
-23	-1,090	3,076	1,025
-22	0,556	2,702	0,901
-21	-1,390	1,931	0,644
-20	0,406	2,455	0,818
-19	0,344	1,672	0,557
-18	0,718	2,644	0,881
-17	-0,472	4,739	1,580
-16	-0,417	3,424	1,141
-15	0,574	2,994	0,998
-14	-0,254	2,994	0,998
-13	-0,141	3,293	1,098
-12	-0,354	3,154	1,051
-11	-0,433	1,596	0,532
-10	-0,768	2,482	0,827
-9	1,552	2,983	0,994
-8	1,106	2,043	0,681
-7	0,056	1,841	0,614
-6	-0,451	1,670	0,557
-5	-0,772	2,063	0,688
-4	0,742	1,751	0,584
-3	0,034	3,804	1,268
-2	-1,136	1,633	0,544
-1	0,401	3,434	1,145
0	0,427	1,631	0,544
1	0,317	1,307	0,436
2	0,213	1,396	0,465
3	1,039	1,316	0,439
4	0,653	2,287	0,762
5	0,440	2,570	0,857

6	-1,150	2,438	0,813
7	-0,903	1,121	0,374
8	-0,744	2,203	0,734
9	0,067	2,957	0,986
10	1,084	3,000	1,000
11	-0,179	3,332	1,111
12	-0,571	1,690	0,563
13	-0,481	2,395	0,798
14	0,509	3,209	1,070
15	0,540	3,627	1,209
16	0,761	1,549	0,516
17	-0,064	3,784	1,261
18	0,129	2,607	0,869
19	-0,830	1,643	0,548
20	-0,549	3,906	1,302
21	1,067	4,106	1,369
22	-0,041	1,822	0,607
23	-0,414	2,352	0,784
24	-1,447	2,664	0,888
25	0,867	1,431	0,477
26	0,166	2,632	0,877
27	-1,350	2,368	0,789
28	0,208	1,743	0,581
29	-0,871	2,308	0,769
30	1,091	2,032	0,677

Ek 3. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Kimya Petrol Plastik Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Kimya Petrol Plastik Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,196	2,180	0,605
-29	-0,415	3,376	0,936
-28	-0,402	2,525	0,700
-27	0,968	2,929	0,812
-26	-0,607	3,060	0,849
-25	-0,042	2,064	0,573
-24	0,825	2,323	0,644
-23	-0,567	1,272	0,353
-22	0,160	1,407	0,390
-21	0,322	2,372	0,658
-20	0,411	2,065	0,573
-19	0,236	2,266	0,629
-18	0,277	1,463	0,406
-17	-0,338	2,040	0,566
-16	-0,343	1,368	0,379
-15	1,033	1,833	0,508
-14	-0,486	2,126	0,590
-13	1,825	2,809	0,779
-12	0,588	3,025	0,839
-11	-0,348	2,027	0,562
-10	1,581	3,832	1,063
-9	-0,276	2,074	0,575
-8	0,352	2,744	0,761
-7	-0,185	1,333	0,370
-6	0,648	1,661	0,461
-5	-0,298	2,092	0,580
-4	0,185	2,508	0,696
-3	0,006	1,681	0,466
-2	0,094	2,145	0,595
-1	0,146	1,712	0,475
0	-0,170	2,194	0,609
1	-0,635	1,481	0,411
2	0,558	2,317	0,643
3	0,038	3,161	0,877

4	0,611	4,801	1,332
5	-1,085	2,403	0,666
6	-0,829	1,768	0,490
7	0,015	1,533	0,425
8	-0,019	1,084	0,301
9	-0,102	1,150	0,319
10	0,597	2,588	0,718
11	0,872	3,202	0,888
12	-0,055	2,378	0,660
13	-0,061	1,555	0,431
14	-0,301	1,924	0,534
15	0,194	1,382	0,383
16	-0,188	2,287	0,634
17	-0,747	1,889	0,524
18	1,619	3,459	0,959
19	-0,093	2,791	0,774
20	-0,944	3,625	1,006
21	0,800	2,683	0,744
22	0,783	5,318	1,475
23	-0,086	2,446	0,678
24	0,248	1,467	0,407
25	0,067	3,945	1,094
26	0,975	5,309	1,473
27	1,635	6,241	1,731
28	2,542	6,127	1,699
29	-1,007	1,749	0,485
30	0,841	4,547	1,261

**Ek 4. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Madencilik
Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler**

Madencilik Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	-1,648	6,460	2,637
-29	1,678	2,215	0,904
-28	-0,037	2,404	0,982
-27	-0,225	2,054	0,838
-26	0,262	2,517	1,028
-25	0,645	2,723	1,112
-24	-1,432	0,734	0,300
-23	0,513	2,410	0,984
-22	-0,352	1,695	0,692
-21	-0,197	2,238	0,913
-20	1,390	2,503	1,022
-19	-0,783	1,829	0,747
-18	0,723	1,287	0,525
-17	-0,365	0,905	0,369
-16	-1,437	1,218	0,497
-15	2,500	4,655	1,900
-14	0,302	2,851	1,164
-13	-0,480	1,270	0,519
-12	-0,747	2,558	1,044
-11	0,840	1,490	0,608
-10	-0,298	1,667	0,681
-9	-2,047	2,154	0,879
-8	-1,244	2,482	1,110
-7	-0,298	1,785	0,729
-6	0,575	1,778	0,726
-5	0,117	1,885	0,770
-4	-0,037	2,386	0,974
-3	-0,243	2,068	0,844
-2	-1,700	1,052	0,430
-1	-0,835	2,924	1,194
0	0,600	2,713	1,108
1	1,075	4,573	1,867
2	-0,608	4,869	1,988
3	1,917	0,971	0,396

4	-1,172	0,864	0,353
5	0,212	2,510	1,025
6	0,755	2,254	0,920
7	-0,380	1,690	0,690
8	-0,712	0,956	0,390
9	0,878	2,156	0,880
10	1,345	3,108	1,269
11	1,983	2,815	1,149
12	0,555	1,703	0,695
13	-1,080	2,586	1,056
14	0,187	2,900	1,184
15	0,210	1,342	0,548
16	-0,993	1,867	0,762
17	0,678	2,761	1,127
18	0,678	2,841	1,270
19	-0,737	1,561	0,637
20	0,988	1,290	0,527
21	0,423	3,150	1,286
22	-1,734	1,617	0,723
23	-0,796	3,449	1,542
24	-1,066	3,345	1,496
25	0,400	2,742	1,226
26	0,500	2,488	1,113
27	-0,220	2,927	1,309
28	1,420	3,831	1,713
29	0,602	1,656	0,741
30	0,408	2,444	1,093

Ek 5. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Metal Eşya Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Metal Eşya Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	-0,547	1,160	0,350
-29	1,587	5,154	1,554
-28	0,062	4,216	1,271
-27	0,245	2,127	0,641
-26	-0,254	1,492	0,450
-25	0,180	1,232	0,372
-24	-0,024	1,200	0,362
-23	0,897	1,052	0,317
-22	0,875	3,165	0,954
-21	0,089	1,708	0,515
-20	-0,393	1,050	0,317
-19	-0,215	1,786	0,539
-18	-0,372	1,052	0,317
-17	-0,610	1,064	0,321
-16	1,107	2,681	0,808
-15	-0,425	2,640	0,796
-14	0,356	1,451	0,438
-13	-0,273	1,278	0,385
-12	0,516	2,222	0,670
-11	0,433	1,879	0,566
-10	0,579	1,658	0,500
-9	-0,251	1,975	0,596
-8	-0,370	2,422	0,730
-7	0,315	2,501	0,754
-6	0,935	4,009	1,209
-5	-0,264	1,312	0,396
-4	-1,080	3,302	0,996
-3	-0,245	3,920	1,182
-2	-0,483	1,528	0,461
-1	0,621	3,862	1,165
0	0,888	3,113	0,939
1	-1,768	3,891	1,173
2	-1,472	3,808	1,148
3	1,201	4,223	1,273

4	0,969	3,284	0,990
5	-1,753	3,948	1,190
6	-0,289	3,547	1,070
7	-0,191	2,626	0,792
8	0,350	2,893	0,872
9	1,017	3,553	1,071
10	-0,725	2,162	0,652
11	0,925	1,892	0,570
12	0,116	3,098	0,934
13	-0,916	2,373	0,715
14	0,716	4,033	1,216
15	-0,972	3,331	1,004
16	-1,149	2,601	0,784
17	-0,882	3,926	1,184
18	-0,142	1,484	0,448
19	-0,130	2,025	0,611
20	-0,235	2,710	0,817
21	-0,163	1,387	0,418
22	0,523	2,593	0,782
23	-0,150	1,464	0,441
24	-0,953	1,447	0,436
25	0,045	2,521	0,760
26	0,411	2,574	0,776
27	0,118	0,895	0,270
28	-0,410	2,280	0,688
29	-0,244	1,294	0,390
30	-0,695	1,750	0,528

Ek 6. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Taş Toprak Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Taş Toprak Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,440	1,308	0,462
-29	0,791	0,939	0,332
-28	0,335	1,098	0,388
-27	-0,020	2,095	0,741
-26	0,968	1,092	0,386
-25	-0,308	1,556	0,550
-24	-1,383	3,935	1,391
-23	-0,739	1,637	0,579
-22	-0,020	1,384	0,489
-21	0,106	1,380	0,488
-20	-0,065	1,029	0,364
-19	-0,009	1,412	0,499
-18	-0,268	1,110	0,393
-17	0,500	1,204	0,426
-16	-0,245	1,815	0,642
-15	0,375	1,647	0,582
-14	0,400	1,124	0,397
-13	0,584	1,316	0,465
-12	-0,211	0,838	0,296
-11	0,164	1,643	0,581
-10	-0,469	0,657	0,232
-9	0,299	1,437	0,508
-8	-0,239	1,648	0,583
-7	0,175	0,922	0,326
-6	0,658	1,250	0,442
-5	0,621	1,860	0,658
-4	-0,700	2,235	0,790
-3	-0,776	2,017	0,713
-2	-0,210	1,340	0,474
-1	0,559	1,274	0,450
0	1,598	2,402	0,849
1	0,053	1,827	0,646

2	-0,546	1,028	0,363
3	-0,410	1,506	0,532
4	-0,333	1,313	0,464
5	0,066	2,618	0,926
6	-0,203	1,494	0,528
7	-0,673	1,273	0,450
8	-0,361	1,351	0,478
9	-0,173	1,174	0,415
10	0,786	1,505	0,532
11	-0,193	1,582	0,559
12	-0,785	1,139	0,403
13	-0,570	1,541	0,545
14	-0,276	1,561	0,552
15	-0,744	2,206	0,780
16	1,425	1,504	0,532
17	-0,041	1,206	0,426
18	0,080	1,106	0,391
19	-1,081	0,888	0,314
20	0,110	0,798	0,282
21	-0,007	1,503	0,531
22	0,334	1,562	0,552
23	-0,604	0,917	0,324
24	0,095	0,625	0,221
25	-0,271	0,862	0,305
26	0,126	2,646	0,935
27	-0,525	1,332	0,471
28	-0,618	1,822	0,644
29	-0,588	0,949	0,335
30	0,209	0,743	0,263

Ek 7. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Tekstil Deri Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Tekstil Deri Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,990	1,994	1,410
-29	-0,280	0,042	0,030
-28	0,915	2,793	1,975
-27	-1,585	2,044	1,445
-26	0,770	0,891	0,630
-25	1,545	3,514	2,485
-24	-0,705	0,742	0,525
-23	0,210	0,099	0,070
-22	-0,265	0,247	0,175
-21	-1,735	1,068	0,755
-20	-0,865	0,403	0,285
-19	0,235	0,417	0,295
-18	2,475	3,387	2,395
-17	-2,425	1,054	0,745
-16	0,870	1,499	1,060
-15	-0,705	0,757	0,535
-14	1,430	1,287	0,910
-13	0,730	2,588	1,830
-12	-0,875	2,029	1,435
-11	2,465	3,302	2,335
-10	1,000	0,509	0,360
-9	1,295	1,817	1,285
-8	-2,395	0,460	0,325
-7	0,385	0,757	0,535
-6	2,335	3,175	2,245
-5	-1,195	1,209	0,855
-4	-0,700	0,382	0,270
-3	-0,330	1,994	1,410
-2	-0,095	0,629	0,445
-1	-0,725	0,318	0,225
0	-0,785	0,827	0,585
1	-1,255	0,601	0,425
2	0,310	0,255	0,180
3	0,290	1,810	1,280

4	-0,725	1,167	0,825
5	-0,955	0,375	0,265
6	-0,685	0,403	0,285
7	-0,725	1,223	0,865
8	0,095	0,304	0,215
9	-2,415	2,369	1,675
10	-1,000	0,156	0,110
11	-0,105	0,983	0,695
12	-0,385	1,068	0,755
13	0,915	0,643	0,455
14	-0,725	0,106	0,075
15	0,460	1,754	1,240
16	0,580	1,089	0,770
17	-1,115	2,029	1,435
18	-2,560	2,107	1,490
19	0,890	0,014	0,010
20	1,130	0,042	0,030
21	0,375	0,813	0,575
22	2,405	5,254	3,715
23	-0,320	3,804	2,690
24	-0,290	0,580	0,410
25	0,090	1,966	1,390
26	0,365	1,803	1,275
27	-0,700	2,022	1,430
28	0,280	1,230	0,870
29	-0,335	0,502	0,355
30	-1,270	1,103	0,780

Ek 8. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Metal Ana Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Metal Ana Sektörü	
Gün	Ortalama Aşırı Getiri
-30	0,720
-29	-0,390
-28	0,850
-27	-0,590
-26	0,910
-25	1,010
-24	0,030
-23	1,150
-22	2,670
-21	-0,490
-20	-1,330
-19	0,620
-18	-0,490
-17	-1,060
-16	0,900
-15	-0,480
-14	0,720
-13	-1,090
-12	-0,360
-11	-0,600
-10	0,570
-9	-1,470
-8	0,390
-7	-2,930
-6	1,200
-5	0,260
-4	-1,470
-3	1,370
-2	-0,070
-1	2,150
0	-1,490
1	-0,830
2	-1,240
3	1,350

4	-0,820
5	1,400
6	-0,900
7	-0,700
8	1,100
9	0,860
10	-3,520
11	-0,710
12	-0,400
13	-0,380
14	0,370
15	0,880
16	-0,190
17	1,070
18	-0,790
19	-1,590
20	1,120
21	0,460
22	0,180
23	-0,080
24	0,760
25	-0,720
26	0,180
27	-0,230
28	0,010
29	-0,320
30	-1,050

Metal ana sektöründe tek işletme olduğu için standart sapma ve standart hata hesaplanmamıştır.

Ek 9. Piyasa Yönteminde Gıda İçecek Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Gıda Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,623	1,898	0,633
-29	0,817	2,315	0,772
-28	0,057	2,852	0,951
-27	-0,687	3,253	1,084
-26	-0,473	2,592	0,864
-25	0,466	1,012	0,337
-24	-0,500	1,120	0,373
-23	-0,934	2,886	0,962
-22	0,572	2,774	0,925
-21	-1,258	1,936	0,645
-20	0,524	2,352	0,784
-19	0,681	1,256	0,419
-18	0,302	2,228	0,743
-17	-0,306	4,259	1,420
-16	-0,366	3,069	1,023
-15	0,662	2,974	0,991
-14	-0,467	2,652	0,884
-13	-0,580	3,450	1,150
-12	-0,360	2,838	0,946
-11	-0,383	1,580	0,527
-10	-0,887	2,715	0,905
-9	1,721	3,198	1,066
-8	0,866	1,986	0,662
-7	0,116	2,149	0,716
-6	-0,504	1,910	0,637
-5	-0,386	1,978	0,659
-4	0,734	1,949	0,650
-3	0,067	3,745	1,248
-2	-0,526	2,012	0,671
-1	0,392	3,032	1,011
0	0,190	1,532	0,511
1	-0,512	0,809	0,270
2	0,319	1,642	0,547
3	0,458	0,829	0,276

4	0,500	2,329	0,776
5	0,047	2,474	0,825
6	-0,809	2,546	0,849
7	-0,929	0,913	0,304
8	-0,811	2,312	0,771
9	-0,163	2,769	0,923
10	0,741	2,401	0,800
11	-0,003	2,950	0,983
12	-0,449	1,172	0,391
13	-0,067	2,372	0,791
14	0,668	2,350	0,783
15	0,841	4,023	1,341
16	0,333	1,666	0,555
17	0,180	4,169	1,390
18	-0,273	2,613	0,871
19	-0,712	1,265	0,422
20	-0,614	4,062	1,354
21	0,573	3,654	1,218
22	-0,101	2,219	0,740
23	-0,031	2,205	0,735
24	-1,634	2,153	0,718
25	0,360	1,463	0,488
26	-0,452	1,923	0,641
27	-0,851	2,297	0,766
28	0,021	1,299	0,433
29	-0,756	2,145	0,715
30	0,928	1,995	0,665

Ek 10. Piyasa Yönteminde Kimya Petrol Plastik Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Kimya Petrol Plastik Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,250	2,318	0,643
-29	-0,451	3,615	1,003
-28	-0,270	2,533	0,702
-27	1,172	2,872	0,797
-26	-0,635	3,005	0,833
-25	-0,107	1,856	0,515
-24	0,835	2,050	0,569
-23	-0,498	1,197	0,332
-22	0,122	1,603	0,445
-21	0,218	2,266	0,628
-20	0,424	2,092	0,580
-19	0,151	2,412	0,669
-18	0,370	1,406	0,390
-17	-0,240	1,856	0,515
-16	-0,261	1,354	0,375
-15	0,852	1,852	0,514
-14	-0,390	2,111	0,586
-13	1,569	2,648	0,734
-12	0,256	3,355	0,930
-11	-0,060	1,706	0,473
-10	1,488	3,845	1,066
-9	-0,366	1,967	0,545
-8	0,410	2,600	0,721
-7	-0,317	1,224	0,339
-6	0,622	1,639	0,454
-5	-0,299	1,929	0,535
-4	0,025	2,566	0,712
-3	-0,594	1,818	0,504
-2	0,072	2,075	0,575
-1	0,108	1,694	0,470
0	-0,303	1,630	0,452
1	-0,318	1,789	0,496
2	0,445	2,014	0,559
3	-0,030	3,373	0,936

4	0,517	4,922	1,365
5	-1,060	2,613	0,725
6	-0,575	1,975	0,548
7	-0,019	1,428	0,396
8	-0,005	1,030	0,286
9	-0,168	1,329	0,369
10	0,355	2,241	0,622
11	0,946	2,947	0,817
12	-0,212	1,950	0,541
13	-0,068	1,311	0,364
14	-0,037	1,704	0,473
15	0,372	1,554	0,431
16	-0,288	2,108	0,585
17	-0,793	1,796	0,498
18	1,545	3,510	0,974
19	-0,201	2,561	0,710
20	-0,598	3,612	1,002
21	0,749	2,710	0,752
22	0,767	5,255	1,457
23	0,062	2,431	0,674
24	0,190	1,389	0,385
25	0,278	3,760	1,043
26	1,202	5,271	1,462
27	1,811	6,150	1,706
28	2,365	6,158	1,708
29	-0,874	1,760	0,488
30	0,894	4,479	1,242

Ek 11. Piyasa Yönteminde Madencilik Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Madencilik Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	-2,068	6,099	2,490
-29	2,170	2,831	1,156
-28	-0,110	1,868	0,763
-27	-0,528	1,218	0,497
-26	-0,023	2,046	0,835
-25	0,488	2,787	1,138
-24	-1,612	1,151	0,470
-23	0,335	1,482	0,605
-22	0,015	1,272	0,519
-21	-0,150	2,088	0,853
-20	1,432	2,676	1,092
-19	-0,720	2,193	0,895
-18	0,727	1,633	0,667
-17	-0,197	0,933	0,381
-16	-1,503	1,028	0,420
-15	2,622	4,671	1,907
-14	0,220	2,872	1,173
-13	-0,712	1,032	0,421
-12	-0,620	2,435	0,994
-11	0,757	1,789	0,730
-10	-0,253	1,670	0,682
-9	-2,428	2,642	1,079
-8	-1,102	1,942	0,868
-7	-0,365	1,646	0,672
-6	0,453	2,157	0,881
-5	0,688	1,757	0,717
-4	-0,440	2,274	0,928
-3	-0,773	2,202	0,899
-2	-1,788	1,189	0,485
-1	-0,968	3,216	1,313
0	0,775	3,220	1,315
1	0,707	5,222	2,132
2	-0,542	5,101	2,083
3	1,553	0,906	0,370

4	-0,852	0,974	0,398
5	0,610	2,834	1,157
6	0,593	1,957	0,799
7	-0,188	2,208	0,902
8	-0,828	1,093	0,446
9	0,875	1,960	0,800
10	1,432	3,323	1,357
11	2,288	3,015	1,231
12	1,017	2,014	0,822
13	-1,268	2,785	1,137
14	0,530	3,239	1,322
15	0,332	1,376	0,562
16	-0,520	1,470	0,600
17	1,065	3,038	1,240
18	0,796	2,635	1,178
19	-0,805	1,467	0,599
20	0,893	1,533	0,626
21	0,392	3,455	1,411
22	-1,536	1,461	0,654
23	-0,676	3,453	1,544
24	-1,366	3,051	1,364
25	0,312	2,327	1,041
26	0,702	2,625	1,174
27	-0,142	2,702	1,208
28	1,252	3,630	1,623
29	0,702	1,528	0,683
30	0,354	2,495	1,116

Ek 12. Piyasa Yönteminde Metal Eşya Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Metal Eşya Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	-0,804	0,892	0,269
-29	1,410	5,204	1,569
-28	-0,245	4,665	1,407
-27	0,004	1,980	0,597
-26	-0,752	1,437	0,433
-25	0,021	1,300	0,392
-24	-0,300	1,116	0,337
-23	0,609	1,157	0,349
-22	0,765	2,984	0,900
-21	-0,380	2,122	0,640
-20	-0,740	0,732	0,221
-19	-0,277	1,670	0,504
-18	-0,545	1,066	0,321
-17	-0,776	1,266	0,382
-16	1,107	2,359	0,711
-15	-0,677	2,791	0,841
-14	0,137	1,429	0,431
-13	-0,471	1,286	0,388
-12	0,196	2,153	0,649
-11	0,034	2,133	0,643
-10	0,192	1,576	0,475
-9	-0,905	3,023	0,912
-8	-0,441	2,282	0,688
-7	-0,399	2,229	0,672
-6	0,962	3,298	0,994
-5	-0,641	1,323	0,399
-4	-1,353	4,106	1,238
-3	-0,455	4,032	1,216
-2	-0,832	1,611	0,486
-1	-0,008	3,849	1,161
0	0,778	3,198	0,964
1	-2,185	4,160	1,254
2	-1,538	3,773	1,138
3	1,068	3,831	1,155

4	0,840	3,218	0,970
5	-1,685	4,324	1,304
6	-0,256	3,600	1,085
7	-0,669	2,868	0,865
8	0,228	2,872	0,866
9	0,785	3,705	1,117
10	-1,136	2,560	0,772
11	0,159	2,085	0,629
12	-0,750	4,159	1,254
13	-0,943	2,282	0,688
14	0,013	3,874	1,168
15	-0,916	3,612	1,089
16	-1,190	2,653	0,800
17	-0,960	4,063	1,225
18	-0,028	1,152	0,347
19	-0,431	2,149	0,648
20	-1,182	2,211	0,667
21	-0,300	1,259	0,380
22	0,383	2,718	0,819
23	-0,328	1,448	0,437
24	-0,975	1,718	0,518
25	-0,268	2,657	0,801
26	0,218	2,854	0,861
27	0,056	1,279	0,385
28	-1,039	2,532	0,763
29	-0,455	1,255	0,378
30	-1,012	1,878	0,566

Ek 13. Piyasa Yönteminde Taş Toprak Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Taş Toprak Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,481	1,198	0,423
-29	0,679	1,043	0,369
-28	0,238	1,100	0,389
-27	0,175	1,950	0,689
-26	0,798	0,764	0,270
-25	-0,349	1,498	0,530
-24	-1,274	3,705	1,310
-23	-0,886	1,760	0,622
-22	-0,074	1,403	0,496
-21	-0,290	1,240	0,439
-20	-0,178	0,941	0,333
-19	-0,040	1,350	0,477
-18	-0,359	1,183	0,418
-17	0,338	1,353	0,479
-16	-0,160	2,048	0,724
-15	0,578	1,594	0,563
-14	0,484	1,137	0,402
-13	0,308	1,242	0,439
-12	-0,410	0,833	0,295
-11	0,208	1,721	0,608
-10	-0,471	0,799	0,282
-9	0,224	1,362	0,482
-8	-0,300	1,739	0,615
-7	0,100	0,944	0,334
-6	0,475	1,191	0,421
-5	0,501	2,031	0,718
-4	-0,815	2,334	0,825
-3	-1,095	2,308	0,816
-2	-0,415	1,745	0,617
-1	0,118	1,509	0,534
0	1,801	2,403	0,850
1	0,075	1,869	0,661

2	-0,500	1,108	0,392
3	-0,418	1,491	0,527
4	-0,319	1,399	0,495
5	0,174	2,663	0,941
6	0,078	1,839	0,650
7	-1,035	1,835	0,649
8	-0,156	1,218	0,431
9	-0,428	1,077	0,381
10	0,575	1,244	0,440
11	-0,326	1,382	0,489
12	-0,903	1,444	0,511
13	-0,568	1,879	0,664
14	-0,126	1,656	0,586
15	-0,699	2,318	0,820
16	1,645	1,716	0,607
17	-0,264	1,210	0,428
18	0,439	0,841	0,297
19	-0,858	0,664	0,235
20	-0,020	0,617	0,218
21	0,201	1,564	0,553
22	-0,075	1,288	0,455
23	-0,446	1,035	0,366
24	0,148	0,559	0,198
25	-0,364	0,684	0,242
26	0,579	2,457	0,869
27	-0,631	1,180	0,417
28	-0,548	1,812	0,641
29	-0,991	1,362	0,482
30	0,179	0,930	0,329

Ek 14. Piyasa Yönteminde Tekstil Deri Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Tekstil Deri Sektörü			
Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	1,120	2,800	1,980
-29	-0,395	0,827	0,585
-28	1,400	2,843	2,010
-27	-1,105	1,619	1,145
-26	0,445	0,262	0,185
-25	0,890	3,677	2,600
-24	-0,730	1,103	0,780
-23	0,035	0,389	0,275
-22	-1,085	1,237	0,875
-21	-2,370	2,715	1,920
-20	-0,760	0,693	0,490
-19	0,665	0,389	0,275
-18	1,850	4,144	2,930
-17	-1,735	1,393	0,985
-16	0,180	2,348	1,660
-15	-0,485	0,643	0,455
-14	1,505	1,011	0,715
-13	0,285	2,595	1,835
-12	-0,260	2,178	1,540
-11	2,430	3,380	2,390
-10	1,100	0,651	0,460
-9	1,095	1,987	1,405
-8	-1,710	0,339	0,240
-7	0,045	0,276	0,195
-6	1,705	2,595	1,835
-5	-0,600	1,344	0,950
-4	-0,905	0,587	0,415
-3	-0,845	1,153	0,815
-2	-0,395	0,247	0,175
-1	-0,330	0,269	0,190
0	-1,200	0,113	0,080
1	-1,370	1,061	0,750

2	-0,105	1,124	0,795
3	-0,025	1,506	1,065
4	-1,020	1,541	1,090
5	-1,775	0,191	0,135
6	-1,540	0,679	0,480
7	-0,180	2,192	1,550
8	-0,040	0,028	0,020
9	-2,320	1,428	1,010
10	-0,010	0,311	0,220
11	-0,340	0,481	0,340
12	-0,205	2,383	1,685
13	0,630	0,325	0,230
14	-0,880	1,089	0,770
15	-0,720	0,410	0,290
16	-1,475	1,846	1,305
17	-3,710	2,150	1,520
18	-2,430	1,372	0,970
19	-0,960	3,055	2,160
20	2,075	1,817	1,285
21	0,455	0,601	0,425
22	3,045	6,512	4,605
23	0,150	3,719	2,630
24	-0,305	0,771	0,545
25	-1,690	4,271	3,020
26	1,370	2,192	1,550
27	-0,675	2,058	1,455
28	-0,420	0,057	0,040
29	0,125	0,686	0,485
30	-1,280	1,697	1,200

Ek 15. Piyasa Yönteminde Metal Ana Sektöründe Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Metal Ana Sektörü	
Gün	Ortalama Aşırı Getiri
-30	0,820
-29	-0,340
-28	0,910
-27	-0,540
-26	0,950
-25	1,080
-24	0,120
-23	1,220
-22	2,730
-21	-0,410
-20	-1,250
-19	0,650
-18	-0,430
-17	-1,020
-16	0,940
-15	-0,430
-14	0,780
-13	-1,030
-12	-0,280
-11	-0,600
-10	0,630
-9	-1,440
-8	0,440
-7	-2,870
-6	1,250
-5	0,330
-4	-1,420
-3	1,440
-2	-0,010
-1	2,200
0	-1,460
1	-0,770
2	-1,180
3	1,450

4	-0,770
5	1,430
6	-0,860
7	-0,640
8	1,150
9	0,860
10	-3,480
11	-0,660
12	-0,300
13	-0,340
14	0,420
15	0,960
16	-0,110
17	1,090
18	-0,740
19	-1,530
20	1,190
21	0,600
22	0,230
23	0,010
24	0,830
25	-0,740
26	0,250
27	-0,170
28	0,050
29	-0,220
30	-0,970

Metal ana sektöründe tek işletme olduğu için standart sapma ve standart hata hesaplanmamıştır.

Ek 16. Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yönteminde Güven Aralıklarının Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Gün	Test Değeri=0				
	T değeri	P iki taraflı	Ortalama Farkı	%95 Fark İçin Güven Aralığı	
				Alt Limit	Üst Limit
-30	0,053	0,958	0,021	-0,758	0,800
-29	1,607	0,114	0,749	-0,187	1,686
-28	-0,046	0,963	-0,018	-0,811	0,774
-27	-0,220	0,827	-0,088	-0,889	0,714
-26	-0,209	0,835	-0,066	-0,704	0,571
-25	0,950	0,347	0,237	-0,264	0,737
-24	-1,132	0,263	-0,358	-0,993	0,277
-23	-0,626	0,534	-0,171	-0,722	0,379
-22	1,096	0,278	0,332	-0,276	0,940
-21	-0,838	0,406	-0,233	-0,790	0,325
-20	0,721	0,475	0,189	-0,337	0,715
-19	0,010	0,992	0,002	-0,500	0,505
-18	1,052	0,298	0,253	-0,230	0,735
-17	-1,168	0,249	-0,389	-1,058	0,280
-16	-0,247	0,806	-0,079	-0,724	0,565
-15	1,589	0,118	0,601	-0,159	1,361
-14	0,267	0,791	0,078	-0,509	0,665
-13	1,312	0,196	0,432	-0,230	1,094
-12	0,107	0,915	0,037	-0,660	0,734
-11	0,538	0,593	0,140	-0,385	0,665
-10	0,957	0,343	0,341	-0,375	1,056
-9	-0,071	0,944	-0,023	-0,675	0,629
-8	-0,127	0,899	-0,042	-0,711	0,626
-7	-0,081	0,935	-0,020	-0,508	0,468
-6	1,759	0,085**	0,585	-0,083	1,252
-5	-0,801	0,427	-0,204	-0,715	0,307
-4	-0,661	0,512	-0,230	-0,927	0,468
-3	-0,481	0,633	-0,185	-0,959	0,589
-2	-2,242	0,030*	-0,529	-1,003	-0,055
-1	0,663	0,510	0,250	-0,507	1,007
1	-1,110	0,272	-0,427	-1,199	0,346
2	-0,794	0,431	-0,313	-1,105	0,479

3	1,721	0,092**	0,664	-0,112	1,440
4	0,572	0,570	0,250	-0,630	1,131
5	-1,399	0,168	-0,563	-1,371	0,246
6	-1,431	0,159	-0,473	-1,138	0,191
7	-1,659	0,104	-0,397	-0,878	0,084
8	-0,693	0,492	-0,179	-0,700	0,341
9	0,618	0,540	0,208	-0,468	0,884
10	1,038	0,304	0,368	-0,344	1,080
11	1,593	0,118	0,587	-0,153	1,327
12	-0,580	0,565	-0,174	-0,776	0,429
13	-1,770	0,083**	-0,496	-1,059	0,067
14	0,333	0,740	0,128	-0,641	0,897
15	-0,352	0,726	-0,124	-0,832	0,584
16	-0,120	0,905	-0,036	-0,648	0,575
17	-0,884	0,381	-0,348	-1,140	0,443
18	1,057	0,296	0,383	-0,345	1,111
19	-1,667	0,102	-0,460	-1,014	0,095
20	-0,482	0,632	-0,192	-0,993	0,609
21	1,217	0,229	0,438	-0,285	1,161
22	0,630	0,532	0,297	-0,651	1,245
23	-1,099	0,277	-0,327	-0,926	0,271
24	-1,845	0,071**	-0,503	-1,052	0,045
25	0,473	0,638	0,173	-0,561	0,906
26	0,982	0,331	0,472	-0,494	1,437
27	0,137	0,891	0,071	-0,966	1,108
28	1,251	0,217	0,676	-0,411	1,763
29	-2,327	0,024*	-0,537	-1,000	-0,073
30	0,682	0,498	0,270	-0,525	1,065

*%95, **%90 güven düzeyinde anlamlıdır.

Ek 17. Piyasa Yönteminde Güven Aralıklarının Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Gün	Test Değeri=0				
	T değeri	P iki taraflı	Ortalama Farkı	%95 Fark İçin Güven Aralığı	
				Alt Limit	Üst Limit
-30	-0,291	0,772	-0,110	-0,865	0,646
-29	1,438	0,157	0,686	-0,273	1,646
-28	-0,037	0,971	-0,015	-0,827	0,798
-27	0,268	0,790	0,092	-0,595	0,778
-26	-0,840	0,405	-0,254	-0,862	0,354
-25	0,503	0,617	0,121	-0,362	0,603
-24	-1,233	0,223	-0,363	-0,954	0,228
-23	-0,965	0,339	-0,239	-0,738	0,259
-22	1,016	0,315	0,304	-0,298	0,906
-21	-1,486	0,144	-0,421	-0,990	0,148
-20	0,493	0,624	0,130	-0,399	0,659
-19	0,188	0,852	0,048	-0,461	0,556
-18	0,544	0,589	0,126	-0,339	0,591
-17	-1,130	0,264	-0,348	-0,966	0,271
-16	-0,232	0,818	-0,070	-0,677	0,537
-15	1,481	0,145	0,571	-0,204	1,345
-14	0,087	0,931	0,024	-0,539	0,588
-13	0,475	0,637	0,155	-0,500	0,809
-12	-0,322	0,749	-0,111	-0,803	0,581
-11	0,509	0,613	0,132	-0,390	0,654
-10	0,611	0,544	0,220	-0,505	0,945
-9	-0,599	0,552	-0,225	-0,981	0,531
-8	-0,173	0,863	-0,053	-0,675	0,568
-7	-0,995	0,324	-0,233	-0,703	0,237
-6	1,670	0,101	0,506	-0,103	1,115
-5	-0,575	0,568	-0,143	-0,642	0,357
-4	-1,048	0,300	-0,407	-1,187	0,373
-3	-1,296	0,201	-0,515	-1,315	0,284
-2	-2,218	0,031*	-0,556	-1,060	-0,052
-1	0,082	0,935	0,030	-0,714	0,775

1	-1,515	0,136	-0,629	-1,463	0,205
2	-0,856	0,396	-0,338	-1,131	0,455
3	1,241	0,221	0,457	-0,283	1,198
4	0,452	0,653	0,200	-0,688	1,087
5	-1,355	0,182	-0,579	-1,438	0,280
6	-1,018	0,314	-0,347	-1,031	0,338
7	-1,979	0,053**	-0,528	-1,063	0,008
8	-0,773	0,443	-0,200	-0,721	0,321
9	0,181	0,857	0,061	-0,611	0,733
10	0,497	0,621	0,169	-0,515	0,854
11	1,338	0,187	0,476	-0,239	1,191
12	-0,988	0,328	-0,338	-1,024	0,349
13	-1,643	0,107	-0,462	-1,027	0,103
14	0,366	0,716	0,130	-0,583	0,843
15	-0,091	0,928	-0,035	-0,805	0,735
16	-0,453	0,653	-0,137	-0,746	0,472
17	-0,995	0,325	-0,426	-1,287	0,435
18	1,113	0,271	0,392	-0,316	1,100
19	-2,226	0,031*	-0,578	-1,100	-0,056
20	-0,792	0,432	-0,315	-1,116	0,485
21	0,983	0,330	0,341	-0,356	1,039
22	0,480	0,634	0,231	-0,736	1,198
23	-0,675	0,503	-0,198	-0,789	0,392
24	-2,232	0,030*	-0,580	-1,102	-0,057
25	-0,088	0,931	-0,032	-0,763	0,700
26	1,072	0,289	0,512	-0,448	1,472
27	0,370	0,713	0,188	-0,833	1,210
28	0,773	0,443	0,420	-0,672	1,513
29	-2,442	0,018*	-0,562	-1,026	-0,099
30	0,435	0,665	0,174	-0,629	0,976

*%95, **%90 güven düzeyinde anlamlıdır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Alexander, David ve Simon Archer, **International Accounting / Financial Reporting Standards Guide**, USA: CCH Learning, 2008.
- Ankarath, Nandakumar ve Diğerleri, **Understanding IFRS Fundamentals**, USA: John Wiley&Sons, 2010.
- Apak, Sudi ve Engin Demirel, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim, 2010.
- Arnold, Roger A, **Economics**, Ninth Edition, USA: South Western Cengage Learning, 2010.
- Arnold, Roger A, **Microeconomics**, Eleventh Edition, USA: Cengage Learning, 2013.
- Ataman, Ümit, **Şirketler Muhasebesi**, 4.Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2000.
- Baker, H. Kent ve Gary E. Powell, **Understanding Financial Management; A Practical Guide**, UK: Blackwell Publishing, 2005.
- Begg, David, Stanley Fisher ve Rudiger Dornbush, **Economics**, Third Edition, UK: Mc Grow Hill Book Company, 1991.
- Bendrey, Mike, Roger Hussey, Colston West, **Essentials of Management Accounting in Business**, MPG Books, UK, 2003.
- Berk, Niyazi, **Finansal Yönetim**, 10. Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2010.
- Besley, Scott, Eugene F. Brigham, **Principles of Finance**, Fifth Edition, Canada: South Western Cengage Learning, 2012.
- Bevans, Neal R, **Business Organizations and Corporate Law**, USA: Thomson Delmar Learning, 2007.
- Bloom, Martin, **Double Accounting for Goodwill**, USA: Taylor & Francis Books, 2008.
- Boehmer, Ekkehart, John Paul Broussard ve Juha-Pekka Kallunki, **Using SAS in Financial Research**, North Caroline: SAS Publishing, 2002.

- Brigham, Eugene F. ve Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, Concise Seventh Edition, USA: South Western Cengage Learning, 2012.
- Bryer, Lanning ve Melvin Simensky. **Intellectual Property Assets in Mergers and Acquisitions**. USA: John Wiley&Sons. 2002.
- Buckey, Peter J. ve Pervez N. Ghauri, **International Mergers and Acquisitions**. Singapore: Thomson Learning, 2002.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo., A.Craig MacKinlay, **The Econometrics of Financial Markets**, New Jersey: Princeton University Press. 1997.
- Canbaş, Serpil ve Gamze Vural, **Finansal Yönetim**, Adana: Karahan Kitabevi, 2010.
- Caselli, Stefano ve Stefano Gatti, **Venture Capital; A Euro System Approach**, New York: Springer Verlag Edition, 2004.
- Chambers, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, İstanbul: Beta Yayınları, 2009.
- Chandra, Prasanna, **Financial Management, Theory and Practice**, Seventh Edition, New Delhi: Tata Mc Grow Hill, 2008.
- Chandra, Prasanna, **Fundamentals of Financial Management**, Sixth Edition, New Delhi: Mc Graw Hill Education, 2014.
- Chorafas, Dimitris N, **The Management of Equity Investments**, UK: Elsevier Finance, 2005.
- Clarkson, Kenneth W., Roger Leroy Miller ve Frank B. Cross, **Business Law, Text and Cases**, Twelfth Edition, Canada: South Western Cengage Learning, 2012.
- Clatworthy, Marc, **Transnational Equity Analysis**, England: John Wiley&Sons, 2005.
- Contractor, Farok J., **Valuation of Intangible Assets in Global Operations**, USA: Greenwood Publishing, 2001.
- Corporate Training Group, **The Investment Banker's handbook:Accounting, Valuation and Modelling**, UK: Corporate Training Group, 2008.
- Correia, Carlos ve Diğerleri, **Financial Management**, South Africa: Juta&Co.Inc., 2007.
- Damodaran, Aswath, **Applied Corporate Finance**, Third Edition, USA: John Wiley & Sons, 2011.

- Damodaran, Aswath, **Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance**, USA: John Wiley&Sons, 2011.
- Damodaran, Aswath, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Third Edition, Canada: John Wiley&Sons, 2012.
- Damodaran, Aswath, **The Dark Side of Valuation, Valuing Old Tech. New Tech and New Economy Companies**, USA: Prentice Hall, 2001.
- Dayananda, Don ve Diğerleri, **Capital Budgeting. Financial Appraisal of Investment Projects**, UK: Cambridge University Press, 2002.
- Defusco, Richard A. ve Diğerleri, **Quantitative Investment Analysis**, Second Edition, USA: CFA Institute Investment Series, John Wiley & Sons, 2007.
- Demirkol, İsmet, **Entelektüel Sermayenin İşletme Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2007.
- Dick, Wolfgang ve Missonier-Piera Franck, **Financial Reporting Under IFRS, A Topic Based Approach**, UK: John Wiley&Sons, 2010.
- Dollinger, Markus, **The Fiar Squeeze-out Compensation**, Germany: Salzwasser-Verlag, 2008.
- Dopson, Lea R., David K. Hayes, **Managerial Accounting for the Hospitality Industry**, USA: John Wiley & Sons, 2009.
- Ehrhardt, Michael C., **The Search For Value : Measuring The Company’s Cost of Capital**, Massachusetts: Harvard Business School Press, 1994.
- Ercan, Metin Kamil ve Diğerleri, **Firma Değerlemesi:Banka Uygulaması**, İstanbul: Literatür Yayınevi, 2006.
- Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim**, Altıncı Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2010.
- Ercan, Metin Kamil ve Diğerleri, **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile İşletme Değerlemesi; Özellikli Durumlar**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2008.
- Fisher, Paul Marcus, William James Taylor, Rita Hortung Cheng, **Advanced Accounting**, Eleventh Edition, USA: South Western Cengage Learning, 2012.
- Gaughan, Patrick A, **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings**, Fifth Edition, USA: John Wiley & Sons, 2011.
- Geddes, Ross, **IPO’s and Equity Offerings**, UK: Butterworth Heinemann, 2003.

- Gökçen, Gürbüz, Başak Ataman ve Cemal Çakıcı, **Türkiye Finansal Raporlama Standartları Uygulamaları**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2011.
- Graham, John R. ve Scot B. Smart, **Introduction to Corporate Finance**, Third Edition, USA: South West Cengage Learning, 2012.
- Groppeli, A.A. ve Ehsan Nikbakht, **Finance**, Fifth Edition, USA: Baron's Educational Series Inc., 2006.
- Gross, Stephanie, **Banks and Shareholder Value, An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks**, Germany: Gabler Edition Wissenschaft, 2006.
- Guerard, John B., Eli Schwartz, **Quantitative Corporate Finance**, USA: Springer Publishing, 2007.
- Gurusamy, S., **Financial Services**, Second Edition, New Delhi: Tata Mc Graw-Hill, 2009.
- Gürbüz, Osman ve Yakup Engincan, **Şirket Değerlemesi**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2008.
- Gürbüz, Osman ve Yakup Ergincan, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2004.
- Gürsoy, Cudi Tuncer, **Finansal Yönetim İlkeleri**, İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları, 2007.
- Hinloopen, Jeroen ve Hans-Theo Norman, **Experiments and Competition Policy**, UK: Cambridge University Press, 2009.
- Hitchner, James R., **Financial Valuation, Applications and Models**, Third Edition, USA: John Wiley & Sons, 2011.
- Hooke, Jeffrey C., **Security Analysis and Business Valuation of Wall Street**, Second Edition, USA: John Wiley & Sons, 2010.
- Hove, M.R., **Consolidated Financial Statements, An International Perspective**, Cape Town: Juta and Jo Ltd, 2006.
- Hunt, Peter A., **Structuring Mergers and Acquisitions, A Guide to Creating Share Holder Value**, Fourth Edition, USA: Aspen Publishers Online, 2009.
- Hussey, Roger, **Fundamentals of International Financial Accounting and Reporting**, Singapore: World Scientific Publishing, 2011.

- Ilzkavitz, Fabienne ve Roderick Meiklejohn, **European Merger Control, Do We Need an Efficiency Defence**, UK: Edward Elgar Publishing Limited, 2006.
- İvgen, Hünkar, **Şirket Değerleme**, Birinci Baskı, İstanbul: Finnet Yayınları, 2003.
- Keown, Arthur J., John D. Martin, J. William Petty ve Diğerleri, **Foundation of Finance, The Logic and Practice of Financial Management**, Fourth Edition, China: Pearson Prentice Hall, 2004.
- Kızıl, Ahmet, Mehmet M.Fidan, Cevdet Kızıl ve İrem Keskin, **TMS-TFRS. Türkiye Muhasebe ve Raporlama Standartları**, İstanbul: Der Yayınları, 2013.
- Kokkoris, Ioannis, **Merger Control in Europe**, New York : Routledge Edition, 2011.
- Konuralp, Gürel, **Sermaye Piyasaları. Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, 2005.
- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan, **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2011.
- Machiraju, H. R, **Mergers Acquisitions and Takeovers**, New Delhi: New Age International Ltd. Publishers, 2003.
- Mackenzie, Bruce, Tapiwa Njikizana, Allan Lombard ve Diğerleri, **Applying IFRS for SMEs**, Canada: John Wiley&Sons., 2011.
- Mard, Michael J. ve Diğerleri, **Driving Your Company's Value: Strategic Benchmarking for Value**, USA: John Wiley&Sons, 2004.
- Massoudi, B. Barry, **Do The Right Deal. Do The Deal Right**, USA: Continental Publishers, 2006.
- Mayo, Herbert B., **Investments. An Introduction**, Tenth Edition, USA: South Western Cengage Learning, 2011.
- McCarthy, Killian J. ve Wilfred Dolfsma, **Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century**, UK: Palgrave MacMillan, 2013.
- McLaughlin, Susan, **Unlocking Company Law**, Second Edition, USA: Routledge Publishing, 2013.
- Megginson, William L. ve Scott B. Smart, **Introduction to Corporate Finance**, USA: South Western Learning, 2009.
- Miller, Roger LeRoy ve William Eric Hollowell, **Business Law. Text and Exercises**, Sixth Edition, Canada: Cengage Learning, 2010.

- Moles, Peter, Robert Parrino ve David Kidwell, **Corporate Finance**, European Edition, UK: John Wiley&Sons, 2011.
- Monks, Robert A.G ve Alexandra Reed Lajoux, **Corporate Valuation for Portfolio Investment**, USA: John Wiley & Sons, 2011.
- Moyer, R. Charles, James R. McGuigan ve Diğerleri, **Contemporary Financial Management**, Twelve Edition, USA: South Western Cengage Learning, 2012.
- Mun, Johnathan, **Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions**, USA: John Wiley & Sons, 2002.
- Okka, Osman, **Finansal Yönetime Giriş**, 2. Baskı, Ankara: Nobel Yayınları, 2006.
- Örten, Remzi, Hasan Kaval ve Aydın Karapınar, **Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007.
- Pamphilis, Donald De, **Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities**, Fifth Edition, USA: Elsevier Inc., 2010.
- Peck, Simon ve Paul Temple, **Mergers and Acquisitions, Critical Perspectives on Business and Management**, New York: Routledge Publishing, 2002.
- Peterson, Pamela P. ve Frank Fabozzi, **Analysis of Financial Statements**, USA: Frank J. Fabozzi Associates New Hope, 1999.
- Pinto, Jerald E., Elaine Henry ve Diğerleri, **Equity Asset Valuation**, Second Edition, USA: John Wiley & Sons, 2010.
- Porter, Gary A. ve Curtis L. Norton, **Using Financial Accounting Information. The Alternative to Debits and Credits**, Eighth Edition, Canada: South Western Cengage Learning, 2013.
- Pratt, Shannan P. ve Roger J. Grabowski, **Cost of Capital, Applications and Examples**, Third Edition, USA: John Wiley & Sons, 2008.
- Rao, Peddina Mahana, **Financial Statement Analysis and Reporting**, Eastern Economy Edition, New Delhi: PHI Learning Private Limited, 2011.
- Ray, Kamal Ghosh, **Mergers and Acquisitions, Strategy, Valuation and Integration**, Eastern Economy Edition, New Delhi: PHI Learning Private Limited, 2010.
- Reilly, Frank K. ve Keith C. Brown, **Investment Analysis & Portfolio Management**, Tenth Edition, USA: South Western Cengage Learning, 2012.

- Rezaee, Zabihollah, **Financial Services Firms**, Third Edition, USA: John Wiley&Sons, 2011.
- Sarıaslan, Halil ve Cengiz Erol, **Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler**, Ankara: Siyasal Kitabevi, 2008.
- Sarıkamış, Cevat, **Şirket Birleşmeleri**, İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 2003.
- Shim, Joe K. ve Joel G. Siegel, **Financial Management**, Third Edition, China: Barron's Educational Series, 2008.
- Shim, Joe K. ve Joel G. Siegel, **Handbook of Financial Analysis, Forecasting and Modeling**, Third Edition, USA: CCH Learning, 2007.
- Siddaiah, Thummuluri, **Financial Services**, India: Pearson Education, 2011.
- Sipahi, Barış, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk, **Şirket Değerleme Yaklaşımları**, İstanbul: Nobel Yayıncılık. 2011.
- The Institute of Cost and Works Accountants of India, **Business Valuation Method**, India: Repro India Limited, 2010.
- Thomas, Jan-Henrik, **Intercultural Aspects of Managing Corporate Mergers**, Germany: Grin Verlag, 2009.
- Usta, Öcal, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 4. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2011.
- Venanzi, Daniela, **Financial Performance Measures and Value Creation: the State of the Art**, USA: Springer Publishment, 2012.
- Verma, K.K, **Corporate Accounting**, New Delhi: Excel Books, 2008.
- Vernimmen, Pierre, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio ve Diğerleri, **Corporate Finance: Theory and Practice**, Second Edition, England: John Wiley&Sons, 2009.
- Whish, Richard ve David Bailey, **Competition Law**, Seventh Edition, USA: Oxford University Press, 2012.
- Young, David ve Stephen F. O'Byrne, **EVA and Value-Based Management-A Practical Guide to Implementation**, USA: McGraw-Hill, 2000.

Makaleler

- Akarım, Yasemin Deniz, "Uluslararası Çapraz Kotasyonun Risk ve Getiri Üzerine Etkisi:Türkiye Örneği", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:57, 2013, ss. 137-148.
- Agrawal, Anup. Jeffrey F. Jaffe, Gershon N. Mandelker, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of An Anomaly", **Journal of Finance**, Vol: 47 (4), 1992, ss.1605-1621.
- Asquith, Paul, "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol: 11, 1983, ss.51-83.
- Asquith, Paul, E. Han Kim, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders", **Journal of Finance**, Vol: 37(5), 1982, ss.1209-1228.
- Albeni, Mesut ve Yusuf Demir, "Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB Uygulamalı)", **Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:14, Bahar 2005, ss.1-18.
- Ashley, John W, "Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results", **Journal of Political Economy**, Vol:70(1), 1962, ss. 82-85.
- Bal, Hasan, "Sermaye Bütçelemesi Yatırım Kararlarında Özkaynağa Nakit Akımı Yönteminin Kullanılması ve Projeye Nakit Akımı Yöntemi ile Karşılaştırılması", **Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:11, 2009, ss. 219-236.
- Ball, Ray, Philip Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Numbers", **Journal of Accounting Research**, Vol:6(2), 1968, ss.159-178.
- Barker, C.Austin, "Effective Stock Splits" **Harvard Business Review**, Vol:34(1), 1956, ss. 101-106.
- Barker, C.Austin, "Stock Splits in a Bull Market", **Harvard Business Review**, Vol: 35, 1957, ss.72-79.
- Barker, C.Austin, "Evaluation of Stock Dividends", **Harvard Business Review**, Vol: 36, 1958, ss. 99-114.
- Babacan, Burak, Gökhan Özer, "Şirketlerin Gönüllü Açıklamalarının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkileri", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:20, Sayı:2, 2013, ss.91-104.

- Bouwman, Christa, Kathleen Fuller ve Amrita Nain, "Stock Market Valuation and Mergers", **MIT / Sloan Management Review**, Vol:45 (1), 2003, ss.9-11.
- Bouwman, Christa, Kathleen Fuller ve Amrita S. Nain, "Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence", **The Review of Financial Studies**, Vol: 22, No:3, 2009, ss.633-679.
- Chang, Saeyoung, "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment and Bidder Returns", **Journal of Finance**, Vol: 53, 1998, ss.773-784.
- Cox, Alan J., Jonathan Portes, "Mergers in Regulated Industries: The Uses and Abuses of Event Studies", **Journal of Regulatory Economics**, Vol: 14, 1998, ss. 281-304.
- Çakır, Hafize Meder ve Zehra Gülcan, "Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Mali Çözüm**, Sayı:113, 2012, ss.79-108.
- Çanakçıoğlu, Mustafa ve Mahmut Demirbaş, "Performans Ölçüm Yöntemleri ile Kurumsal Karne Yaklaşımı", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt:59, Sayı:2, 2009, ss.213-238.
- Çıtak, Levent ve Fatma Kaplan Yıldız, "Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi. İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:22, Sayı:2, 2007, ss.273-295.
- Çukur, Sadık, Resul Eryiğit, "Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsadaki Etkisi", **İktisat. İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 243, 2006, ss. 96-107.
- Damodaran, Aswath, "Valuation Approaches and Metrics; A Survey of the Theory and Evidence", **Foundations and Trends in Finance**, Vo:1, No:8, 2005, ss.693-784.
- Dennis, Debra K., John J. McConnell, "Corporate Mergers and Security Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol:16, 1986, ss. 143-187.
- Delong, Gayle L., "Stockholder Gains From Focusing Versus Diversifying Bank Mergers", **Journal of Financial Economics**, Vol: 59, 2001, ss. 221-252.
- Dolley, James Clay, "Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups", **Harvard Business Review**, Vol:11, 1933, ss.316-326.

- Ellert, James, "Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns", **Journal of Finance**, Vol: 31(2), 1976, ss. 715-732.
- Faccio, Mara, John J. McConnell, David Stolin, "Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 41(1), 2006, ss. 197-220.
- Fama, Eugene Et Al, "The Adjustment of Stock Prices to New Information", **International Economic Review**, Vol: 10(1), 1969, ss.1-21.
- Franks, Julian, Robert Harris, Sheridan Titman, "The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol: 29(1), 1991, ss. 81-96.
- Galinienė, Birute ve Andrius Butvilas, "Analysis of the Capital Cost Impact on Share Value", **Technological and Economic Development of Economy**, Vol:16, 2010, ss. 126-142.
- Genç, Ayşe, Ender Coşkun, "Birleşme ve Satın Alma Duyurularında Anormal Getiri: Satın Alan Şirket ve Hedef Şirket Açısından Bir İnceleme", **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:17, Sayı:3, 2013, ss. 359-376.
- Gökgöz, Fazıl ve Mehmet Ogan Günel, "Türk Yatırım Fonlarının Portföy Performanslarının Analizi", **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:3, 2012, ss.3-25.
- Hacırüstemoğlu, Rüstem, Münir Şakrak ve Volkan Demir, "Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı)", **Mali Çözüm Dergisi**, Yıl:2002, Sayı:59, (Nisan, Mayıs, Haziran 2002), ss.10-21.
- Hansen, Robert G., John R. Lott, "Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholders Consumers", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol: 31, 1996, ss.75-95.
- Kaderli, Yusuf, "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile İncelenmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36, 2007, ss. 144-154.
- Kaderli, Yusuf ve Sezgin Demir, "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi, Olay Etüdü Yöntemi", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:91, 2009, ss.45-65.
- Kaderli, Yusuf, Hatice Başkaya, "Halka Açık İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi; Borsa İstanbul'da

- Bir Uygulama", **Adnan Menderes Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt:1, Sayı:1, 2014, ss. 49-64.
- Kandır, Serkan Yılmaz, Soner Yakar, "Kurumlar Vergisi Oranındaki Değişikliğin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", **Maliye Dergisi**, Sayı:163, 2012, ss. 170-186.
- Kardiyen, Filiz, Esra Akdeniz ve Esra Yiğit, "Olabilirlik Oranı Yöntemine Dayalı. Yapısal Homojen Olmayan Varyans Testlerinin Piyasa Modeli İçin Karşılaştırılması", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:26, Sayı:2, 2011, ss. 135-144.
- Kropf, Matthew Rhodes, David Robinson, S. Viswanathan, "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence", **Journal of Financial Economics**, Vol:77, 2005, ss. 561-603.
- Kıymaz, Halil, "İMKB'de Halka Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Performansları ve Bunları Etkileyen Faktörler: İmalat Sektörü 1990-1995 Uygulaması", **İMKB Dergisi**, Cilt:1, No:3, 1997, ss.47-73.
- Konchitchki, Yaniv ve Daniel E O'Leary, "Event Study Methodologies in Information Systems Research", **International Journal of Accounting Information Systems**, Volume:12, 2011, ss.99-115.
- Korukoğlu, Ayşen ve Serdar Korukoğlu, "Üç Büyüklerin-BJK. FB ve GS Finans Piyasalarındaki Durum Değerlendirmesi", **Ege Akademik Bakış**, Cilt 5, Sayı 1-2, 2005, ss.47-54.
- Langetieg, Terence, "An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Mergers", **Journal of Financial Economics**, Vol: 6, 1978, ss. 365-384.
- Lovata, Linda M., Michael L. Costigan, "Empirical Analysis of Adopters of Economic Value Added", **Management Accounting Research**, Cilt:13, Sayı:2, 2002, ss. 40-46.
- Mackinlay, A.Craig, "Event Studies in Economics and Finance", **Journal of Economic Literature**, Vol. XXXV, 1997, ss. 13-39.
- Mansor, Isa, "Method of Payment and Target Status: Announcement Returns to Acquiring Firms in the Malaysian Market", **International Journal of Economics and Finance**, Vol:3, No:3, 2011, ss.177-189.
- Mandelker, Gershon, "Risk and Return: The Case of Merging Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol: 1, 1974, ss. 303-335.

- Mazgit, İsmail, "Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", **Hacettepe Üniversitesi Sosyo Ekonomi Dergisi**, Sayı:2, 2013, ss.225-264.
- Megginson, William L., Angela Morgan, Lance Nail. "The Determinants of Positive Long-term Performance in Strategic Mergers: Corporate Focus and Cash", **Journal of Banking and Finance**, Vol: 28(3), 2004, ss.523-552.
- Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, Rene M. Stulz, "Firm Size and the Gains From Acquisitions", **Journal of Financial Economics**, Vol: 73, 2004, ss. 201-228.
- Mohammed Ibrahim, "Stock Prices Behaviour Around Banks Bailout Announcement in Nigeria", **Journal of Monetary and Economic Integration**, Vol:12, No:2, 2008, ss.1-31.
- Mulherin, Harold, Audra L. Boone, "Comparing Acquisitions and Divestitures", **Journal of Corporate Finance**, Vol: 6, 2000, ss. 117-139.
- Myers, John H. ve Archie J. Bakay, "Influence of Stock Split-Ups on Market Price", **Harvard Business Review**, Vol:26, 1948, ss. 251-255.
- Officer, Micah, Annette Poulsen, Mike Stegemoller, "Information Asymmetry and Acquirer Returns", **Review of Finance**, Vol:13, 2009, ss.467-493.
- Otlu, Fikret, Sibel Ölmez, "Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi; İMKB' de Bir Uygulama", **Akademik Yaklaşımlar Dergisi**, Cilt:2, Sayı:2, 2011, ss.14-44.
- Özkan, Mehmet, Arzu Al, "Ekonomik Kâr Kaybı ile Borca Batıklık Bilançosu Arasındaki İlişkilerin Firmaların Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:124, Temmuz-Ağustos 2014, ss.17-40.
- Öztürk, M. Başaran, "Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem "Ekonomik Katma Değer", **Atatürk Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:18, Sayı:3-4, 2004, ss.351-368.
- Parlak, Deniz, Emre Bişirici, "İki Spor Kulübünün Hisse Senedi Getirileri Üzerine Bir İnceleme", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:2, 2014, ss.181-192.
- Rau, P. Raghavendra, Theo Vermaelen Glamour, "Value and Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", **Journal of Financial Economics**, Vol: 49, 1998, ss. 223-253.

- Sakarya, Şakir, "İmkb Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemiyle Analizi", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 7, Sayı 13, 2011, ss. 147–162.
- Saban, Metin, Sedat Erdoğan. "Performans Ölçümleri ve Ekonomik Katma Değer", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:84, 2007, ss.121-140.
- Sarıgül, Haşmet, "Sendikasyon Kredisi Kullanım Duyurularının Bankaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 12, 2015, ss. 113-129.
- Teke, Barış, "İMKB 30 Endeks Kompozisyonundaki Değişimin Hisse Senedi Performansına Etkisi", **İMKB Dergisi**, Yıl: 13, Sayı: 51, ss.21-58.
- Topal, Yusuf, "Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki, İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:13, 2008, ss.249-261.
- Uludağ, Berna Kırkulak, Özlem Demirkaplan Gülbudak, "Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama", **İMKB Dergisi**, Sayı: 47, 2012, ss. 19-46.
- Yılmaz, Hakan, Murat Büyükyazıcı, "Dinamik Finansal Analiz; Hayat Dışı Sigorta Şirketi için Sayısal Örnek", **İstatistikçiler Dergisi**, Sayı:3, 2010, ss.69-85.
- Yörük, Nevin, Ünsal Ban, "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:30, Nisan 2006, ss.88-101.
- Zuca, Stefan, "Purchase Accounting for Business Combinations", **Metalurgia International**, Vol. XIV, No:1, Special Issue, 2009, ss.126-135.

Diğer Yayınlar

Asquith, Paul, Robert F. Bruner, David W. Mullins, "Merger Returns and The Form of Financing", **Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices**, Vol:34, 1987, ss. 115-146.

Akbulut, Yıldız Özerhan, "Vergi Usul Kanunu'ndaki Değerleme Hükümlerinin Türkiye Finansal Raporlama Standartları Kapsamında Değerlendirilmesi", **VI. Muhasebe Uygulamaları ve Vergi Uygulamaları Sempozyumu**, Ankara, 2008, ss.1-32.

Allenoverly, **M&A Index. Q4 2014**,
<http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/MA-Q4-2014.pdf>,
Erişim: 13.05.2015, ss.1-28.

Aswath, Damodaran, **Value Enhancement, EVA, CFROI and Other Tools**,
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/valn2ed/ch32.pdf>,
Erişim:21.06.2015, ss.1-35.

Bayrakdaroğlu, Ali ve İlhan Ege, "Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı (CFROI) Yöntemi ile İMKB'de İşlem Gören İşletmelerin Performanslarının Analizi", **Muhan Sosyal İşletmecilik Konferansı. İşletmecilikte Yeni Gelişmeler ve Fırsatlar**, KKTC, 3-6 Eylül 2008, ss.61-79.

Deloitte Touche Tohmatsu, **Financial Reporting in Hong Kong, IAS Plus**, Hong Kong : CCH Hong Kong Limited, 2008.

Ernst&Young, **Birleşme ve Satınalma İşlemleri 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 Raporları**.

Financial Accounting Standards Board, **Comparability in International Accounting Standards-A Brief History**, <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156304264>, Erişim:18.03.2015.

IFRS Foundation, **IFRS 3. Business Combinations**,
<http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2014/ifrs3.pdf>. Erişim: 18.03.2015,
ss.1-50.

IFRS Foundation, **International Accounting Standards 28, Investments in Associates and Joint Ventures**, <http://www.frascanada.ca/international-financial-reporting-standards/resources/unaccompanied-ifrss/item45630.pdf>,
Erişim: 10.05.2014, ss.1-7.

- IFRS Foundation, **International Financial Reporting Standard 3**, http://logista.co.za/downloads/2013/Acc_Irfs/IFRS3%20Business%20combinations.pdf, Erişim 18.03.2015, ss. 1-50.
- James, Mimi ve Timothy M. Koller, **Valuation in Emerging Markets**, http://finance.wharton.upenn.edu/~bodnarg/courses/readings/McK_valuation_in_em.pdf, Erişim: 10.06.2015, s.80.
- Jensen, Michael C., **The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy**, <https://www.bostonfed.org/economic/conf/conf31/conf31e.pdf>, Erişim:21.05.2014, ss.102-143.
- KGK, **Faaliyet Raporu 2008**, http://kgk.gov.tr/contents/files/2008_Faaliyet_Raporu.pdf, Erişim:18.03.2015, ss.1-66.
- KGK, **İştiraklerdeki ve İş Ortaklıklarındaki Yatırımlar**, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2015/TMS/TMS28.pdf, Erişim:20.03.2015, ss.1-9.
- KGK, **Kamu Gözetimi. Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumunun Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname**, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/mevzuat/660_khk.pdf, Erişim: 20.03.2015, ss.1-15.
- KGK, **TMS 2, Stoklar**, http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2014/TMS/TMS2.pdf, Erişim:06.04.2015, ss.1-8.
- KGK, **Türkiye Finansal Raporlama Standardı 10. Konsolide Finansal Tablolar**, http://kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_10.pdf, Erişim: 18.03.2015, ss. 1-33.
- PWC, **Asset Management M&A Insights, The Way Forward**, http://www.pwc.com/en_US/us/asset-management/investment-management/publications/assets/pwc-asset-management-mergers-acquisitions-2012.pdf, Erişim : 03.06.2013, ss.1-34.
- Qi, Lu, "Do Stock Mergers Create Value for Acquires", **A Dissertation Thesis, Doctor of Philosophy, Field of Finance, Northwestern University, Illinois, 2008.**
- Thomson Reuters, **Mergers &Acquisitions Review**, http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2014_Global_MandA_Legal_Advisory_Review.pdf, Erişim : 15.03.2015, ss.1-19.

TMSK, TFRS 10. Konsolide Finansal Tablolar,

http://kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_10.pdf, Erişim: 18.03.2015, ss.1-33.