

SATIN ALIM ÖNCESİ VE SONRASI TÜRK HEDEF ŞİRKETLERİNİN FİNANSAL PERFORMANSI

Hasan Burak Arslan*

Şerif Aziz Şimşir*

Özet

Türkiye’de çoğunluk hissesi satın alınan halka açık hedef şirketlerin ciddi bir kısmı satın alındıktan sonra faaliyetlerine halka açık olarak devam etmekte ve finansal raporlarını kamuya paylaşmayı sürdürmektedirler. Bu durum, Türk hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrası finansal performanslarının ölçülebilmesini ve hedef şirketlerin bu esnadaki performanslarını açıklayan hipotezlerin yansız olarak test edilebilmesini mümkün kılmaktadır. Bu çalışmada, hedef şirketlerin performansları faaliyet kar oranları ve hisse senedi getirileri baz alınarak ölçülmüş ve bu değişkenler satın alım öncesi ve sonrasında dönemde incelenmiştir. Hedef şirketlerin satın alım öncesi düşük performans göstereceği hipotezinin aksine, Türk şirketlerinin satın alım tarihinden önceki üç yıllık dönemde akranlarına benzer faaliyet kar oranlarına sahip oldukları ve al-tut hisse senedi getirilerinin akranlarından daha yüksek olduğu gösterilmiştir. Satın alımdan sonraki üç yıllık dönemde faaliyet kar oranları nispeten düşse de hisse senedi getirileri yüksek seyretmeye devam etmiştir. Çalışmanın son kısmında ise çoklu regresyon yöntemi kullanılarak hedef şirket performansını etkileyen faktörler incelenmiştir.

Anahtar kelimeler: şirket satın alımları, hedef şirket faaliyet performansı, hedef şirket al-tut anormal getirisi

JEL sınıflaması: G34

The Financial Performance of Turkish Target Firms Around Acquisitions

Abstract

A significant portion of the Turkish public target firms remain public after a majority acquisition and continue to file their financial reports with regulatory agencies. This feature enables us to measure a target firm’s financial performance pre and post acquisition. We proxy target firms’ financial performance using their operating return on assets (OROA), profitability ratios and buy-and-hold stock returns. In contrast with the hypothesis that target firms underperform in the pre-acquisition period, we find that the operating performance of target firms, measured over the three year period before the initial acquisition announcement dates, is comparable to that of their industry peers and the stock returns over the same period are significantly higher than their benchmarks. Even though target OROA declines after acquisitions, target firm stock returns stay significantly higher than do their benchmarks. We also investigate the determinants of target performance through multiple regression analysis.

Keywords: corporate acquisitions, target firm operating performance, target firm buy-and-hold abnormal returns

JEL code: G34

Yorum ve önerileri için makalemizi değerlendiren hakeme, Eren İnci, Gül Demirtaş, Esra Duruceylan Kaygusuz ve 18. Ulusal Finans Sempozyumu’ndaki dinleyicilere teşekkür ederiz.

* Sabancı Yönetim Bilimleri Fakültesi, Sabancı Üniversitesi, Orta Mahalle, Üniversite Caddesi, No: 27, Tuzla, İstanbul, Türkiye 34956. Tel: +90-216-483-9656. Faks: +90-216-483-9699. Email:

hasanburakarслан@sabanciuniv.edu

* Sabancı Yönetim Bilimleri Fakültesi, Sabancı Üniversitesi, Orta Mahalle, Üniversite Caddesi, No: 27, Tuzla, İstanbul, Türkiye 34956. Tel: +90-216-483-9658. Faks: +90-216-483-9699. Email: simsir@sabanciuniv.edu

1. Giriş

Şirket birleşme ve satın alım işlemleri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketler tarafından ölçek ekonomisinden faydalanarak birim maliyetleri azaltma, ürün fiyatını belirleme gücünü arttırarak gelirleri yükseltme, birleşme sonucu ortaya çıkan artı güçlerden (sinerji) faydalanma, faaliyet gösterilen iş kolları ve coğrafi pazarları çeşitlendirme veya kötü yönetilen hedef şirketleri daha verimli hale getirip finansal getiri elde etme hedeflerine hızlıca ulaşmak amacıyla sıkça kullanılmaktadır (Sarica, 2006). 2013 yılı içinde küresel şirket birleşme ve satın alım hacmi 2,5 trilyon Amerikan dolarına ulaşarak küresel krizin başladığı 2008 yılından itibaren en yüksek seviyesine çıkmıştır.¹ Böylesine büyük bir işlem hacmi, şirket birleşme ve satın alımlarının şirketler için önemli ve sıkça başvurulan stratejik bir hamle olduğunu göstermektedir. Fakat, satın alımı yapan alıcı şirketler alım sonrası süreçte gerçekten hedefledikleri amaca ulaşmakta mıdır? Varsa, alıcı kazanımlarının birleşme veya satın alım sonrası finansal boyutu nedir? Hangi tür alıcı şirketler amaçlarını gerçekleştirmede daha başarılıdır? Tüm bu sorular akademik literatürde cevaplanmaya çalışılan, önemli ve ilgi çekici sorulardır.

Maalesef, bu soruların bir kısmını cevaplamak için ihtiyaç duyulan veriler, hedef şirketlerin birleşme veya satın alım sonrası özel şirket statüsüne geçmesi veya birleşme sonucu alıcı şirket ile birleşip tüzel kişiliğinin sonra erdirilmesi sebepleriyle her zaman gözlemlenememektedir. Örneğin, Demirtaş & Şimşir'in (2014) Amerika Birleşik Devletleri'nde gerçekleşen birleşme ve satın alım işlemlerini kullandıkları çalışmada çoğunluk hissesi satın alınan hedef şirketlerin sadece %3'ünün satın alımdan sonra halka açık kaldığı gözlemlenmiştir. Halka açık olmayan hedef şirketler finansal tablolarını halka açıklamadıklarından satın alım sonrası performansları gözlemlenememekte ve yukarıda bahsedilen soruları cevaplamak zorlaşmaktadır.

Türkiye'de ise halka açık hedef şirketler satın alım sonrası faaliyetlerine halka açık olarak devam edebilmektedirler.² Örneğin, 2005 yılının Eylül ayında İş Bankası, İzmir Demir Çelik'teki çoğunluk payını Şahin-Koç Çelik Sanayi isimli alıcı şirkete sattığını duyurmuş, ancak bu şirket satın alım sonrası İzmir Demir Çelik'in tüm hisselerine sahip olamadığı için İzmir Demir Çelik anlaşma sonrası halka açık şirket olarak faaliyet göstermeye devam

¹ Dealogic şirketinin yayımladığı "2013 Global M&A Review" isimli rapordan alınmıştır.

² "Şirket birleşmesi" terimi satın alınan hedef şirket varlıklarının alıcı şirket tüzel kişiliğinin kontrolüne geçip hedef şirket tüzel kişiliğinin sona ermesi durumunu, "satın alım" ise alıcının hedef şirketten azınlık veya çoğunluk pay satın alması durumunu temsil etmektedir. Şirket birleşmelerinden sonra hedef şirketin finansal raporları ayrı olarak hazırlanmamakta ve hedef şirketin birleşme sonrası müstakil performansını ölçmek mümkün olmamaktadır. Bu yüzden bu çalışma, şirket birleşmelerinden ziyade şirket satın alımlarını incelemektedir.

etmiştir. Dolayısıyla, İzmir Demir Çelik'in satın alım öncesi ve sonrası faaliyet ve hisse senedi getiri performansını incelemek mümkün olmuş ve yeni ortakların İzmir Demir Çelik şirketinde nasıl bir finansal değişikliğe sebep olduğu araştırılabilir hale gelmiştir.³

Bu çalışmada, Türkiye'de 2005 ile 2011 yılları arasında gerçekleşen 71 şirket satın alım anlaşması arasından yukarıda verilen örneğe benzer özellikler taşıyan anlaşmalara odaklanılarak hedef şirketlerin anlaşma öncesi ve sonrası faaliyet performansları ve hisse senedi getirileri incelenmiştir. Şirketlerin finansal yapılarındaki değişiklikleri yansıtmaması açısından faaliyet performans ölçütü olarak Faiz ve Amortisman Öncesi Kar (FVAÖK) tercih edilmiş ve FVAÖK/Varlıklar ve FVAÖK/Toplam Satış oranları ham, sektördeki akranlarına göre standartlaştırılmış ve sektördeki akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış halleri ile anlaşma tarihinden üç yıl öncesinden anlaşma tarihinin üç yıl sonrasına kadar olan süreç için hesaplanmıştır. Yine benzer tarihler arasında hedef şirketlerin al-tut hisse senedi getirileri sadece sektördeki akranlarına göre ve sektördeki akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter değerine göre standartlaştırılmış ve anormal al-tut getirileri hesaplanmıştır. Son olarak, hedef şirketlerin standartlaştırılmış faaliyet kar oranları ve hisse senedi getirilerini belirleyen faktörler çoklu regresyon analizi yöntemi ile incelenmiştir. Bu faktörler aynı-farklı sektör işlemi, yabancı-yerli alıcılar, çoğunluk-azınlık hisse alımı ve halka açık olan ve olmayan alıcı şirketler olarak belirlenmiştir.

Yapılan ampirik test ve analizler, Türk hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrası finansal performansları hakkında önemli ipuçları vermektedir. Birinci bulgu, hedef şirketlerin satın alım öncesindeki üç yıllık süreçte ham faaliyet kar oranlarının istatistiksel olarak pozitif, sektör akranlarına göre standartlaştırılmış faaliyet kar oranlarının ise sıfırdan farksız olduğuna işaret etmektedir. Hedef şirketlerin her iki yöntemle ölçülmüş anormal al-tut hisse senedi getirileri ise, aynı dönem için, istatistiksel olarak pozitif olarak belirlenmiştir. Bu neticeler Türk hedef şirketlerin satın alım öncesinde ortalamada kötü finansal performans sergilemediğini göstermektedir. İkinci bulgu, satın alım sonrasında hedef şirketlerin ham faaliyet kar oranlarının satın alım öncesine göre düşüş gösterme eğiliminde olması, hatta sektördeki akranlarına göre standartlaştırılmış faaliyet kar oranlarının bazı yıllar için istatistiksel olarak negatif olmasıdır. Yine de, satın alım sonrasında hedef şirket hisse senetleri ortalamada pozitif anormal getiri kaydetmeye devam etmiştir. Sonuç olarak, Türk hedef şirketlerin satın alım sonrasında faaliyet performansları düşüş eğiliminde olsa da hisse senedi

³ İzmir Demir Çelik'in satın alım önceki üç yıllık süreçte FVAÖK/Varlıklar oranı %-5 ve endüstri akranlarına göre standartlaştırılmış anormal al-tut hisse senedi getirisi %-16,3 olarak ölçülmüştür. Satın alım sonrasındaki üç yıllık süreçte ise FVAÖK/Varlıklar oranı düşük seyrine devam etmesine rağmen (%-5,3) standartlaştırılmış hisse senedi getirisi %+51,8 olmuştur.

getirileri yüksek seyretmeye devam etmiştir. Üçüncü ve son bulgu ise, hedef şirketlerin satın alım sonrasındaki anormal al-tut hisse senedi getirilerinin alıcının hedef şirket ile aynı sektörde olması durumunda daha yüksek, alıcının halka açık, yabancı menşeli veya satın alım sonrası hedef şirketin çoğunluk hissesine sahip olduğu işlemlerde ise daha düşük olmasıdır. Ancak, ilgili bölümlerde açıklandığı gibi, bu faktörlerin hedef şirket performansı üzerine olan etkileri performansın hangi dönemde ölçüldüğü ve performans ölçeklerinin nasıl standartlaştırıldığına göre değişiklik göstermektedir.

Bu çalışma, şirket birleşmeleri ve satın alımları üzerine yapılmış önceki çalışmalara çeşitli yönlerden katkı yapmaktadır. Finans literatüründe, şirket birleşmeleri ve satın alımlarının önemli bir sebebinin hedef şirket varlıklarının yönetici veya ortaklar tarafından verimsiz yönetilmesi ve alıcıların satın alım sonrası bu tür verimsizlikleri ortadan kaldırarak değer yaratması olarak belirtilmektedir (Manne, 1965; Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1986; 1988). Dolayısıyla, hedef şirketlerin birleşme veya satın alım öncesi düşük performans, anlaşma sonrası ise yüksek performans göstermesi bu çalışmalar tarafından ön görülmüştür. Bu teorik çıkarımlar bir sonraki bölümde listelenen limitli sayıda çalışma tarafından ampirik olarak test edilmiş ancak net bir sonuca ulaşamamıştır. Bu çalışmada bulunan sonuçlar ise, Türk hedef şirketlerin satın alım öncesi düşük performans göstermediklerini, hatta akranlarına göre daha iyi hisse senedi getirilerine sahip olduklarını; satın alım sonrası ise nispeten düşük faaliyet kar oranlarına rağmen akranlarına göre yüksek hisse senedi getirilerine ulaştıklarına işaret etmektedir. Sonuç olarak, hedef şirketlerin birleşme ve satın alım etrafında performanslarını açıklayan hipotezlerin, Türkiye’de gerçekleşen şirket satın alımları için geçerliliklerinin zayıf olduğu bulunmuştur.

Bu çalışma aynı zamanda Türkiye’de gerçekleşen şirket satın alımlarını inceleyen literatüre de katkıda bulunmaktadır. Türkiye’de birleşme ve satın alım işlem hacminin son yıllarda artması bu alanda yapılan akademik çalışmaların sayı ve çeşitliliğini de arttırmıştır. Ertaş (1998), Jensen (2010), Akdoğu (2011, 2012) Türkiye’deki birleşme ve satın alım anlaşmalarını genel çerçevede, Arslan (2007), Bumin & Cengiz (2009), Keskin, Baş & Yıldız (2009) ve Yıldız-Tulum & Aytekin (2009) ise belirli birleşme ve satın alımlarını vaka çalışması olarak incelemişlerdir. Dalkır (2003) ve Çelen & Kalkan (2013) birleşmelerin ekonomik refah etkilerinin simülasyon modelleri kullanarak incelenebileceğini göstermişlerdir. Hedef şirketlerin birleşme ve satın alım duyuru tarihi çevresinde anormal hisse senedi getirilerini inceleyen çalışmalar arasında Mandacı (2004), Çukur & Eryiğit (2006), Hekimoğlu & Tanyeri (2011), Oelger & Schiereck (2011) ve Arslan & Şimşir (2014) sayılabilir. Diğer ülkeler için yapılmış çalışmalarla tutarlı olarak, bu makaleler, hedef şirket

hisse senedi fiyatlarının anlaşma açıklama tarihinde (olay günü) yükseldiğini ve hedef şirket hissedarlarının şirket birleşmesi veya pay satın alımı dolayısıyla varlık değerlerinin arttığını göstermişlerdir. Hedef şirketlerin satın alım sonrası uzun vadede elde etmesi beklenen pozitif hisse senedi getirilerinin, anlaşmanın açıklanması esnasında yatırımcılar tarafından fiyatlanması, olay gününde gözlemlenen olumlu tepkiler ile uyumluluk göstermektedir.⁴

Makalenin geri kalanı dört bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde, hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrasında performanslarını inceleyen çalışmalar kısaca özetlenmektedir. Üçüncü kısımda, araştırmada kullanılan veri kümesi ve hedef şirketlerin faaliyet ve hisse senedi getirilerini ölçmede kullanılan yöntemler açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde ampirik sonuçlar gösterilip yorumlanmaktadır. Son bölümde ise makalenin bulguları özetlenmekte ve analizin kısıtlı kaldığı noktalar belirtilmektedir.

2. Önceki Çalışmalar

Satın alım öncesi hedef şirket performansı

Literatürde, hedef şirketlerin birleşme ve satın alım duyurusundan önce hisse senedi performanslarını inceleyen çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Smiley (1976), Asquith (1983), Palepu (1986) ve Edmans, Goldstein & Jiang (2012) Amerikan verisi kullanarak hedef şirketlerin hisselerinin birleşme ve satın alım duyuruları öncesinde düşük hisse senedi getiri performansına sahip olduğunu göstermiştir. Diğer taraftan Ambrose & Megginson (1992), Comment & Schwert (1995), Agrawal & Jaffe (2003) ve Bates, Becher & Lemmon (2008) anormal hisse senedi getirilerinin, şirketlerin potansiyel birleşme ve satın alım hedefleri olup olmadıklarını tahmin eden ampirik modellerde zayıf etkisi olduğunu göstermişlerdir.

Birleşme ve satın alım öncesi hedef şirketlerin hisse senedi getirilerini inceleyen çalışmaların yanında hedef şirketlerin faaliyet performanslarını inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Cremers, Nair & John (2009) Amerikan menşeli hedef şirketlerin aktif karlılıklarının şirketlerin potansiyel birleşme ve satın alım aday olmasıyla negatif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Palepu (1986), Kaplan (1989), Smith (1990), Song & Walkling (1993), Berger & Ofek (1996) ve Agrawal & Jaffe (2003) yine Amerikan şirketlerin verilerini kullanarak birleşme ve satın alıma daha çok zayıf faaliyet performansına sahip şirketlerin konu olup olmadığını test etmişler ancak bu hipotezi destekleyici sonuçlar bulamamışlardır.

⁴ Fiyat etkinliğinin olduğu piyasalarda, duyuru sonrası hisse senedi fiyatları, duyurunun getirdiği iskotolanmış finansal değeri yansıtmalıdır. Dolayısıyla, duyuru sonrası gözlemlenen anormal hisse senedi getirileri piyasaların fiyat etkinliğine sahip olmadığı hipotezi ile de uyumludur.

Satın alım sonrası hedef şirket performansı

Daha önce belirtildiği gibi, satın alım sonrası hedef şirket performansını inceleyen çalışmalar, hedef şirketlerin satın alım sonrasında finansal verilerinin elde edilebilmesiyle mümkün olmaktadır. Gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalar, çoğunlukla yönetimin şirketi devralması (Management Buyout) ve kaldıraçlı satın alım işlemlerini (Leveraged Buyout) incelemektedir. Kaplan (1989), Smith (1990), Muscarella & Vetsuypens (1990) ve Guo, Hotchkiss & Song (2011), satın alım sonrasında hedef şirketlerin tekrar halka açılması, başka şirketlere satılması veya halka açık borçlanma senetleri ihraç etmeleri sırasında halka açıkladıkları finansal bilgileri kullanarak yönetimin şirketi devralması ve kaldıraçlı satın alım işlemleri sonrasında hedef şirketlerin faaliyet performanslarının ve piyasa değerlerinin belirgin bir şekilde arttığını bulmuşlardır. Cohn, Mills & Towery (2013) ise bu veri toplama yönteminin, başarısız şirketlerin iflas etmesi ve sadece başarılı şirketlerin bu tür finansal süreçlerden geçmesi dolayısıyla, yanlış sonuçlar verebileceğini savunmuşlardır. Yazarlar, hedef şirketlerin zorunlu olarak devlete gönderdikleri vergi beyannamelerindeki finansal bilgileri kullanarak kaldıraçlı satın alım işlemlerinde hedef şirketlerin satın alım sonrasında faaliyet performanslarının iyileşmediğini göstermişlerdir. Ravenscraft & Scherer (1987) hedef şirketlerin faaliyet performanslarını alt faaliyet birimleri seviyesinde incelemiş ve hedef şirketlerin faaliyet gelirlerinde birleşme ve satın alım sonrası belirgin bir artış olmadığını göstermiştir. Fraser & Zhang (2009) Amerikan bankalarının hedef şirket olduğu sınır ötesi birleşme ve satın alım işlemlerini incelemiş ve bu işlemlerin hedef şirketlerin faaliyet performanslarını iyileştirdiğini bulmuşlardır.

Campa & Hernando (2006) çalışmalarında Avrupa Birliği'nde gerçekleşen finansal kuruluş birleşme ve satın alımlarını incelemiş ve banka birleşme ve satın alımlarında hedef bankaların faaliyet performanslarında belirgin artışlar olduğunu bulmuşlardır. Croci (2007) ise Avrupa'da şirket avcılarının (corporate raider) hedef şirket hisselerini satın almasından sonra hedef şirketlerin uzun vadede anormal hisse senedi getirilerini ve faaliyet performanslarını incelemiştir. Bu çalışmada, hedef şirketlerin anormal hisse senedi getirilerinin, şirket avcılarının hisselerini satmaları esnasında gerçekleştiği ve şirket avcılarının hedef şirketin hisse senedini satın almalarının, hedef şirketin faaliyet performansını etkilemediği ortaya çıkmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde hedef şirketlerin satın alım sonrası performansını ölçmeye yönelik kısıtlı sayıda çalışma yapılmıştır. Zhu & Jog (2012) çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerdeki hedef şirketlerin konu olduğu sınır ötesi birleşme ve satın alım işlemlerinin hedef şirketlerin risk-getiri karakterleri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bulunan sonuçlara göre,

satın alım sonrasında hedef şirket hisselerinin risklerinde belirgin bir düşüş olduğu ve uzun vadede riske göre standartlaştırılmış hisse senedi performansının arttığı belirtilmiştir. Zhu, Jog & Otchere (2011) gelişmekte olan ülke hedef şirketlerinin konu olduğu kısmi hisse satın alımlarında hedef şirketlerin faaliyet performanslarını incelemiştir. Yazarlar, satın alım öncesinde sınır ötesi kısmi satın alımlara konu olan hedef şirketlerin yerel kısmi satın alımlara konu olan hedef şirketlerden daha iyi faaliyet performansı gösterdiklerini bulmuşlardır. Satın alım sonrasında sınır ötesi kısmi satın alımların hedef şirketlerin faaliyet performanslarına etkisi olmadığı, yerel kısmi satın alımlara konu olan hedef şirketlerin faaliyet performanslarında ciddi iyileşmeler olduğu gösterilmiştir.⁵

Türkiye’de ise hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrası faaliyet performanslarını inceleyen çalışma sayısı kısıtlıdır. Mandacı (2005) Türkiye’de 1998-2000 yılları arasında gerçekleşen imalat sektöründe halka açık olarak faaliyet gösteren hedef şirketlerin konu olduğu 14 birleşme ve satın alım işlemini incelemiş ve bu işlemlerde hedef şirketlerin işlem öncesi ve sonrası finansal oranlarını analiz etmiştir. Birleşme ve satın alımdan sonra, hedef şirketlerin cari oranlarının ve likidite oranlarının düştüğü ve dönen varlık devir hızlarının azaldığı görülmüştür. Ayrıca, bu çalışmadaki bulgular ile tutarlı olarak, hedef şirketlerin borçlanma katsayılarının arttığı, kaldıraç oranlarının azaldığı ve aktif karlılıklarının da düştüğü gösterilmiştir.⁶

3. Kullanılan veri ve yöntemler

3.1. Veri kümesinin oluşturulması

Bu çalışmada kullanılan veri kümesi, Thompson Reuters Securities Data Corporation (SDC) veritabanı kullanılarak hazırlanmıştır. Bu veri kümesini oluştururken: (1) anlaşmaların 1 Ocak 2005 ve 31 Aralık 2011 aralığında açıklanmış olması; (2) hisseleri satın alınan hedef şirketlerin halka açık Türk şirketleri olması; ve (3) açıklanan anlaşmaların tamamlanmış

⁵ Visic (2013) bu konuda çıkarılan sonuçların kullanılan yöntem ve faaliyet performans ölçeklerine göre ciddi oranda değişebileceğini Hırvatistan’da 1998-2008 yılları arasında gerçekleşen satın alım verilerini kullanarak savunmaktadır.

⁶ Literatürde birleşme ve satın alım sonrası birleşmiş şirketlerin (merged firms) faaliyet performanslarını ve hisse senedi getirilerini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Halka açık birleşmiş şirketlerin faaliyet performanslarını inceleyen çalışmalar arasında Healy, Palepu & Ruback (1992), Switzer (1996), Linn & Switzer (2001), Ghosh (2001), Powell & Stark (2005) ve Devos, Kadapakkam & Krishnamurthy (2009) sayılabilir. Birleşmiş şirketlerin birleşme ve satın alım sonrasında hisse senedi getirilerini ise Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992), Loughran & Vijh (1997), Rau & Vermaelen (1998), Bhagat & diğerleri (2005) ve Savor & Lu (2009) incelemişlerdir. Belirtilen tüm çalışmalar analizlerini Amerikan verileri kullanarak yapmışlardır. Birleşme ve satın alım sonrasında birleşmiş şirketlerin faaliyet performanslarının ve hisse senedi getirilerinin incelendiği çalışmalar sadece hedef şirketlerin performans değişimlerinin incelenmesinden daha kolay yapılabilir olsa da (veri bulunması açısından), birleşmiş şirketlerin performans değişimlerinin alıcı şirketlerin performanslarından etkilendiği ve bu çalışmaların birleşme ve satın alımların sadece hedef şirketin performansına etkilerini incelemeye kısıtlı olduğu bilinmektedir.

olması kriterleri kullanılmıştır. Anlaşmalarda alıcı şirketler üzerinde herhangi bir kısıtlama uygulanmamıştır. SDC veritabanında aynı hedef şirkete ait ve anlaşma açıklama tarihleri birbirine beş gün uzaklıktaki diğer anlaşmalar, çakışan tahmin ve olay pencerelerinin çıkaracakları sorunları ve mükerrerliği engellemek için veri kümesinden çıkarılmıştır.⁷ İlave olarak, yukarıda belirtilen tarih aralığında birden fazla satın alım işlemine maruz kalan hedef şirketlerin satın alım öncesi performansını hesaplarken en erken satın alım işlemi, satın alım sonrası performansını hesaplarken de en geç satın alım işlemi veri kümesinde tutulmuş, diğer işlemler silinmiştir. Böylece, bu tür hedef şirketler için satın alım öncesi ve sonrası başka bir satın alım işleminin hedef şirket performansı hesaplamalarını yanlı şekilde etkileme riski azaltılmıştır.⁸

Açıklanan anlaşmalarla ilgili Sermaye Piyasası Kurulu bültenlerinden, Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndan, Borsa İstanbul şirket haberlerinden ve yazılı basın organlarında çıkan diğer haberlerden satın alım ile ilgili açıklamalar toplanmıştır. Arslan & Şimşir'de (2014) bahsedildiği gibi, Türk hedef şirketlerinin satın alım anlaşması yapabilecekleri anlaşmanın resmi olarak açıklanmasından önce çeşitli haber organları veya hedef şirketin bizzat kendi yöneticileri tarafından duyurulabilmekte ve bu da hisse senedi fiyatlarında oynamalara sebep olabilmektedir. Satın alım öncesi hedef şirketin performansını ölçerken anlaşmanın resmen duyurulma tarihinden ziyade bu tür önceki duyuruların veya söylentilerin gerçekleştiği tarihler olay penceresinin oluşturulmasında kullanılmıştır. Bu tarihler makalede “ilk satın alım duyurusu” olarak adlandırılmaktadır.

Veri kümesindeki hedef şirketlerin ve buldukları sektörlerin finansal ve mali verileri Türkiye sermaye piyasalarına yönelik hazırlanan Stockground veritabanından alınmıştır. Faaliyet kar oranlarının ölçülmesi sürecinde kullanılan veri kümesinden, toplam varlıkları ya da toplam satış kalemleri sıfır veya eksik olan şirket-yıl gözlemleri çıkarılmıştır. Sektör sınıflama bilgileri eksik olan şirketlerin bilgileri çeşitli haber kaynakları kullanılarak (Borsa İstanbul internet sitesi, şirket raporları) tamamlanmıştır. Ayrıca, Stockground veri tabanında kullanılan 49 farklı sektör kategorisi hedef şirketlerin sektör akran sayısını azaltıp ampirik analiz esnasında sorun çıkarabildiğinden sektör kategori sayısı Fama-French 17 sektör sınıflaması baz alınarak 17'ye düşürülmüştür. Uygulanan tüm bu kriterlerden sonra nihai veri kümesinde 71 gözlem kalmıştır.

⁷ Bu özelliklere sahip bankacılık sektörü dışı 3 ve bankacılık sektöründen 5 anlaşma veri kümesinden çıkarılmıştır.

⁸ Bankacılık ve sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin bilanço ve gelir tabloları diğer şirketlerden farklılık gösterdiğinden bilanço ve gelir tablosu bilgileri gerektiren hesaplamalarda bu şirketler kapsam dışı bırakılmışlardır. Örneğin, faaliyet kar oranlarının hesaplanmasında bankalar ve sigorta şirketleri analize dahil edilmemiştir.

Tablo 1'in ilk kısmında (Panel A), veri kümesine dahil olan anlaşmalar kullanılarak, yıllar içinde açıklanan şirket satın alım işlemleri gösterilmektedir. 2005 yılında gerçekleşen 16 işlemin ortanca değeri 352 milyon Amerikan doları iken 2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan küresel finansal krizin de etkili olmasıyla birlikte ortanca işlem değeri 2009 yılında 4 milyon Amerikan dolarına gerilemiştir. 2010 yılında ortanca işlem değeri nispeten yükselse de kriz öncesi seviyeye ulaşmamıştır.

Tablo 1'in ikinci kısmında ise (Panel B) yine SDC veri tabanındaki bilgiler kullanılarak çeşitli anlaşma ve alıcı şirket özellikleri özetlenmiştir. Veri kümesindeki anlaşmaların %41'i aynı sektördeki şirketler tarafından gerçekleştirilirken, halka açık alıcı şirket oranı %38 ve yabancı alıcı oranı da %42 olmuştur. Satın alım sonrası alıcıların hedef şirketteki hisse oranı ise ortalama %50 olarak kayda geçmiştir.⁹

Tablo 1. Veri kümesi özeti

Panel A. Yıllara göre şirket satın alım işlemleri	N	Ortanca işlem değeri (milyon USD)	Toplam işlem değeri (milyon USD)
2005	16	352	12.634
2006	12	127	12.110
2007	11	88	2.565
2008	9	76	3.269
2009	12	4	140
2010	4	48	279
2011	7	33	372
Panel B. İşlem ve alıcı şirket özellikleri	N	ortalama	ortanca
aynı sektör anlaşması (gösterge)	71	0,41	0
halka açık alıcı (gösterge)	71	0,38	0
yabancı alıcı (gösterge)	71	0,42	0
satın alım sonrası alıcı hisse oranı	70	0,50	0,51

3.2. Anormal faaliyet karının ölçülmesi

Hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrası anormal faaliyet karları üç farklı ölçek kullanılarak tespit edilmiştir. Kullanılan ölçekler sırasıyla: (i) ham faaliyet karı, (ii) sektör akranlarına göre standartlaştırılmış faaliyet karı ve (iii) sektör akranları, piyasa-defter oranı ve önceki performansa göre standartlaştırılmış faaliyet karıdır (Lie, 2001). Ham faaliyet karı hedef şirketin gelir tablosu ve bilançosundan doğrudan alınan değerler kullanılarak hesaplanmıştır. Sektör akranlarına göre standartlaştırılmış faaliyet karını ölçmek için

⁹ Sektör tanımları SDC'deki 2 haneli SIC kodları kullanılarak yapılmıştır. Yerli alıcılar Türkiye menşeli şahıs/firmaları, yabancı alıcılar ise diğer ülkelerde konuşlanmış şahıs/firmaları temsil etmektedir.

öncelikle hedef şirketle aynı sektördeki şirketler belirlenmiş; daha sonra bu şirketlerin belirlenen zaman aralığındaki faaliyet performansları hesaplanmış; en son olarak da aynı sektördeki şirketlerin hesaplanan faaliyet performanslarının ortanca değeri hedef şirketin faaliyet performansından çıkartılmıştır. 1 Ocak 2001 ve 31 Aralık 2012 arasında tamamlanan veya tamamlanmayan bir satın alım işlemine konu olan sektör akranları hesaplamalara yanlı etki etmemeleri açısından akran grubundan çıkarılmıştır. Son ölçek için ise sektör akranları arasından hedef şirketin piyasa-defter değerinin %80'i ile %120'si arasında piyasa-defter değerine ve hedef şirketin söz konusu faaliyet kar oranının %80'i ile %120'si arasında faaliyet kar oranına sahip şirketler belirlenmiş ve yukarıda anlatılan yöntem ile faaliyet kar oranları hesaplanmıştır. Bu kriterlere uygun sektör akranı bulunamaması halinde %80 eşiği %50'ye, %120 eşiği ise %150'ye çekilerek aynı yöntem tekrar edilmiştir. Her iki yöntem için sektör akran sayısının en az üç olması, bu kriter sağlanmadığı durumlarda ise en az bir akranın performansının hesaplanabiliyor olma şartı uygulanmıştır. Ayrıca, her iki yöntemde de hedef şirketlerin sektör akranları, satın alım öncesi performans ölçülürken ilk satın alım duyuru tarihinden 4 sene öncesinde, satın alım sonrası performans ölçülürken anlaşma tamamlanma tarihindeki yıl içinde belirlenmiştir. Son olarak, faaliyet kar oranlarının uç değerlerinin sonuçlara etkisini azaltmak için her iki değişkenin 1. yüzdelerlik diliminden küçük değerleri 1. yüzdelerlik dilimine, 99. yüzdelerlik diliminden büyük değerleri ise 99. yüzdelerlik dilimine eşitlenmiştir (winsorization).

Çalışmada hedef şirketlerin faaliyet performansını ölçmek için faiz, vergi, amortisman öncesi karın varlıklara oranı (FVAÖK/Varlıklar) ve faiz, vergi, amortisman öncesi karın toplam satışlara oranı (FVAÖK/Toplam Satışlar) kullanılmıştır.¹⁰ FVAÖK şirketin net karı yerine faaliyet karını kullandığı için şirketin finansal yapısından kaynaklanan kar değişimlerini yansıtmamaktadır (Kaplan, 1989; Agrawal & Jaffe, 2003; ve Guo, Hotchkiss & Song, 2011).

Hedef şirketlerin satın alım öncesi faaliyet performansları ilk satın alım duyuru yılı 0 alınarak t-3, t-2, ve t-1 yıllarında analiz edilmiştir (tüm veriler Aralık ayı sonu itibariyle hazırlanmış yıllık verilerdir). Satın alım sonrası faaliyet performansları ise satın alım tamamlanma yılı 0 alınarak t+1, t+2 ve t+3 yıllarında hesaplanmıştır. Ayrıca, tüm değişkenlerin yıllar içindeki değerleri satın alım öncesi (-3, -1) olay penceresinde, satın alım sonrası (+1,+3) olay pencerelerinde biriktirilip rapor edilmiştir.

¹⁰ FVAÖK'ten duran varlıklara yapılan yatırım kaleminin çıkarılmasıyla elde edilen net nakit akışının varlıklara oranı ve net nakit akışının toplam satışlara oranı (Guo, Hotchkiss & Song, 2011) çalışmamızda incelenmiş fakat sonuçların benzerliği ve yer kısıtı sebebiyle makalede gösterilmemiştir.

3.3. Anormal hisse senedi getirisinin ölçülmesi

Satın alım işlemi sonrasında hedef şirketlerin hisselerinin borsada işlem görmeye devam etmesi, bu hisselerin anlaşma tarihi çevresinde anormal hisse senedi getirilerini ölçmeyi mümkün kılmaktadır. Hedef şirket hisselerinin satın alım sonrası anormal getirileri Barber & Lyon (1997) ve Lyon, Barber & Tsai (1999) tarafından savunulan al-tut anormal getiri yöntemi temel alınarak iki farklı yöntemle hesaplanmıştır. Birinci yöntemde hedef şirketin hisse senedi getirileri sektör akranlarının getirileri ile standartlaştırılmış, ikinci yöntemde ise hedef şirketin getirileri hedef şirketin piyasa değeri ve piyasa-defter değerine yakın değerlere sahip sektör akranlarının getirileri ile standartlaştırılmıştır. Her iki yöntemde de öncelikle, her hedef şirketin, anlaşma tamamlanma tarihinden bir ay önce hisse senedi getiri bilgisi bulunan sektör akranları belirlenmiştir. Daha sonra ilk yöntem için sektör akranlarının olay penceresindeki al-tut getirileri, ikinci yöntem için ise hedef şirketin piyasa değerinin %80'i ile %120'si arasında piyasa değerine ve hedef şirketin piyasa-defter değerinin %80'i ile %120'si arasında piyasa-defter değerine sahip olan sektör akranlarının olay penceresindeki al-tut getirileri hesaplanmıştır. Bu kriterlere uygun sektör akranı bulunamaması halinde %80 eşiği %50'ye, %120 eşiği ise %150'ye çekilerek aynı yöntem tekrar edilmiştir. Her iki yöntem için sektör akran sayısının en az üç olması, bu kriter sağlanmadığı durumlarda ise en az bir akranın getirisinin hesaplanabiliyor olma şartı uygulanmıştır. Hedef şirketlerin anlaşma tamamlanma tarihinden itibaren 1 yıllık, yani [+1,+12] ay olay penceresindeki al-tut anormal getirileri şu şekilde hesaplanmıştır (diğer olay pencerelerindeki al-tut anormal getirileri benzer şekilde hesaplandığından gösterilmemiştir):

$$ATAG_i = AT_i - AT_0 \quad (1)$$

$$AT_i = \prod_{t=1}^{12} (1 + R_{i,t}) \quad (2)$$

$$AT_0 = \text{ortanca}_j \left(\prod_{t=1}^{12} (1 + R_{j,t}) \right) \quad (3)$$

$ATAG_i$ hedef şirket i'nin [+1,+12] ay olay penceresindeki al-tut anormal getirisini, AT_i hedef şirket i'nin [+1,+12] ay olay penceresindeki al-tut getirisini, AT_0 eşleştirilen sektör akranlarının [+1,+12] ay olay penceresindeki al-tut getirilerinin ortanca değerini, $R_{i,t}$ hedef

şirket i 'nin t ayındaki bölünme ve sermaye artırımlarına göre düzeltilmiş hisse getirisini, $R_{j,t}$ eşleştirilen şirket j 'nin t ayındaki bölünme ve sermaye artırımlarına göre düzeltilmiş hisse getirisini temsil etmektedir.

Hedef şirketlerin anlaşma öncesindeki al-tut anormal getirileri yukarıda açıklanan yöntemle benzer şekilde hesaplanmıştır. Satın alım sonrasındaki al-tut anormal getirileri hesaplanmasından farklı olarak anlaşma öncesindeki al-tut anormal getirileri hesaplanmasında olay günü olarak anlaşma tamamlanma tarihi yerine ilk satın alım duyuru tarihi kullanılmıştır. Her hedef şirketin, ilk satın alım duyuru tarihinden 40 ay önce hisse senedi getiri bilgisi bulunan sektör akranları belirlenip çeşitli zaman aralıkları için al-tut getirileri hesaplanmıştır.¹¹ Al-tut anormal getiri hesaplamalarında hedef şirket hisse senedinde satın alımın fiyatlamasından kaynaklanabilecek ani yükselişlerin etkisini engellemek için ilk satın alım duyuru tarihinden üç ay öncesi hesaplamalara dahil edilmemiştir (Schwert, 1996). Bu sebepten dolayı 1 yıllık al-tut anormal getiriler için [-15, -4] ay, 2 yıllık getiriler için [-27,-4] ay ve 3 yıllık getiriler için [-39, -4] ay olay penceresi kullanılmıştır.

4. Ampirik sonuç ve bulgular

4.1. Faaliyet kar oranları

Önceki bölümde belirtildiği gibi hedef şirketlerin satın alım öncesi faaliyet kar oranları ilk satın alım duyurusundan 3 yıl öncesindeki, satın alım sonrası faaliyet kar oranları da anlaşma tamamlanma tarihinden 3 yıl sonrasındaki süreç için incelenmiştir. Tablo 2'de bu süreçte hesaplanan faaliyet kar oranları özetlenmektedir. Her bir yıl için kar oranlarının ham ve iki yöntemle standartlaştırılmış ortalama ve ortanca değerleri ilgili değişken için belirtilmiştir. Ortalama ve ortanca değerlerin hemen altında parantez içinde belirtilen değerler ortalama için t değerini (ortalamanın sıfır'a eşit olduğu hipotezinin tek örnek t -testi), ortanca için ise z değerini (ortancanın sıfır'a eşit olduğu hipotezinin tek örnek Wilcoxon işaretli-sıra testi) göstermektedir (Barber & Lyon, 1996). İstatistiksel testler hipotezi reddettiğinde ortalama ve ortanca değerlerinin yanlarına, %1 anlamlık seviyesi için üç yıldız, %5 için iki yıldız ve 10% için bir yıldız konmuştur.

Tablo 2'nin A panelinde hedef şirketlerin faaliyet kar oranları satın alım öncesi dönem için gösterilmiştir. Hedef şirket FVAÖK/Varlıklar oranı ham hali ile tüm yıllarda, yani $t-3$, $t-2$ ve $t-1$ 'de, ortalamada %2 civarında seyrederken FVAÖK/Toplam Satış oranı ortalaması ham

¹¹ Dolayısıyla, faaliyet kar oranlarının standartlaştırılmasında olduğu gibi, hedef şirketlerin satın alım öncesi dönem için belirlenen sektör akranları satın alım sonrası dönem için belirlenen sektör akranlarından farklı olabilmektedir. Bu güncelleme ile hedef şirketlerin satın alım sonrası performansının daha doğru ölçülmesi hedeflenmiştir.

hali ile %6-9 bandında gözlemlenmiştir. t ve z değerlerinden de görüleceği üzere bu değişkenlerin ortalama ve ortancaları istatistiksel olarak sıfırdan farklıdır. Ancak, faaliyet kar oranları standartlaştırınca, yani hedef şirketin sektöründe yer alan benzer şirketlerin aynı yıldaki ortanca faaliyet kar oranı hedef şirketin kar oranından çıkarılınca, hedef şirketlerin ortalamada anormal bir faaliyet karı olmadığı anlaşılmaktadır. Tablodan görüleceği üzere standartlaştırılmış faaliyet karlarının sıfırdan farklı olduğuna dair istatistiksel bir kanıt bulunmamaktadır. Ayrıca, standartlaştırılmış oranlar duyuru öncesindeki üç yıl boyunca toplandığında ortaya çıkan birikmiş faaliyet kar oranı da standartlaştırılmış değişkenler için sıfırdan farklı değildir.

Tablo 2. Satın alım öncesi ve sonrası hedef şirket faaliyet kar oranları

Panel A. Satın alım öncesi performans	FVAÖK / Varlıklar			FVAÖK / Toplam Satış			
	N	ortalama	ortanca	N	ortalama	ortanca	
t-3	ham	56	0,019*** (4,19)	0,020*** (4,13)	54	0,089** (2,57)	0,067*** (3,36)
	sektör akranları ile standartlaştırılmış	56	-0,000 (-0,07)	-0,002 (0,34)	54	-0,004 (-0,09)	-0,003 (-0,18)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	50	-0,002 (-0,56)	-0,002 (-0,09)	38	0,031 (0,87)	0,001 (0,36)
t-2	ham	57	0,018*** (3,39)	0,018*** (3,40)	55	0,079 (1,20)	0,081*** (3,08)
	sektör akranları ile standartlaştırılmış	55	0,002 (0,28)	-0,003 (-0,36)	53	-0,039 (-0,67)	0,010 (0,06)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	48	0,003 (0,57)	0,003 (0,19)	37	0,027 (0,53)	0,027 (0,88)
t-1	ham	59	0,019*** (3,96)	0,014*** (4,04)	57	0,200*** (3,11)	0,061*** (4,27)
	sektör akranları ile standartlaştırılmış	56	0,004 (0,99)	0,001 (0,63)	54	0,120* (1,75)	0,008 (0,99)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	49	0,000 (0,06)	0,000 (-0,00)	37	0,080 (1,18)	0,027 (1,23)
(t-3, t-1)	sektör akranları ile standartlaştırılmış	56	0,005 (0,40)	0,005 (0,19)	54	0,063 (0,59)	0,015 (0,36)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	50	0,001 (0,16)	0,005 (0,28)	37	0,135 (1,29)	0,029* (1,43)

Panel B. Satın alım sonrası performans		FVAÖK / Varlıklar			FVAÖK / Toplam Satış		
		N	ortalama	ortanca	N	ortalama	ortanca
t+1	ham	49	0,005 (0,89)	0,009 (1,38)	47	-0,072 (-0,60)	0,039* (1,53)
	sektör akranları ile standartlaştırılmış	49	-0,009* (-1,80)	-0,011** (-2,10)	47	-0,132 (-1,08)	-0,022 (-0,98)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	46	-0,009 (-1,52)	-0,003* (-1,28)	39	-0,159 (-1,08)	-0,001 (-0,52)
t+2	ham	46	0,010* (1,89)	0,004* (1,85)	46	-0,083 (-0,69)	0,031* (1,38)
	sektör akranları ile standartlaştırılmış	46	-0,001 (-0,22)	-0,003* (-1,58)	46	-0,148 (-1,21)	-0,041* (-1,43)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	44	-0,001 (-0,23)	-0,003 (-0,85)	37	-0,027 (-0,26)	0,001 (0,02)
t+3	ham	40	0,014** (2,44)	0,010*** (2,42)	38	-0,037 (-0,33)	0,060** (1,83)
	sektör akranları ile standartlaştırılmış	40	0,001 (0,08)	-0,002 (-0,79)	38	-0,068 (-0,60)	0,004 (0,22)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	39	0,002 (0,33)	0,000 (0,17)	31	-0,050 (-0,76)	-0,012 (-0,18)
(t+1, t+3)	sektör akranları ile standartlaştırılmış	49	-0,010 (-0,84)	-0,026** (-2,30)	48	-0,324 (-1,48)	-0,067 (-1,19)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	46	-0,008 (-0,67)	-0,009* (-1,34)	39	-0,224 (-0,89)	-0,068 (-0,68)
Panel C. Satın alım öncesi ve sonrası performans farkı		FVAÖK / Varlıklar			FVAÖK / Toplam Satış		
		N	ortalama	ortanca	N	ortalama	ortanca
(t+1, t+3) - (t-3, t-1)	ham	46	-0,023** (-2,11)	-0,013* (-1,85)	44	-0,490* (-1,88)	-0,041 (-1,61)
	sektör akranları ile standartlaştırılmış	46	-0,014 (-1,22)	-0,016 (-1,16)	44	-0,386 (-1,49)	-0,005 (-0,65)
	sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış	40	0,001 (0,07)	0,005 (0,18)	27	-0,488 (-1,41)	-0,031 (-0,58)

Hedef şirketlerin anlaşma tamamlanma tarihinden sonraki 3 yıl içinde ulaştıkları faaliyet kar oranları Panel B’de gösterilmiştir. Satın alım sonrasındaki süreçte hedef şirketlerin iflas veya ikinci bir satın alım sebebiyle halka açık statülerinin değişmesi gözlem

sayısında hafif bir düşüğe neden olsa da hedef şirketlerin çoğu satın alım sonrası halka açık olarak faaliyetlerine devam etmişlerdir. Panel A veri kümesindeki tüm hedef şirketlerin faaliyet kar oranlarını t+1, t+2 ve t+3 yılları için göstermektedir. Ham FVAÖK/Varlıklar oranının ortalama değeri bu yıllar için sırasıyla %0,5, %1 ve %1,4 olarak hesaplanmıştır ve ilk değer hariç bu değerler istatistiksel olarak sıfırdan büyüktür. Fakat, bu değerler satın alım öncesindeki ham FVAÖK/Varlıklar oranının ortalama değerlerinin altındadırlar (yaklaşık %2 civarı). Ayrıca, sektör akranlarına göre standartlaştırılmış FVAÖK/Varlıklar oranı t+1 yılı için -%0,9, t+2 ve t+3 yılları için ise %0 civarındadır. Sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış faaliyet kar oranları çoğu zaman eksi değerleri gösterse de istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildirler. t+1 ve t+3 yılları arasında biriktirilmiş sektör akranları ile standartlaştırılmış FVAÖK/Varlıklar oranının ortanca değeri istatistiksel olarak anlamlı -%2,6 olarak bulunmuştur.

Tablo 2'nin C panelinde ise satın alım öncesi biriktirilmiş faaliyet kar oranları satın alım sonrası faaliyet kar oranları ile karşılaştırılmıştır. Bu panelin ilk satırındaki sonuçlar, hedef şirketlerin satın alım sonrası ham faaliyet kar oranlarının satın alım öncesine göre düştüğünü göstermektedir. Fakat bu düşüşün istatistiksel anlamı faaliyet kar oranları standartlaştırılınca ortadan kalkmaktadır.

Sonuç olarak, hedef şirketlerin ortalama ham faaliyet kar oranları satın alım öncesi ve sonrası dönemde pozitif olmalarına rağmen satın alımdan sonra belirgin bir şekilde düşüş göstermektedir. Faaliyet kar oranları standartlaştırılınca hedef şirketlerin satın alım öncesi akranları ile benzer kar oranlarına sahip oldukları, satın alımdan sonra ise kar oranlarının akranlarına göre düştüğü sonucu çıkmaktadır. Fakat standartlaştırılmış faaliyet kar oranlarına dayanan sonuçların istatistiksel olarak kuvvetli olmadığı unutulmamalıdır. Bu bulgular, gelişmiş ülkelerin verilerine dayandırılarak öne sürülen hedef şirketlerin satın alımdan önce düşük, satın alımdan sonra yüksek performans göstereceği savı ile uyumsuzluk göstermektedir.

4.2. Hisse senedi getirileri

Hedef şirketlerin faaliyet kar oranları şirket hissedarları için doğrudan bir anlam ifade etmeyebilir. Zira, ortaklar için önemli olan şirketin beklentilerin üzerinde değer yaratma potansiyelidir ki bu potansiyel faaliyet karı gibi basit bir formülle ölçülemeyebilir. Bu sebepten dolayı hedef şirketin satın alım öncesi ve sonrası performansı hissedarlarını doğrudan ilgilendiren ikinci bir değişkenle, anormal hisse senedi getirisiyle ölçülmüştür. Önceki bölümde açıklandığı gibi, anormal hisse senedi getirileri hem sadece sektör akranları

ile hem de sektör akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter değeri oranı ile standartlaştırılmış ve sonrasında al-tut metodu ile çeşitli zaman aralıklarında hesaplanmıştır. Tablo 3'te gözlem sayıları, al-tut anormal getirilerinin ortalama ve ortanca değerleri ve parantez içinde bu değerlerin t- ve z-değerleri gösterilmiştir.

Panel A'da görüleceği üzere hedef şirketlerin sektör akranları ile standartlaştırılmış al-tut anormal hisse senedi getirileri ortalama ve ortanca değerleri tüm gözlemler ve zaman aralıkları için pozitiftir. Örneğin, bu değişkenin [-27,-4] ay arasındaki ortalama ve ortanca değerleri olan %70 ve %26,6, yaklaşık olarak sırasıyla yıllık %30 ve %12,5 bileşik getiriye karşılık gelmektedir. Üç senelik pencerede ise, yani [-39,-4] ay arasında ortalama ve ortanca değerler %130 ve %40 olarak hesaplanmıştır. Her iki pencerede ortalama ve ortanca değerler yüksek istatistiksel anlamlık düzeylerine sahiptirler. Diğer yandan, bu kuvvetli sonuçlar, al-tut anormal getirileri sektör akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter oranı ile standartlaştırılınca büyüklük ve istatistiksel anlam olarak nispeten zayıflamaktadırlar. Örneğin, yukarıda bahsettiğimiz pencerelerdeki al-tut getirilerinin bu yöntemle ölçülen ortanca değerleri pozitif olmasına rağmen, büyüklükleri sadece sektör akranlarına göre standartlaştırılmış değerlerinin yaklaşık dörtte biri kadardır. Ayrıca istatistiksel anlamlık düzeyleri de sadece sektör akranlarına göre standartlaştırılmış değerlerin altındadır. Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus gözlem sayılarının bu iki yöntemde birbirinden oldukça farklı olduğudur; hedef şirketin piyasa değeri ve piyasa-defter değerine yakın sektör akranlarını bulmak ve bu şirketlerin al-tut getirilerini hesaplamak sadece sektör akranlarını seçmekten daha kısıtlayıcı olduğundan gözlem sayısı ciddi olarak düşmektedir. Zayıf istatistiksel anlam düzeylerinin bir sebebi bu düşük gözlem sayıları olabilir.

Tablo 3. Satın alım öncesi ve sonrası hedef şirket hisse senedi getirileri

Panel A. Satın alım öncesi	Endüstri akranları ile standartlaştırılmış al-tut anormal getiri			Endüstri akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter oranı ile standartlaştırılmış al-tut anormal getiri		
	N	ortalama	ortanca	N	ortalama	ortanca
[-39,-28] ay	63	0,190*** (2,98)	0,208*** (3,09)	36	-0,006 (-0,07)	0,035 (0,28)
[-27,-16] ay	64	0,178*** (3,00)	0,096*** (2,65)	36	0,038 (0,37)	0,042 (0,58)
[-15,-4] ay	66	0,392*** (4,61)	0,168*** (4,17)	38	0,237* (2,01)	0,100* (1,52)
[-39,-4] ay	62	1,300*** (3,85)	0,402*** (4,33)	36	0,735** (2,20)	0,099** (1,68)
[-27,-4] ay	63	0,707*** (4,14)	0,266*** (4,31)	36	0,369** (2,09)	0,077* (1,52)
Panel B. Satın alım sonrası	N	ortalama	ortanca	N	ortalama	ortanca
[+1,+12] ay	59	0,364*** (2,93)	0,276*** (3,74)	40	0,446** (2,54)	0,209*** (2,86)
[+13,+24] ay	57	0,242*** (2,90)	0,134*** (2,71)	39	0,050 (0,35)	0,033 (0,42)
[+25,+36] ay	50	0,129* (1,93)	0,118** (2,11)	33	-0,041 (-0,50)	-0,061 (-0,62)
[+1,+24] ay	56	0,643*** (4,38)	0,365*** (4,69)	39	0,399 (1,59)	0,250** (2,09)
[+1,+36] ay	48	0,747*** (4,76)	0,376*** (4,79)	32	0,209 (0,61)	0,201* (1,33)
Panel C. Satın alım öncesi ve sonrası fark	N	ortalama	ortanca	N	ortalama	ortanca
[+1,+12] - [-15,-4] ay	55	0,031 (0,19)	0,022 (-0,06)	27	0,172 (0,60)	0,158 (0,19)
[+1,+24] - [-27,-4] ay	49	-0,074 (-0,28)	0,100 (0,30)	25	-0,051 (-0,15)	0,324 (0,34)
[+1,+36] - [-39,-4] ay	41	-0,793 (-1,56)	-0,103 (-0,91)	19	-0,860 (-1,25)	-0,386 (-1,01)

Panel B’de ise hedef şirketlerin satın alım sonrası al-tut getirileri gösterilmiştir. Sonuçlardan görüleceği üzere, hedef şirketlerin satın alım sonrası sektör akranları ile standartlaştırılmış al-tut getirileri istatistiksel olarak pozitifdir. Örneğin, hedef şirketlerin ortanca al-tut getirisi satın alımı izleyen bir yıl içinde ([+1,+12] ay olay penceresi) %27,6, iki yıl içinde ([+1,+24] ay olay penceresi) %36,5 ve üç yıl içinde ([+1,+36] ay olay penceresi) %37,6 olarak hesaplanmıştır. Tüm ortalama değerler istatistiksel olarak %1 anlam düzeyine sahiptir. Fakat, Panel A’da olduğu gibi, al-tut getirilerinin sektör akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter değeri ile standartlaştırılması bu değerleri aşağıya çekmektedir. Bu olay pencereleri için hesaplanan ortanca al-tut anormal getirileri sırasıyla %20,9, %25 ve %20,1 olarak ölçülmüştür.

Tablo 3’un son kısmında ise (Panel C) hedef şirketlerin standartlaştırılmış al-tut hisse senedi getirilerinin satın alım öncesi ve sonrasında (bir, iki ve üç yıllık dönemler için)

istatistiksel olarak farklı olup olmadıkları incelenmiştir. Sonuçlardan da görüleceği üzere, her iki yöntemle standartlaştırılmış al-tut hisse senedi getirileri satın alım öncesi ve sonrasında farklılık göstermemektedir.

Hedef şirketin satın alım öncesi ve sonrası al-tut anormal getirilerinin kullanılan yöntemlere hassasiyetini ölçmek için çeşitli ilave analizler yapılmıştır. Hedef şirketlerin ham al-tut getirileri, BIST-100 getirisi ile standartlaştırılmış al-tut anormal getirileri, sektör akranlarının ortancası yerine ortalama al-tut getiri değerleri ile standartlaştırılmış al-tut anormal getirileri hesaplanmıştır. Bu analizden ortaya çıkan sonuç Tablo 3'te gösterilen pozitif ortalama ve ortanca değerlerin diğer yöntemlerde her zaman gözlemlenemediğidir. Örneğin, sektör akranlarının al-tut getirilerinin ortalaması büyük değerdeki aykırı getiri gözlemleri sebebiyle ortanca değerinin üzerinde olduğundan hedef şirketin sektör akranlarının ortalama al-tut getirisi hedef şirketin al-tut getirisinden çıkarıldığında geriye kalan anormal getiri değeri ortanca yöntemine nazaran daha düşük olmaktadır. Buradaki önemli konu sektör akranlarının getirisini ortanca değer mi yoksa ortalama değer mi temsil ettiğidir. Getiri dağılımı genelde sağa çarpık olduğundan ortalama getiri değeri ortanca değerden daha yüksek olmaktadır. Bu sebepten dolayı daha önceki çalışmalarda anormal getiriler hesaplanırken karşılaştırma grubunun ortalama getirisinden ziyade ortanca getirisi kullanılmıştır. Bu çalışmada da benzer bir yöntem izlenmiş ve sektör akranlarının ortanca hisse senedi getirisinin hedef şirketlerin satın alım olayı olmadığı durumda göstereceği getiriye temsil ettiği varsayımı yapılmıştır.¹²

Sonuç olarak, hedef şirketlerin endüstri akranlarına göre standartlaştırılmış al-tut getirileri satın alım öncesi ve sonrası dönem için istatistiksel olarak pozitif olarak ölçülmüştür. Al-tut getirilerinin sektör akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter oranı ile standartlaştırılması benzer sonuçlar verse de bu yöntem gözlem sayısını azaltmakta ve sonuçların istatistiksel anlamlılık seviyesini düşürmektedir. Hedef şirket faaliyet kar oranları için bulunan sonuçlarla uyumlu olarak, bu bölümdeki ampirik bulgular, hedef şirketlerin satın alım öncesi düşük, satın alım sonrası yüksek hisse senedi getirilerinin olacağı tezi ile örtüşmemektedir.

¹² Standartlaştırılmış değişkenlerin yorumlanmasında göz önüne alınacak bir diğer konu hedef şirket başına düşen sektör akran sayısıdır. Sektör akranlarına göre standartlaştırılmış faaliyet kar oranı değişkenleri için ortanca sektör akran sayısı 17, sektör akranlarına göre standartlaştırılmış al-tut hisse senedi getirisi değişkeni için ortanca sektör akran sayısı 33, sektör akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter oranı ile standartlaştırılmış al-tut hisse senedi getirisi değişkeni için ise ortanca sektör akran sayısı 3'tür. Satın alım sonrası hesaplanan performans değişkenleri için bu değerler benzer olduğundan rapor edilmemiştir.

4.3. Hedef şirket performansını etkileyen faktörler

Türk hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrasındaki süreçte nasıl bir performans sergilediği önemli bir araştırma konusu olmakla beraber hedef şirket performansının hangi faktörler tarafından belirlendiği ve bu faktörlerin hangi performans ölçeklerine doğrudan etkileri olduğu en az ilk soru kadar önem arz etmektedir. Bu sebeple makalenin bu kısmında, hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrası performanslarını belirleyen faktörler çoklu regresyon analizi kullanılarak bulunmaya çalışılmıştır.

Yerli alıcıların yabancı alıcılara göre hedef şirketlerin değer ve operasyonları hakkında daha fazla bilgi ve tecrübeye sahip olabilmeleri (Coval & Moskowitz, 2001; Uysal, Kedia & Panchapagesan, 2008; ve Kim & Kang, 2008), aynı sektörde bulunan alıcı ve hedef şirketlerin arasında ortaya çıkabilecek artı güçlerin performansa olumlu katkıları (Morck, Shleifer & Vishny, 1990), halka açık olmayan özel şirket statüsündeki alıcı şirketlerin, halka açık alıcı şirketlerde yönetici ve hissedarlar arasında yaşanması muhtemel çıkar çatışmalarına ve değer kayıplarına nispeten daha düşük derecede maruz kalmaları ve doğru satın alım kararları verebilmeleri (Bargeron, Schlingemann, Stulz & Zutter, 2008), ve alıcıların hedef şirkette aldıkları pay miktarının (azınlık veya çoğunluk) satın alım sonrası hedef şirketin faaliyetlerini ve stratejilerini isteklerine göre değiştirebilme özgürlüğünü belirlemesi (Choi, 1991; ve Akhigbe, Martin & Whyte, 2007), bu faktörlerin hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrası performanslarını belirlemede rol oynayabileceğine işaret etmektedir.

Bu sebeplerden dolayı, çoklu regresyon modelinde bağımsız değişkenler olarak alıcı ve hedef şirketin 2 haneli SIC kodu aynı ise 1, değilse 0 değerini alan “aynı sektör işlemi” göstergesi, halka açık alıcılar için 1, halka açık olmayan alıcılar için 0 değerini alan “halka açık alıcı” göstergesi, yabancı alıcılar için 1, yerli alıcılar için 0 değerini alan “yabancı alıcı” göstergesi, alıcının işlem sonrası hedef şirketin %50’sinden fazlasına sahip olması durumunda 1 değerini, %50’den azına sahip olması durumunda 0 değerini alan “çoğunluk hisse satışı” göstergesi kullanılmıştır. Ayrıca, 2008 yılında patlak veren küresel krizin Türk hedef şirketlerinin performansını nasıl etkilediğini ölçmek amacıyla 2008 yılından sonra açıklanan anlaşmalar için 1, önceki tarihli anlaşmalar için 0 değerini alan “2008 sonrası işlem” göstergesi modele eklenmiştir. Olası çok değişirliklik (heteroscedasticity) probleminin sonuçlara etkisini azaltmak amacıyla değişkenlerin standart hataları Huber-White yöntemi ile hesaplanmıştır.

Tablo 4’un ilk kısmında (Panel A) hedef şirketlerin satın alım öncesi faaliyet kar oranları ve hisse senedi getirileri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Sonuçlardan görüleceği üzere, hedef şirketlerin satın alım öncesi al-tut hisse senedi getirilerini aynı sektör

işlemi ve 2008 sonrası işlem göstergeleri etkilemektedir. Sektör akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter değerine göre standartlaştırılmış al-tut anormal hisse senedi getirileri aynı sektör işlemleri için [-15,-4] ay aralığında diğer işlemlerden 36,5 yüzde puan daha yüksektir. Satın alımdan önceki iki ve üç yıllık dönemler için hesaplanan al-tut hisse senedi getirileri de aynı sektör işlemine maruz kalan hedef şirketlerin getirilerinin diğer işlemlere göre daha yüksek olduğunu işaret etmektedir. 2008 sonrası işlemlerde ise sektör akranlarına göre standartlaştırılmış satın alım öncesi hedef şirket hisse senedi getirileri 2008 öncesi döneme göre daha düşük olmaktadır. Örneğin, [-15,-4] ay aralığında hesaplanan al-tut getirileri 2008 sonrası dönemde önceki döneme göre 33,2 yüzde puan düşük hesaplanmıştır. Fakat, hedef şirket hisse senedi getirileri piyasa değeri ve piyasa-defter değerine göre standartlaştırılınca bu sonucun istatistiksel anlamı ortadan kaybolmaktadır. Öte yandan, hedef şirket hisse anormal senedi getirilerini etkileyen bu faktörlerin hedef şirketin satın alım öncesi dönemde ölçülen anormal faaliyet kar oranlarını etkilemediği bulunmuştur.

Panel B’de gösterildiği gibi, satın alım sonrası dönemdeki hedef şirket al-tut hisse senedi getirileri aynı sektör işlemleri için daha yüksek hesaplanmıştır. Hisseleri aynı sektördeki alıcılar tarafından alınan hedef şirketler, hisseleri aynı sektörde bulunmayan alıcılar tarafından alınan hedef şirketlere göre satın alımı takip eden iki yıl içinde 78,6 yüzde puan daha yüksek (endüstri akranlarına göre standartlaştırılmış) al-tut hisse senedi getirisi elde etmişlerdir. Diğer zaman aralıkları ve standartlaştırma yöntemleri için benzer sonuçlar bulunsa da bu sonuçların istatistiksel anlam seviyesi nispeten düşük olmaktadır. Halka açık alıcıların satın alım sonrası hedef şirkette elde ettikleri hisse senedi getirileri halka açık olmayan alıcılara göre düşük seyretmektedir. Fakat, farklı bağımlı değişkenler kullanılarak hesaplanan 6 regresyondan sadece bir tanesinde halka açık alıcı değişkeninin katsayısı %5 seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Bu sebeple halka açık alıcıların satın alım sonrası hedef şirkette değer yaratamadığını kuvvetli bir şekilde savunmak mümkün değildir. Benzer şekilde, yabancı alıcıların yerli alıcılara göre yatırımlarından daha düşük getiri elde ettikleri tezi, “yabancı alıcı” değişkeninin 6 regresyon modelinin sadece bir tanesinde istatistiksel olarak negatif katsayı alması sebebiyle güçlü gözükmemektedir. Ayrıca, yabancı alıcı değişkeninin, sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış FVAÖK/Varlıklar ve FVAÖK/Toplam Satış bağımlı değişkenlerine satın alım sonrası üç yıllık dönemde pozitif etkisi olduğu bulunmuştur. Bu sebeplerden dolayı, yabancı alıcıların hedef şirketlere satın alım sonrası kattıkları değer, kullanılan performans ölçüğüne göre farklı ölçülmekte ve yorumlanabilmektedir. Son olarak, alıcıların satın alım sonrası hedef şirketin çoğunluk hissesine sahip olduğu işlemlerde, hedef şirket hisse senedi getirileri diğer işlemlere göre daha

düşük bulunmuştur. Fakat, yukarıda bahsedilen durumlara benzer olarak sonuçlar, bağımlı performans değişkeninin nasıl tanımlandığına ve satın alım sonrası dönemin uzunluğuna bağlıdır.

Özet olarak, satın alım öncesi dönem için “aynı sektör işlemi” ve “2008 sonrası işlem” değişkenleri, satın alım sonrası dönem için ise “aynı sektör işlemi”, “halka açık alıcı”, “yabancı alıcı” ve “çoğunluk hisse satışı” değişkenleri hedef şirketlerin anormal hisse senedi getirilerini açıklamada rol oynamaktadırlar. Hedef şirketlerin faaliyet kar oranlarını ise sadece “yabancı alıcı” değişkeni satın alım sonrası dönem için etkilemektedir. Bahsedilen tüm faktörlerin hedef şirket performansı üzerindeki olası etkileri, performans değişkenlerinin nasıl tanımlandığına ve değişkenlerin hangi dönem zarfında ölçüldüğü ile değişiklik göstermektedir. Dikkat edilmesi gereken ayrı bir husus regresyon analizinde kullanılan gözlem sayılarının gelişmiş ülkelerde kullanılan gözlem sayılarının epey altında olması ve bu durumun değişken katsayılarının istatistiksel anlam seviyelerine aksi yönde tesir etmesidir.

Tablo 4. Çoklu regresyon analizi

	Sektör akranları ile standartlaştırılmış		Sektör akranları, piyasa-defter oranı ve performans ile standartlaştırılmış		Sektör akranları ile standartlaştırılmış			Sektör akranları, piyasa değeri ve piyasa-defter oranı ile standartlaştırılmış		
	Faaliyet kar oranları: (-3,-1) yıl arasında				Biriktirilmiş al-tut anormal hisse senedi getirileri					
Panel A. Satın alım öncesi hedef şirket performansı	FVAÖK / Varlıklar	FVAÖK / Toplam Satış	FVAÖK / Varlıklar	FVAÖK / Toplam Satış	(-15,-4) ay	(-27,-4) ay	(-39,-4) ay	(-15,-4) ay	(-27,-4) ay	(-39,-4) ay
aynı sektör işlemi (gösterge)	-0,019 (-0,822)	-0,288 (-1,221)	-0,023 (-1,368)	-0,286 (-1,476)	0,203 (1,247)	0,569* (1,722)	1,193* (1,895)	0,365* (1,706)	0,717** (2,213)	1,345** (2,123)
halka açık alıcı (gösterge)	0,022 (0,865)	0,334 (1,280)	0,011 (0,640)	-0,016 (-0,063)	-0,102 (-0,635)	-0,145 (-0,408)	-0,240 (-0,356)	-0,109 (-0,494)	-0,294 (-0,878)	-0,422 (-0,710)
yabancı alıcı (gösterge)	0,016 (0,690)	0,015 (0,077)	0,0004 (0,024)	-0,095 (-0,495)	0,151 (0,907)	0,240 (0,654)	0,400 (0,544)	-0,098 (-0,397)	-0,243 (-0,653)	-0,068 (-0,098)
çoğunluk hisse satışı (gösterge)	-0,021 (-0,826)	-0,028 (-0,115)	-0,0003 (-0,018)	-0,202 (-0,758)	-0,176 (-1,135)	-0,087 (-0,252)	0,209 (0,352)	0,084 (0,440)	-0,138 (-0,405)	0,477 (0,911)
2008 sonrası işlem (gösterge)	-0,032 (-1,094)	0,411 (1,30)	-0,004 (-0,200)	0,324 (0,974)	-0,332* (-1,938)	-0,578** (-2,092)	-1,245*** (-2,856)	-0,167 (-0,750)	-0,533 (-1,431)	-0,750 (-1,203)
sabit	0,019 (0,661)	-0,023 (-0,088)	0,007 (0,356)	0,326 (0,935)	0,422** (2,354)	0,554 (1,308)	0,796 (1,040)	0,119 (0,563)	0,431 (0,992)	0,227 (0,325)
Gözlem sayısı	57	55	51	38	66	62	61	38	35	35
Düzeltilmiş R-kare	-0,014	0,040	-0,059	0,070	-0,002	-0,005	0,020	0,013	0,066	0,104
Panel B. Satın alım sonrası hedef şirket performansı	Faaliyet kar oranları: (+1,+3) yıl arasında				Biriktirilmiş al-tut anormal hisse senedi getirileri					
	FVAÖK / Varlıklar	FVAÖK / Toplam Satış	FVAÖK / Varlıklar	FVAÖK / Toplam Satış	(+1,+12) ay	(+1,+24) ay	(+1,+36) ay	(+1,+12) ay	(+1,+24) ay	(+1,+36) ay
aynı sektör işlemi (gösterge)	-0,008 (-0,347)	-0,0003 (-0,014)	-0,123 (-0,226)	-0,043 (-0,064)	0,536 (1,500)	0,786** (2,205)	0,525 (1,514)	1,034* (1,966)	0,860 (1,534)	0,619 (0,847)
halka açık alıcı (gösterge)	-0,007 (-0,273)	0,0189 (0,673)	-0,071 (-0,128)	-0,225 (-0,302)	-0,453 (-1,386)	-0,351 (-1,159)	-0,810** (-2,567)	-0,367 (-0,998)	-0,336 (-0,726)	-0,763 (-1,193)
yabancı alıcı (gösterge)	0,036 (1,311)	0,023 (0,895)	0,827* (1,961)	0,893** (2,055)	-0,185 (-1,032)	-0,679** (-2,508)	-0,487 (-1,636)	0,232 (0,905)	-0,541 (-1,310)	-1,043 (-1,591)
çoğunluk hisse satışı (gösterge)	-0,0171 (-0,654)	0,026 (0,952)	0,973 (1,472)	0,224 (0,265)	-0,254 (-0,857)	-0,439 (-1,254)	-0,461 (-1,291)	-0,681 (-1,630)	-1,350** (-2,189)	-1,743*** (-2,797)
2008 sonrası işlem (gösterge)	-0,007 (-0,344)	0,004 (0,165)	0,712 (1,149)	-0,125 (-0,155)	0,032 (0,130)	-0,212 (-0,639)	-0,159 (-0,436)	0,017 (0,048)	-0,646 (-0,887)	-0,175 (-0,187)
sabit	-0,007	-0,038*	-1,407*	-0,639	0,476**	0,937***	1,217***	0,386	1,222**	1,585**

	(-0,302)	(-1,788)	(-1,754)	(-0,803)	(2,228)	(2,878)	(3,369)	(1,602)	(2,230)	(2,406)
Gözlem sayısı	49	46	48	39	58	55	47	39	38	31
Düzeltilmiş R-kare	-0,053	-0,047	0,065	-0,026	0,027	0,141	0,136	0,071	0,116	0,195

5. Sonuç

Türkiye’de gerçekleşen satın alımlar sonrası Türk hedef şirketlerin ciddi bir kısmı halka açık olarak faaliyetlerine devam etmekte ve finansal raporlarını kamu ile paylaşmaktadırlar. Türk hedef şirketlerinin hem satın alım öncesi hem de satın alım sonrası performanslarının ölçülebilmesi, alıcıların hangi tür şirketleri hedeflediğini, satın alım öncesi ve sonrası hedef şirket performansının nasıl seyredeceğini tahmin eden hipotezleri test etmek için önemli bir imkan sağlamaktadır. Diğer piyasalarda hedef şirketlerin satın alım sonrası genelde halka açık kalmaması ve performans verilerinin bulunamaması araştırmacıları farklı veri toplama yöntemleri bulmaya zorlamış ancak bu yöntemlerle toplanan verilerin örneklem seçme yanlılığı (sample selection bias) sorununu ortaya çıkardığı gösterilmiştir (Cohn, Mills & Towery, 2014). Türk şirketlerinin satın alım sonrası performanslarının gözlenebilmesi bahsedilen hipotezlerin yansız olarak test edilebilmesine imkan sağlamaktadır.

Bu çalışmada yapılan incelemede, Türk hedef şirketlerinin satın alım tarihinin üç yıl öncesinden başlayarak ölçülen finansal performanslarının düşük olmadığı, aksine bu dönemdeki anormal al-tut hisse senedi getirilerinin benzer özellikler taşıyan akranlarına göre yüksek seyrettiği görülmüştür. Dolayısıyla, düşük performans sergileyen şirketlerin satın alıma maruz kaldığı öngörüsü Türk piyasasında destek bulmamaktadır. Satın alımdan sonraki süreçte ise, hedef şirketlerin ortalama faaliyet kar oranları satın alım öncesine göre düşüş gösterse de anormal al-tut hisse senedi getirileri akranlarına göre yüksek kalmaya devam etmiştir.

Ayrıca, hedef şirketlerin satın alım öncesi ve sonrası performanslarının hangi faktörler tarafından belirlendiği çoklu regresyon analizi yöntemi ile incelenmiştir. Alıcı ve hedef şirketin aynı sektörde olması, alıcının halka açık bir şirket veya yabancı menşeli olması ve satın alım işleminden sonra alıcının hedef şirketin çoğunluk hissesine sahip olmasının hedef şirketlerin performansını etkileyebileceği bulunmuştur. Fakat, sonuçların hedef şirket performansının nasıl ve hangi dönem için ölçüldüğüne göre farklılık göstermesi bu analizden nihai bir çıkarım yapmayı mümkün kılmamaktadır.

İleride yapılacak çalışmalar, gelişmiş ülkelerde hangi tür şirketlerin satın alıma maruz kaldıklarını açıklamaya yarayan hipotezlerin öngörülerinin neden Türkiye piyasasında tutmadığını, alıcıların neden yüksek performanslı Türk şirketlerini hedeflediklerini, düşük performanslı şirketlerin akıbetinin ne olduğunu ve finansal değer yaratmayan şirketlerin neden satın alımlarla tekrar değer yaratan şirketler haline gelmediklerini inceleyebilirler.

Kaynaklar

- Agrawal, A., & Jaffe, J. F. (2003). Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 721-746.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms - a Reexamination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621.
- Akdoğu, E. (2011). Mergers, Acquisitions and Merger Waves in Turkey during the years of 1988-2008. *The Journal of Accounting and Finance*(52), 137-152.
- Akdoğu, E. (2012). The Foreign and Domestic Acquirer Profiles in the 2005-2008 Merger Wave *The Journal of Accounting and Finance*(55), 51-70.
- Akhigbe, A., Martin, A. D., & Whyte, A. M. (2007). Partial acquisitions, the acquisition probability hypothesis, and the abnormal returns to partial targets. *Journal of Banking & Finance*, 31(10), 3080-3101.
- Ambrose, B. W., & Megginson, W. L. (1992). The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 575-589.
- Arslan, H. B. (2007). Cross-Border Bank Acquisitions: Financial and Managerial Analysis of BNP Paribas - TEB Deal. *International Research Journal of Finance and Economics*(9), 38-49.
- Arslan, H. B., & Şimşir, Ş. A. (2014). Measuring takeover premiums in cross-border M&As: Insights from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, Forthcoming.
- Asquith, P. (1983). Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 51-83.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359-399.
- Bargeron, L. L., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Zutter, C. J. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 375-390. doi: DOI 10.1016/j.jfineco.2007.11.005
- Bates, T. W., Becher, D. A., & Lemmon, M. L. (2008). Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 656-677.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1996). Bustup takeovers of value-destroying diversified firms. *Journal of Finance*, 51(3), 1026-1027.
- Bhagat, S., Dong, M., Hirshleifer, D., & Noah, R. (2005). Do tender offers create value? New methods and evidence. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 3-60.
- Bumin, M., & Aslıhan, C. (2009). Banka birleşme ve devralmalarının etkinlik üzerine etkisi: Pamukbank'ın Halkbank'a devredilmesi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 24(279), 68-96.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2006). M&As performance in the European financial industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(12), 3367-3392.
- Choi, D. (1991). Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate-Control. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(3), 391-407.
- Cohn, Jonathan B., Lillian F. Mills, and Erin M. Towery, 2014, The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: Evidence from u.S. Corporate tax returns, *Journal of Financial Economics* 111(2), 469-494.
- Comment, R., & Schwert, G. W. (1995). Poison or Placebo - Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 3-43.
- Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (2001). The geography of investment: Informed trading and asset prices. *Journal of Political Economy*, 109(4), 811-841.
- Cremers, K. J. M., Nair, V. B., & John, K. (2009). Takeovers and the Cross-Section of Returns. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1409-1445.
- Croci, E. (2007). Corporate raiders, performance and governance in Europe. *European Financial Management*, 13(5), 949-978.
- Çelen, A., & E. Kalkan, 2013, An impact analysis on the exemption of the banking sector from the merger control regime in Turkey, *İktisat, İşletme ve Finans* 28, 9-30.

- Çukur, S., & Eryiğit, R. (2006). Stock market reaction to bank merger & acquisitions. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 21(243), 96-107.
- Dalkır, S., 2003, Antitröst iktisadında birleşme ve devralmalarının refah etkisinin tahmininde simülasyon modellerinin kullanımı, *İktisat, İşletme ve Finans* 18, 8-18.
- Demirtaş, G., & Şimşir, Ş. A. (2013). The effect of CEO departure on target firms' post-takeover performance: Evidence from not-delisting target firms. Sabancı Üniversitesi.
- Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2009). How Do Mergers Create Value ? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179-1211.
- Edmans, A., Goldstein, I., & Jiang, W. (2012). The Real Effects of Financial Markets: The Impact of Prices on Takeovers. *Journal of Finance*, 67(3), 933-971.
- Ertaş, F. C. (1998). Business Mergers in Turkey at the Globalization Process. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 13(142), 47-57.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Fraser, D. R., & Zhang, H. (2009). Mergers and Long-Term Corporate Performance: Evidence from Cross-Border Bank Acquisitions. *Journal of Money Credit and Banking*, 41(7), 1503-1513.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151-178.
- Guo, S. R., Hotchkiss, E. S., & Song, W. H. (2011). Do Buyouts (Still) Create Value? *Journal of Finance*, 66(2), 479-517.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does Corporate Performance Improve after Mergers. *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175.
- Hekimoğlu, M. H., & Tanyeri, B. (2011). Stock-Market Reactions to Mergers of Non-Financial Turkish Firms. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 26(308), 53-70.
- Jensen, C. (2010). *Bones of Contention What drives mergers and acquisitions in emerging markets?* Paper presented at the METU BA - MS2010 Business Conference, Ankara. <http://ssrn.com/abstract=1596595>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate-Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers - Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.
- Kang, J. K., & Kim, J. M. (2008). The Geography of Block Acquisitions. *Journal of Finance*, 63(6), 2817-2858.
- Kaplan, S. (1989). The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- Keskin, N., T. Baş, & G. Yıldız, 2009, Halkbank-pamukbank birleşmesini başarılı kılan faktörlerin belirlenmesine yönelik keşfedici bir araştırma, *İktisat, İşletme ve Finans* 24, 36-67.
- Lie, E. (2001). Detecting abnormal operating performance: Revisited. *Financial Management*, 30(2), 77-91.
- Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking & Finance*, 25(6), 1113-1138.
- Loughran, T., & Vijh, A. M. (1997). Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions? *Journal of Finance*, 52(5), 1765-1790.
- Lyon, J. D., Barber, B. M., & Tsai, C. L. (1999). Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. *Journal of Finance*, 54(1), 165-201.
- Mandacı, P. E. (2004). The effect of merger and acquisition announcements on stock prices. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 19(225), 118-124.
- Mandacı, P. E. (2005). Şirket birleşmelerinin şirketlerin finansal yapı ve performanslarına etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 20(233), 60-67.
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120.

- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., 1990. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance* 45, 31-48.
- Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. (1990). Efficiency and Organizational-Structure - a Study of Reverse Lbos. *Journal of Finance*, 45(5), 1389-1413.
- Oelger, M., & Schiereck, D. (2011). Cross-Border M&A and International Stock Market Integration - Evidence from Turkey. *International journal of Economics Research*, 2(3), 40-55.
- Palepu, K. G. (1986). Predicting Takeover Targets - a Methodological and Empirical-Analysis. *Journal of Accounting & Economics*, 8(1), 3-35.
- Powell, R. G., & Stark, A. W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 293-317.
- Rau, P. R., & Vermaelen, T. (1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 49(2), 223-253.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). Life after Takeover. *Journal of Industrial Economics*, 36(2), 147-156.
- Sarıca, S., 2006, Birleşmeler, birleşmelerin nedenleri ve uluslararası boyutu, *İktisat, İşletme ve Finans* 21, 33-49.
- Savor, P. G., & Lu, Q. (2009). Do Stock Mergers Create Value for Acquirers ? *Journal of Finance*, 64(3), 1061-1097.
- Schwert, G. W. (1996). Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 153-192.
- Smiley, R. (1976). Tender Offers, Transaction Costs and the Theory of the Firm. *The Review of Economics and Statistics*, 58(1), 22-32.
- Smith, A. J. (1990). Corporate-Ownership Structure and Performance - the Case of Management Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 143-164.
- Song, M. H., & Walkling, R. A. (1993). The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(4), 439-457.
- Switzer, J. A. (1996). Evidence on real gains in corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 48(5), 443-460.
- Uysal, V. B., Kedia, S., & Panchapagesan, V. (2008). Geography and acquirer returns. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 256-275.
- Visic, J. (2013). Impact of takeovers on profitability of target companies: Evidence from Croatian companies. *Communist and Post-Communist Studies*, 46(4), 455-461.
- Yıldız Tulum, B., & Aytakin, S. (2009). A Study of Firm Mergers One of the Financial Structure Strengthening Precautions: Tansaş-Migros Merger. *Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2(3), 176-197.
- Zhu, P. C., & Jog, V. (2012). Impact on Target Firm Risk-Return Characteristics of Domestic and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Emerging Markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(4), 79-101.
- Zhu, P. C., Jog, V., & Otchere, I. (2011). Partial acquisitions in emerging markets: A test of the strategic market entry and corporate control hypotheses. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 288-305.

Extensive Summary

The Financial Performance of Turkish Target Firms around Acquisitions

Hasan Burak Arslan

Sabancı University

Şerif Aziz Şimsir*

Sabancı University

INTRODUCTION

One of the important questions in the Mergers & Acquisitions (M&A) literature is whether acquirers manage to improve the operations of target firms after takeovers, and if so, whether the gains from mergers are sizable enough to rationalize the takeover premiums paid to target firm shareholders. Because target firms that experience mergers typically go private after takeovers and their financial statements are no longer publicly available, answering these interesting questions requires additional investigation. The number of studies examining the performance changes of target firms after the takeovers is therefore limited. Using data from the US, Kaplan (1989), Smith (1990), Muscarella & Vetsuypens (1990) and Guo, Hotchkiss & Song (2011) locate the financial documents of target firms in the post-takeover period when private target firms issue public debt or public equity after a takeover. These studies find that acquirers manage to increase target firm's operating performance after takeovers. However, this approach was criticized by Cohn, Mills & Towery (2014) on the grounds that only successful target firms undertake these financing efforts and appear in the sample, while target firms undergoing bankruptcy do not. To overcome this challenge in the sample selection, Cohn, Mills & Towery use the target firm's mandatory corporate tax return data to illustrate that target firm performance does not show an improvement over the post-takeover period. Accordingly, it is still not clear whether acquirers manage to overhaul the operations of target firms and create value after takeovers.

Turkish acquisitions offer an alternative venue to empirically measure the magnitude of performance improvements after acquisitions because a significant portion of the Turkish public target firms remain public after a majority acquisition and continue to file their financial reports with the regulatory agencies. This feature of Turkish acquisitions makes

* Address for correspondence: Sabancı Yönetim Bilimleri Fakültesi, Sabancı Üniversitesi, Orta Mahalle, Üniversite Caddesi, No: 27, Tuzla, İstanbul, Turkey 34956. Tel: +90-216-483-9658. Faks: +90-216-483-9699. Email: simsir@sabanciuniv.edu

possible the measurement of target firm performance over the pre- and post-acquisition periods. Using Turkish data, we test the hypotheses that firm underperformance is a major cause of acquisitions; that is, target firms underperform their benchmarks before acquisitions and that target firm performance increases in the post-acquisition period (Manne, 1965; Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1986; and Jensen, 1988).

METHODS

The sample of Turkish takeovers is gathered from the SDC database using the following filters: (i) the announcement date of the acquisition is between January 1st, 2005 and December 31st, 2011, (ii) the target is a publicly owned Turkish firm, and (iii) the announced deal is eventually completed. Financial and utility firms are excluded from analysis when their operating performances are estimated. Industries are defined using a modified version of the Fama-French 17 industry classification scheme. We should also note that our sample includes minority and majority acquisitions.

We estimate target firms' abnormal operating performance in the pre- or post-takeover periods using three different measures. The three measures that we consider are (i) unadjusted, (ii) industry-adjusted, and (iii) industry, Market-to-Book and performance-adjusted changes in performance. We proxy target firm operating performance using return on assets (EBITDA divided by total assets) and profitability (EBITDA divided by total sales) ratios. The first measure directly shows the unadjusted change in the operating performance of target firms. To estimate the second measure, we first identify firms within the same industry as the target firm, then calculate their median performance over the time period of interest, and finally subtract the median value from the target firm's performance over the same period. The third method is the same as the second method, except that the industry peers of target firms are required to have similar Market-to-Book and prior operating performance values as the target firms. More specifically, we locate the peers that have a Market-to-Book ratio within 80% to 120% of the Market-to-Book ratio of the target firms and that have prior performance values within 80% to 120% of the performance values of the target firms. If our search does not produce any matches, we relax the above limits to 50% and 150%.

We estimate target Buy-and-Hold Abnormal Returns (BHAR) using two methods. The first method estimates industry-adjusted BHARs over the specified period. For each target firm in our sample, we locate industry peers of the target firm and estimate their BHARs over the estimation period. Then, we subtract the median BHAR from target firm's BHAR. The

second method imposes additional restrictions on the set of industry peers. As in the first method, we start by identifying the industry peers of the target firm. Then, we locate the peers that have a market value of equity within 80% to 120% of the market value of the equity of the target firm and that have a Market-to-Book ratio within 80% to 120% of the Market-to-Book ratio of the target firm. If our search does not produce any matches, we relax the above limits to 50% and 150%.

RESULTS

Target operating performance

We find that unadjusted target firm operating performance, as measured by the return on assets and profitability ratios, is significantly positive over the three years preceding the initial acquisition announcement dates. For each of the t-1, t-2 and t-3 years, the mean and median EBITDA/Total Assets and EBITDA/Total Sales figures are significantly positive. When target firm operating performance variables are adjusted using the two methods explained above, the mean and median return on assets and profitability ratios drop to around zero and lose their statistical significance.

The operating performance of target firms seems to deteriorate after acquisitions. The unadjusted operating performance measures in the post-takeover period are lower compared to their pre-acquisition period levels. Furthermore, industry-adjusted operating performance measures are statistically negative for some of the post-acquisition periods. For instance, the industry-adjusted EBITDA/Total assets variable has a median of -2,6% over the three year period starting at the deal completion date.

Target stock returns

Our investigation reveals that the industry-adjusted target BHARs are significantly positive over the [-39 months,-4 months], [-27 months,-4 months] and [-15 months,-4 months] periods. The results for the industry, size and Market-to-Book adjusted BHARs are weaker though they are positive and statistically significant for almost half of the cases. These results provide additional evidence that target firms do not underperform their benchmarks before acquisitions.

We also observe that target firms continue to create value after acquisitions. Industry-adjusted target BHARs, measured over alternative windows in the post-acquisition period, are statistically positive in the majority of cases. However, the results weaken when target buy-and-hold returns are industry, size and Market-to-Book adjusted.

The determinants of target performance

We run a number of multiple regressions to explain target operating and stock return performance in the pre- and post-acquisition periods. We find that asset relatedness (acquirers and targets having same 2-digit SIC codes) is positive while public acquirers, foreign acquirers and majority acquisitions are negatively related to target firm abnormal returns in the post-acquisition period. The asset relatedness between acquirers and targets is positively associated with target firm stock returns in the pre-acquisition period. However, these results are sensitive to how target stock returns are adjusted and also to the time period over which target performance is measured.

CONCLUSION

In this study, we investigate a target firm's operating and stock return performance in the pre- and post-acquisition periods. Because target firms typically delist from the stock market after a merger or a majority acquisition, their financials are usually not available to outsiders. Using a sample of Turkish acquisitions, where target firms do not always delist from the stock market after acquisitions, we investigate the performance of target firms around these takeover events. Contrary to the target underperformance hypothesis, which claims that target firms underperform their peers before acquisitions, we find that Turkish target firms are profitable firms that accumulate significantly positive abnormal returns in the pre-acquisition period. Even though the target firms in our sample experience a decline in their operating performance, their stock returns continue to beat their benchmarks in the post-acquisition period.