

# KISMI BÖLÜNMENİN ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMİYLE ANALİZ\*

Prof. Dr. Fikret OTLU\*\*

Öğr. Gör. Mehmet TURSUN\*\*\*

Dr. Öğr. Üyesi Ahmet Fethi DURMUŞ\*\*\*\*

Araştırma Makalesi/Research Article

Muhasebe Bilim  
Dünyası Dergisi  
Haziran 2019; 21(2); 467-481

## ÖZ

467

6102 sayılı TTK'da kısmi bölünme işleminin yer almasıyla birlikte şirketler giderek artan bir şekilde kısmi bölünme işlemine başvurmaya başlamışlardır. Şirketler bölünme işlemini gelecekte daha etkin bir firma olabilmek için ve stratejik amaçlarla gerçekleştirmektedirler. Bu çalışmada pay senetleri BİST'te işlem gören ve kısmi bölünme yoluna giden şirketlerin aldıkları bölünme kararının, şirketlerin piyasada işlem gören pay senetleri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu çerçevede BİST'te işlem gören 5 şirketin kısmi bölünme kararlarını kamuya duyurdukları tarih öncesi ve sonrası şirketlerin pay senedi fiyatlarındaki değişimler, olay çalışması (event study) yöntemiyle analiz edilmiştir. Yapılan analizde, şirketlerin kısmi bölünme kararlarının şirketin pay senetleri üzerinde negatif yönlü bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, Şirketlerde Kısmi Bölünme, Firma Değeri, Olay Çalışması

**JEL Sınıflandırması:** F65, P34, E44

**THE EFFECT OF PARTIAL DIVISION ON MARKET VALUE OF COMPANIES: ANALYSIS WITH THE EVENT STUDY METHOD**

## ABSTRACT

With the inclusion of partial division in TTK 6102, companies are increasingly applying partial division. The

\* Makale gönderim tarihi: 18.10.2018, kabul tarihi: 21.02.2019.

\*\* İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, fikretotlu@inonu.edu.tr, orcid org/.0000-0002-1264-1732.

\*\*\* Adıyaman Üniversitesi Kahta Meslek Yüksekokulu, mtursun@adiyaman.edu.tr, , orcid org/.0000-0001-9731-2198.

\*\*\*\* İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ahmet.durmus@inonu.edu.tr, orcid org/.0000-0001-6626-7291.

**Atf:** Otlu, F., Tursun, M. ve Durmuş, A. F. (2019). Kısmi bölünmenin şirketlerin piyasa değeri üzerine etkisi: olay çalışması yöntemiyle analiz. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 21(2), 467-481. <http://dx.doi.org/10.31460/mbdd.472124>.

companies are carrying out the division process in order to become a more efficient company in the future and for strategic purposes. In this study, the effect of the dividend decision of the companies, which are traded in the share certificates BIST and go for the partial split, on the shares of the companies traded in the market are examined. The changes in the share price of the companies before and after the announcement of the partial dividend decisions of the 5 companies in this framework in BİST were analyzed by event study method. In the analysis made, it was determined that the partial split decisions of the companies had a negative effect on the share certificates of the company.

**Keywords:** Turkish Commercial Code numbered 6102, Partial Fragmentation in Companies, Company Value, Case Study

**JEL Classification:** F65, P34, E44

## 1.GİRİŞ

İşletmeler, mali, hukuki ve stratejik nedenler başta olmak üzere birçok faktörün etkisiyle yeniden yapılanarak ekonomik ve hukuki olarak tarif edilen yeniden yapılanma yoluna başvurumaktadırlar. İlk defa 19. yüzyılda Amerika Birleşik Devletleri'nde görülen şirketlerdeki bu yeniden yapılanma süreci, ABD'den sonra Avrupa'da sonrasında da Türkiye'de görülmeye başlamıştır. Önceleri, birçok şirket ulusal düzeyde ekonomik ve hukuki yapılanma içerisindeyken, küreselleşmenin birçok ülkeyi etkisi altına almasıyla, ulusal düzeydeki şirket yapılanmaları giderek uluslararasına uygun faaliyetlerde bulunacak şekilde dönüşmeye başlamışlardır (Şimşek 2006, 1). Sermaye şirketleri için yeniden yapılanma türleri; birleşme, tasfiye, tür değişikliği, hisse değişimi, tam bölünme ve kısmi bölünme olarak sıralanabilir (Nazalı 2008, 2).

Şirketlerdeki birleşme nasıl ki ekonomik ve hukuki bir ihtiyaç ise, bölünme işlemi de ekonomik ve hukuki bir ihtiyaç olarak karşımıza çıkmaktadır (Pulaşlı 2011, 197). Küreselleşen dünyada ticaret sektöründeki değişimlerin bir sonucu olarak günümüzde firmaların bölünme ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Şirket bölünme işlemleri, günümüz ekonomik dünyası içinde şirketlerin çokça ihtiyaç duyduğu ve sık sık başvurduğu bir durumdur. Uluslararası boyutta faaliyette bulunan şirketlerin birçoğu, küreselleşme hızının giderek artmasıyla bölünme işlemlerini adeta bir strateji olarak kullanmaya başlamışlardır (Dede 2006, 9).

Şirketlerde bölünme işlemleri, şirketlerin küçültülerek etkin bir yapıya kavuşmalarını sağlayan bir kurumsal stratejik yöntemdir (Sezgi 2001, 86). Şirketlerde bölünme işlemine, katma değer oranının yükseltilmesi, şirket mali yapısının sağlamlaştırılarak uluslararası rekabet kabiliyetinin artırılması, uzmanlaşmanın sağlanması, yönetimin kolaylaştırılması, pay sahipleri arasında çıkan uyuşmazlıkların azaltılması, kaynak kullanımının etkinleştirilmesi, uluslararası piyasalarda rekabet edebilme imkanına kavuşulması ve çağdaş ekonomik kurallara ayak uydurabilmek gibi amaçlarla

başvurulabilir (Dede 2006, 63-65).

Şirketlerde kısmi bölünme işlemlerinin piyasada nasıl bir etki yarattığı henüz araştırılmamış ve üzerinde yeterince çalışma yapılmamış bir konudur. Şirketlerin kısmi bölünme kararlarının kamuya duyurulması öncesi ve sonrasında şirketlerin pay senetleri fiyatlarında meydana gelen aşırı getiri ve götürüler olay etüdü yardımıyla tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışmamıza göre, kısmi bölünme kararlarının kamuya duyurulmasından önce şirket pay senetlerinin değerinde pozitif aşırı gelirler tespit edilmiş, duyurudan hemen sonra ise negatif yönlü bir düşüş meydana geldiği görülmüştür.

Bu çalışmanın amacı şirketlerdeki kısmi bölünmenin şirket piyasa değerine etkisini incelemektir. Çalışmada öncelikle, bölünme kavramından bahsedilmiş, sonrasında 6102 sayılı TTK'da yer alan kısmi bölünme işlemi incelenmiştir. Daha sonra olay etüdünden bahsedilerek olay etüdü ile ilgili literatür taraması yapıldıktan sonra araştırma yöntemi ve veriler ele alınmıştır. Son olarak da, kısmi bölünme kararlarının kamuya duyurulmasından sonra kısmi bölünmenin gerçekleşmeden önceki ve sonraki on günlük periyotlarda şirketin pay senetlerinde meydana gelen değişimler olay etüdüne göre tespit edilerek değerlendirilmiştir.

## 2. ŞİRKETLERDE KISMİ BÖLÜNME

Birçok disiplinde kullanılan bölünme kavramı literatürde farklı şekillerde kullanılmakla birlikte, genel olarak ele alındığında, bir bütünün en az iki parçaya ayrılması “bölünme” olarak ifade edilmektedir (Yıldız ve Ünsal 2005, 210). 6102 sayılı TTK'da şirket bölünmeleri tanım olarak yer almamış olup şirket bölünmelerinin türleri açıklanmıştır.

6102 sayılı TTK'nun 159. maddesinde şirketlerin bölünme türlerinden olan tam bölünme “Şirketin tüm malvarlığı bölümlere ayrılır ve diğer şirketlere devrolunur. Bölünen şirketin ortakları, devralan şirketlerin paylarını ve haklarını iktisap ederler. Tam bölünüp devrolunan şirket sona erer ve unvanı ticaret sicilinden silinir” şeklinde açıklanmıştır. Aynı maddede şirketlerin bölünme türlerinden bir diğeri olan kısmi bölünme ise, “Bir şirketin malvarlığının bir veya birden fazla bölümü diğer şirketlere devrolunur. Bölünen şirketin ortakları, devralan şirketlerin paylarını ve haklarını iktisap ederler veya bölünen şirket, devredilen malvarlığı bölümlerinin karşılığında devralan şirketlerdeki payları ve hakları elde ederek yavru şirketini oluşturur” şeklinde açıklanmıştır.

Kısmi bölünme işleminin tam bölünmeden ayrıldığı en temel özelliği bölünen şirketin ortadan kalkmadan elinde tuttuğu ekonomik değerlerle faaliyetlerine devam etmesidir. Bölünen şirketler yalnızca ekonomik değerlerinin bir kısmını başka şirket veya şirketlere devrederler. Ülkemizde kısmi bölünme işlemi 6762 sayılı TTK'da yer almamaktaydı. Türkiye'de bölünme kavramı öncesinde değişik kanunlarda yer almasına rağmen, kısmi bölünme işlemi maddi hukuk açısından ilk olarak 6102

Sayılı TTK'da yer almıştır.

TTK'ya göre kısmi bölünme işleminin usul ve esasları aşağıdaki gibidir.

Türk Ticaret Kanunu'nun 159'uncu maddesine göre kısmi bölünme işlemi, iştirak ilişkisi olmak kaydıyla yavru şirket kurmak ve ortaklık pay senetlerinin mevcut ortaklara verilmesi olmak üzere iki şekilde yapılabilmektedir.

Pay senetlerinin mevcut ortaklara verilmesi şeklindeki bölünme işleminde, bölünen şirketin ortakları devralan şirketin şirket veya şirketlerde pay sahibi olurlar. Bu şekildeki kısmi bölünme işleminde, bölünen şirketin varlıklarındaki azalma şirket sermayesi azaltılması yoluyla dengelenir. Yavru şirket kurma yoluyla gerçekleşen bölünmede şekilde ise, bölünen şirket devredilen ekonomik değerlerin miktarı karşılığında devralan şirket veya şirketlerdeki paylarını elde ederek yavru şirketini kurmaktadır. Bu şekilde kurulan kısmi bölünme işleminde, şirketin bilanço değerlerinde herhangi bir azalma olmaz ve bu nedenle sermaye azaltımı veya şirket fonlarının işletmeden çekilmesi gibi bir durum da söz konusu olmaz.

### 3. OLAY ÇALIŞMASI VE METEDOLOJİSİ

Olay çalışmasının uzun bir geçmişe sahip olduğu söylenebilir. Olay çalışmasıyla ilgili ilk yayınlanmış çalışma 1933 yılında Dolley tarafından yapılmıştır. Dolley çalışmasında, firmaların pay senetlerinin bölüneceği dönemdeki nominal fiyat değişimleri üzerinde çalışmak suretiyle, pay senedindeki bölünmelerinin fiyata etkilerini incelemiştir.

1930'lu yılların başından 1960'lı yılların sonuna kadar yapılan çalışmalarda olay çalışmalarının karmaşıklık düzeyi artmıştır. Bu zaman diliminde, Myers ve Bukey 1958 yılında; Barker 1956, 1957 ve 1958 yıllarında, Ashley 1962 yılında çeşitli olay çalışmaları yapmışlardır. Ancak günümüzde kullanılan olay çalışması metodolojisini ortaya koyan ve konu ile ilgili yeni ufuklar açan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown tarafından ortaya konulmuştur. Bir diğer çalışma ise 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu öncü çalışmalardan sonra, temel metodoloji ile ilgili bazı değişiklikler öne süren çalışmalar da yapılmıştır. Brown ve Waner, 1980 ve 1985 yıllarında yapmış oldukları çalışmalarda, bu değişikliklerin birçoğunun önemini tartışmışlardır (Campbell ve diğerleri 1997, 150; Kaderli ve Demir, 2009, 48). Gerek yurtdışında, gerekse Türkiye'de yapılan olay çalışmalarından bazıları aşağıda özetlenmiştir.

Chi ve Tseng-Chung (2007) yılında Tayvan'da iflasın eşiğine gelmiş şirketlerin, yeniden örgütlenme duyurularının ilgili pay senetlerine etkilerini araştırmıştır. Yapılan çalışmada, şirketlerin yeniden yapılanma duyurularıyla anormal getirilerin elde edilebileceğini ve bu getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Shah ve diğerleri (2007) yılında tüketici fiyat

endeksinin, Pakistan pay senedi piyasasına etkisini incelemiştir. Bu araştırmaya göre, enflasyon rakamlarının kamuya ilan edildiği tarihler etrafında anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını gözlemlemiştir. Türkiye’de de birçok farklı alanda olay çalışmaları yapılmıştır. Yapılan çalışmaların bazıları şunlardır;

Kıymaz 1996 yılında İMKB İmalat sektöründe yaptığı bir çalışmada, olay çalışması ile halka ilk arz edilen hisse senetlerinin performanslarını ölçmüştür. Özer ve Yücel (2001) yılında yaptıkları araştırmada, firmaların pay senedi ihraç ettiği tarih etrafındaki günlerde, özellikle ihraç gününe yakın günlerde, anormal pay getirisinin olduğunu gözlemlemiştir. Mandacı (2003) yılında İMKB’nin kurulduğu günden bu yana yapılan genel seçimlerin bir kısmında seçimlerin yapıldığı tarihten sonraki günlerde anormal getirilerin elde edildiğini tespit etmiştir.

Yörük ve Ban (2006) yılında gıda sektöründe yaptıkları bir araştırmada, şirketlerin birleşme öncesindeki birkaç günde bu sektördeki pay senetlerine yatırım yapılması durumunda anormal getirilerin elde edilebileceğini ortaya koymuşlardır. Çukur ve Eryiğit (2006) yılında bankacılık sektöründeki şirketlerin birleşme ve devralma olaylarının etkisini ölçmüştür. Bu olayların kamuya duyurulmasıyla pay senetlerinden pozitif yönlü anormal getiri elde edildiğini saptayan bir çalışmayı olay çalışması metoduyla ortaya koymuşlardır.

Bir başka çalışma Aygören ve Uyar tarafından (2007) yılında yapılmış olup çalışmada, İMKB’de şirketler hakkındaki denetim görüşlerinin pay senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, denetim raporundaki denetim görüşünün şirketlerin pay senetlerinde anormal getirilerin elde edilebileceği sonucu ortaya çıkmıştır. Bayazıtlı, Kaderli ve Gürel tarafından 2008 yılında yapılan çalışmada ise şirketlerin kar payı duyurularının, ilgili şirketlerin pay senedi fiyatları üzerinde pozitif etkisinin olduğunu olay çalışması metoduyla incelemiştir. Çalışma sonucunda kar payı duyuruları sonucunda pay senetlerinde anormal getiriler elde edilebileceğini ortaya konulmuştur.

#### **4. ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE VERİLER**

Araştırmamızın temel olarak, pay senetleri BİST’ te işlem gören işletmelerden kısmi bölünme işlemini gerçekleştirmiş olan işletmelerin almış oldukları kısmi bölünme kararlarının pay senedi getirilerini hangi yönde etkilediğinin “olay çalışması” yoluyla incelenmesi amaçlanmıştır. Bir başka deyişle, kısmi bölünme kararlarının işletmelerin pay senetlerinden anormal getirilerin elde edilip edilemeyeceği araştırılmıştır. Böylece daha önce yapılan çalışmalara farklı bir alanda katkı sağlanmış olacaktır.

Bu çalışmanın kapsamını, pay senetleri BİST’ te işlem gören firmalar içerisinde 6102 sayılı TTK’nun yürürlüğe girmesinden sonra kısmi bölünme işlemini gerçekleştirmiş olan 5 firma

oluşturmaktadır. Ülkemizde pay senetleri borsada işlem gören tüm şirketler, şirketle ilgili, sonuçları kamuyu olumlu veya olumsuz ilgilendiren her türlü bilgiyi Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla ilan etmek zorundadır. Etkin piyasa hipotezi, şirketlerle ilgili herhangi bir bilginin piyasanın yarı-güçlü formda etkin olması durumunda anormal bir getiri elde edemeyeceğini savunmaktadır (Hirt ve Block 2006). Piyasaların etkin olmadığı durumlarda şirketlerin kamuya duyurduğu bilgiler, ilgili şirketin pay sahipleri üzerinde etkili olabilmektedir. Bu durumda şirketlerin kısmi bölünme duyurularının piyasanın etkinlik derecesine göre bir sonuç ortaya koyması mümkündür.

Çalışma kapsamında yer alan şirketlerin pay senetlerine ait getiriler BİST-100 endeks verilerinden, kısmi bölünme yoluna giden işletmelerin kısmi bölünme kararları ise KAP'a yapılan bildirimlerden elde edilmiştir. Çalışma kapsamında yer alan firmalara ait kısmi bölünme duyurularının yapıldığı tarihlerle ilgili bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 1. Firmaların Kısmi Bölünmeye İlişkin Kararlarını KAP'a Bildirdikleri Tarihlerle (Olay Tarihi) İlişkin Bilgiler**

S.N.	Şirket Adı	Olay Tarihi
1	Arçelik A.Ş.	12.10.2016
2	Doğuş GYO	04.05.2016
3	Global Yatırım Holding	30.06.2016
4	Konya Çimento Sanayii A.Ş.	23.02.2015
5	Trakya Cam Sanayii A.Ş.	28.04.2015

**Kaynak:** Şirket yönetim kurulu kararları

Araştırmamızın uygulama bölümünde ilk olarak, araştırmaya konu olan her bir şirket için kısmi bölünme kararlarının kamuya ilan edildiği tarihin on gün öncesi ve on gün sonrasını içine alan pay senetlerinin fiyatları belirlenmiştir. Daha sonra piyasanın günlük getirisini hesaplayabilmek için BİST-100 endeksinin olay günü tarihinden on gün öncesi ve on gün sonrasını kapsayan endeks verileri elde edilmiştir. İlgili günlük getirilerden yararlanılarak da olay çalışması için gerekli hesaplamalar yapılmış ve şirketlerin aldıkları kısmi bölünme kararlarının, ilgili şirketlerin pay senetlerinden anormal bir getiri elde edilip edilmediği belirlenmeye çalışılmıştır.

Literatürde kısa dönemlik performanslara dayalı yapılan araştırmalarda kullanılan zaman periyodu iki gün ile altı ay arasında değişmektedir (Ünlü ve Ersoy 2008, 248). Olay penceresinin uzun dönem olarak seçilmesi istatistiksel açıdan araştırmanın gücünü zayıflatabilmekte ve olayın anlamlılığı hakkında hatalı değerlendirmelere olanak tanıyabilmektedir. Buna karşın olay penceresinin kısa

olması, olayın önemli etkilerini net olarak ortaya koyabilmektedir.

Çalışmamızda firmaların kısmi bölünme kararlarının duyurulmasının kısa dönem getirileri (kısmi bölünmenin ilan edilmesinden on gün öncesi ve on gün sonrasındaki getirilerini içine alacak şekilde) toplamda 21 günlük getiriler incelenmiştir. Olay penceresinin olay gününden on gün önce ve on gün sonrasını kapsamamasının nedeni, şirketlerin pay getirilerinin olaya duyarlılığını daha doğru bir biçimde ölçebilmesinden ileri gelmektedir. Olay penceresinin uzun tutulmasında borsayı etkileyebilecek başka haberlerin de ilgili pay senetlerinin fiyatları üzerinde etkisinin olabileceği düşünülmektedir.

Olay çalışması, şirketlerin kamuya bildirdikleri olaya pay sahiplerinin verdiği aşırı tepkiyi ölçmek için kullanılan bir metottur. Şirketlerin pay senetlerinde meydana gelen hareketlilik piyasadan daha fazla ise olağandışı getiri veya olağandışı götürünün olması beklenir. Kamuya duyurulan olayın etkilerini pay senetleri fiyatları üzerinde tespit etmek kolay olduğundan etkili bir yöntem olarak kabul görülmektedir.

Olay çalışması, şirketin pay sahiplerinin servetlerini arttırdığı veya artırmadığı konusunda sonuçlar çıkarılmasını sağlayan bir teknik ya da bir metot olarak ifade edilmektedir. Bu kapsamda olay çalışması, kamuya duyurulan şirket bilgilerine pay senedi fiyatlarının hangi hızda fiilen tepki verdiğini ölçmek için kullanılabilir. Bu nedenledir ki olay çalışması yöntemi birçok alanda ekonomik etkilerin ölçülmesinde yaygın olarak kullanılan bir yöntem olmuştur. Olay çalışması bir tek modelden ibaret değildir. Birçok finansal durumda olay çalışması birbirini izleyen dört aşamadan meydana gelmektedir. (Eppli ve Charles 2005, 120; Tuominen 2005, 51-59). Bunlar; (1) Olayın tanımlanması, (2) Olay penceresinin tanımlanması (event window), (3) Olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve (4) Modelin kurulup test edilerek sonuçların değerlendirilmesi.

Olay çalışmasının yapılabilmesi için yukarıda bahsedilen dört aşamanın uygulanması gerekmektedir. Çalışmamızda inceleme konusu şirketlerdeki kısmi bölünme kararları, olayın gerçekleşme zamanı ise kısmi bölünme kararlarının alındığı tarih olarak belirlenmiştir. Olay penceresinin tespitinde kısa dönem dikkate alınarak olayın kamuya açıklandığı tarihin on gün öncesi ve on gün sonrası incelemeye konu edilmiştir.

Olağan dışı getiriler, kamuya duyurulan bilgilerin piyasada duyulması ile duyulmaması arasındaki getiriler arasındaki farktan ibarettir. Bu getiriler genellikle, olay tarihindeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve Anormal Getiriler (Abnormal Return – AR) olarak adlandırılır (Seans ve Sandoval 2005, 310-315). Anormal getiriler matematiksel olarak aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Bartholdy ve diğerleri 2006,3; Tuominen 2005, 50; Chan-Lau 2001, 8-9);

$$\text{Anormal Getiri (ARit)} = \text{Fiili Getiri Oranı} - \text{Pazar Getiri Oranı}$$

$$AR_{it} = Rit - R_{mt} \quad (1)$$

Eşitlikteki,

$AR_{it}$  i hisse senedi için t günündeki anormal getiriyi,

$R_{it}$  i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini,

$R_{mt}$  i hisse senedinin t günündeki pazar getirisini (Normal beklenen getiriyi) göstermektedir.

Yukarıda ifade edilen Fiili Getiri ( $R_{it}$  Hisse Senedi Getirisi) ise aşağıdaki eşitlik yardımıyla hesaplanabilir;

$$R_{it} = (D + Pit - Pit_{-1}) / Pit_{-1} \quad (2)$$

Eşitlikteki,

$R_{it}$  i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini,

$Pit$  i hisse senedinin t günü kapanış fiyatını,

$Pit_{-1}$  i hisse senedinin t - 1 günü kapanış fiyatını ve

D ise i hisse senedinin t gününde ödenen kar payını göstermektedir. Pazar getiri oranı ise aşağıdaki gibi hesaplanabilir;

$$R_{mt} = (It - It_{-1}) / It_{-1} \quad (3)$$

Eşitlikteki,  $R_{mt}$  pazara ilişkin günlük getiriyi,

$It$  BİST- 100 Endeksinin t günündeki kapanış değerini,

$It_{-1}$  BİST- 100 Endeksinin t - 1 günündeki kapanış değerini göstermektedir.

Olay çalışmalarında, piyasa modeli, sabit beklenen getiri modeli, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, arbitraj fiyatlandırma modeli gibi çeşitli modeller kullanılmaktadır (Kaderli 2007, 147). Bu çalışmada, daha önceki bazı çalışmalarda da yapıldığı gibi (Kıymaz 1996, 127; Bekçioğlu ve diğerleri 2004, 45-47; Kaderli 2007, 147-153). Pazar Getiri Oranı'nın hesaplanmasında BİST- 100 Endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmış ve pazar getirileri yukarıdaki eşitlik 3 yardımı ile hesaplanmıştır.

Olay çalışmalarında amaç, olayın olduğu tarihten önceki ve sonraki günlerde, Ortalama Anormal Getiri (Average Abnormal Return - AAR) ve Kümülatif Anormal Getiri (Cumulative Abnormal Return - CAR) hesaplanmasıdır. Bu noktada AAR ve CAR üç aşamalı bir çalışma ile hesaplanabilmektedir (Tuominen 2005, 50-55; Sponholtz, 2005, 7; Serra 2002, 5). Bunlar kısaca aşağıdaki gibi açıklanabilir:

1. Aşama: Uygulamaya konu olan her bir şirketinin her bir t günü için, fiili getiri oranları ile pazar getiri oranı arasındaki fark alınmak suretiyle, anormal getiri hesaplanır. Bu durum yukarıdaki eşitlik



(1) de gösterilmiştir.

2. Aşama: Elde edilen her bir anormal getiri, uygulamaya konu olan şirket sayısına bölünerek, Ortalama Anormal Getiri (AAR) hesaplanır.

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N (1/N) \cdot AR_{it} \quad (4)$$

3. Aşama: Hesaplanan ortalama anormal getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, Kümülatif Anormal Getiri (CAR)ler elde edilir.

$$CAR_t = \sum_{i=1}^N AAR_{it} \quad (5)$$

Eğer, istatistiki olarak gerçek ve tahmin edilen sonuçlar sıfırdan farklılık gösteriyorsa, söz konusu bilginin pay senedi getirilerini etkilediği ve olayın pay sahipleri ve potansiyel yatırımcılar üzerinde bir etki oluşturduğunu söylenebilir (Tuominen 2005,50). Bir başka deyişle yukarıda belirtilen bu üç aşamanın sonucunda pay senedi getirilerinden elde edilen kümülatif anormal getiriler 0'dan farklılıklar gösteriyorsa, ilgili olayın duyurulması ile şirket pay senetlerinden anormal getiriler elde edilmesi olanaklı hale geldiği söylenebilir.

Bu durumdaki piyasa etkin bir piyasa değildir. Ancak, olayın duyulması ile elde edilen kümülatif anormal getirilerin 0'a eşit, ya da 0'a çok yakın olması durumunda şirketin pay senetlerinin olaydan etkilenmediği ve dolayısıyla o piyasanın etkin bir piyasa olduğu anlamına gelir (Kaderli 2007, 148).

Çalışmamızdaki hipotezler olay çalışması metodu da dikkate alınarak aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

H0 Hipotezi, "Şirketlerin kısmi bölünme kararlarına ilişkin duyurularının ilgili şirketlerin pay senedi getirilerine hiçbir etkisi yoktur" H0= CAR= 0 şeklinde ifade edilebilir. Şirketlerin kısmi bölünme kararlarının ilanı ile o şirketlerin pay senetlerinde anormal bir getiri veya götürü meydana gelmez. Bu durumda piyasa, yarı güçlü formda etkindir.

H1 Hipotezi ise, "Şirketlerin kısmi bölünme kararlarına ilişkin duyurularının ilgili şirketlerin pay senedi getirilerine etkisi vardır." şeklinde belirlenmiştir. Bu durumda, H1=CAR>0 şeklinde ifade edilebilir. Şirketlerin kısmi bölünme kararlarının ilanı ile o şirketlerin pay senetlerinin getirilerinde anormal bir getiri veya götürü olabilecektir. Bu durumda piyasa yarı güçlü forma etkin değildir. Çalışmamızda hipotezlerimizin test edilmesiyle birlikte, BİST'un yarı güçlü formda etkin olup olmadığı da test edilmiş olacaktır.

## 5. ARAŞTIRMA BULGULARI VE DEĞERLENDİRME

BİST-100 de işlem gören şirketlerin almış oldukları kısmi bölünme kararlarının Kamuyu

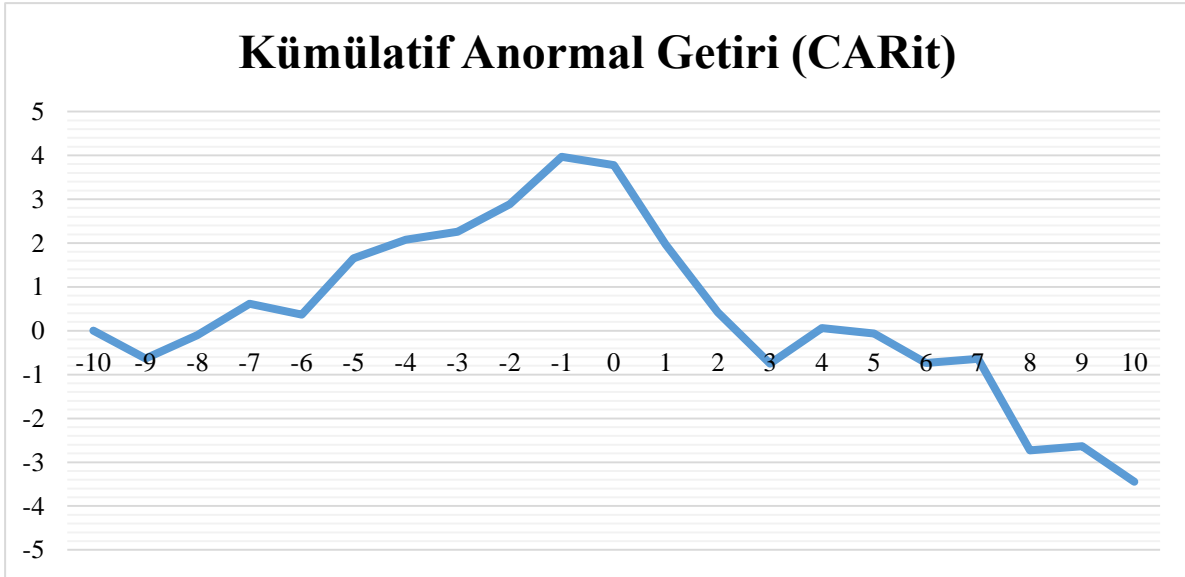
Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla ilan ettikleri tarihlerden (olay tarihi) itibaren on gün önce ve on gün sonraki zaman dilimi için günlük fiili getiri oranları hesaplanmış ve bu getiri oranları kullanılarak şirketlere ilişkin ortalama anormal getiriler (ARit) ve kümülatif anormal getiriler (CARit) bulunmuştur. Araştırma sonucunda elde edilen bulgular aşağıdaki Tablo 2’de özetlenmiştir.

**Tablo 2. Kısmi Bölünme Kararı Alan Şirketlerin Ortalama Anormal Getirileri İle Kümülatif Anormal Getirileri**

Olay Zamanı (Günü)	Arçelik A.Ş.	Doğuş GYO	Global Yatırı Holding	Konya Çimento Sanayii A.Ş.	Trakya Cam Sanayii A.Ş.	Ortalama Anormal Getiri	Kümülatif Ortalama Anormal Getiri
	ARit (%)	ARit (%)	ARit (%)	ARit (%)	ARit (%)	AARit (%)	CARit (%)
t-10	0,00503	-0,02746	0,03405	-0,00785	0,00857	0,00247	0,00247
t-9	0,01026	-0,04141	-0,00016	-3,14276	-0,00466	-0,63575	-0,63328
t-8	0,00411	-0,02184	-0,01774	2,70623	0,00169	0,53449	-0,09879
t-7	-0,01165	0,01891	-0,00011	3,58820	-0,01326	0,71642	0,61763
t-6	0,00723	0,07186	0,00340	-1,35683	0,01023	-0,25282	0,36480
t-5	-0,00278	0,09446	0,00065	6,32730	0,02140	1,28821	1,65301
t-4	-0,00153	-0,12121	-0,06554	2,27878	0,02600	0,42330	2,07631
t-3	0,01095	-0,01824	0,03188	0,88796	-0,01410	0,17969	2,25600
t-2	-0,00264	-0,01244	0,04648	3,15862	-0,04114	0,62977	2,88577
t-1	0,00345	-0,00707	-0,01717	5,43071	0,01006	1,08399	3,96977
t=0	-0,01351	0,00081	-0,03137	-0,90935	-0,01777	-0,19424	3,77553
t+1	0,02552	-0,03139	-0,01477	-9,04467	0,02268	-1,80853	1,96700
t+2	-0,02008	-0,03580	0,02441	-7,69049	-0,00637	-1,54567	0,42134
t+3	-0,00250	0,02114	0,01470	-5,86057	-0,02086	-1,16962	-0,74828
t+4	-0,01819	-0,01671	-0,00558	4,09058	-0,00240	0,80954	0,06126
t+5	-0,00250	0,17714	0,02594	-0,90762	0,08127	-0,12516	-0,06390
t+6	-0,01257	-0,11084	-0,01222	-3,16425	-0,06156	-0,67229	-0,73619
t+7	0,00008	-0,02295	0,00441	0,47653	0,01196	0,09401	-0,64218
t+8	-0,00871	-0,01032	-0,00285	-10,38431	-0,02824	-2,08689	-2,72907
t+9	-0,00339	0,01640	-0,01916	0,46581	0,00280	0,09249	-2,63658
t+10	-0,00160	0,02043	0,03013	-4,07417	-0,02235	-0,80951	-3,44609

Tablo 2’den de görüldüğü gibi BİST’te işlem gören ve kısmi bölünme kararı alan 5 şirketin BİST-100 endeksinde kümülatif ortalama getirilerinin, olayın kamuya duyurulduğu tarihten on gün önce ve on gün sonrasındaki zaman dilimi içerisinde sıfırdan farklılıklar gösterdiği görülmektedir.

Sonuçlar incelendiğinde, olay tarihinden önceki on günlük dönemde şirketlerin pay senetlerinin kümülatif ortalama getirilerinin sıfırdan pozitif yönlü olarak farklı olduğu, olay tarihinden sonraki kümülatif ortalama getirilerin ise sıfırdan negatif yönlü olarak farklı olduğu görülmektedir. Buna göre, endeks kapsamında yer alan veya yer alacak şirketlerin kısmi bölünme kararlarının kamuya duyurulmasıyla şirketlere ait pay senetlerinden anormal götürülerin olabileceği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, elde edilen sonuçlar şirketlerle ilgili duyurulan kısmi bölünme kararlarına yatırımcıların olumsuz tepki verdiğini göstermektedir. Şekil 1’de görüldüğü gibi şirketlere ait pay senetlerinden elde edilen getirilerin bu şirketlerle ilgili açıklanan kısmi bölünme kararlarına (olaya) karşı duyarlı olduğu ve bu duyarlılığın zaman fiyatlarındaki kaybın daha fazla olduğu görülmektedir.



Şekil 1. Kümülatif Anormal Getirilerinin Olay Tarihine Duyarlılığı

Söz konusu bu durum, piyasaının etkin olmadığını bir göstergesidir. Dolayısıyla şirketlerin kısmi bölünme kararlarını ilan etmeleri ile birlikte, ilgili şirketlerin pay senetlerinin getirilerinde, ilan edilen bilginin niteliğine bağlı olarak anormal bir yükseliş veya düşüş gerçekleşiyorsa o piyasa yarı güçlü formda etkin değildir (Karan 2004, 267-273).

## 6. SONUÇ

Türkiye’de kısmi bölünme işlemlerinin son yıllarda artış gösterdiği gözlenmektedir. Şirketlerin tür değişikliklerini adeta bir strateji olarak kullandıkları günümüzde, firmaların kısmi bölünme kararları alınırken pay senetlerinin işlem gördüğü piyasada bu kararların nasıl bir tepki ile karşılandığının bilinmesi önemlidir. Bu çalışmada, BİST’te işlem gören şirketlerin kısmi bölünme kararlarının kamuya açıklanmasının bu şirketlerin pay senedi getirilerine olan etkileri, Olay Çalışması Yöntemi ile incelenmiştir. Çalışmada, kısmi bölünme kararlarının kamuoyuna açıklayan şirketlerin pay senedi kapanış fiyatları ile BİST- 100 endeksi kapanış fiyatları kullanılarak anormal getiri elde edilip edilemediği ölçülmüştür.

Yapılan analiz sonucunda kısmi bölünme kararlarının kamuya duyurulduğu tarih olan olay öncesindeki on günlük sürede pay senetlerinden pozitif anormal getiri elde edildiği görülmüştür. Olay sonrasında ise negatif anormal getirilerin (götürülerin) olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle şirketlerle ilgili kısmi bölünme kararlarının kamuya açıklanması ile birlikte olay tarihini izleyen kısa zaman (on gün) aralığında bu şirketlerin pay senetlerinde normalin üstünde bir fiyat azalması olduğu, dolayısıyla anormal derecede götürünün oluşabileceği görülmüştür. Bu durum, piyasanın yarı güçlü formda etkin bir piyasa olmadığını ortaya koymuştur.

Elde edilen sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde ise, elde edilen kümülatif anormal getiriler (CARit) sıfırdan pozitif ve negatif yönde farklılıklar gösterdiği için, “Şirketlerin kısmi bölünmeye ilişkin kamuya yapmış oldukları duyuruların, şirketlerin pay senedi getirisine etkisi yoktur.” Şeklinde ifade edilen H0 hipotezi reddedilmiş, onun yerine alternatif hipotez olan ve “Şirketlerin kısmi bölünmeye ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerinin pay senedi getirisine etkisi vardır.” şeklinde ifade edilen H1 hipotezi kabul edilmiştir. Ülkemiz piyasası henüz yarı güçlü formda dahi etkin olmadığı ve yatırımcıların bu piyasada kamuya açıklanan özel bilgilerden yararlanılarak anormal getiriler elde etmesi mümkün olabileceği değerlendirilmektedir.

Kısmi bölünme kararlarının kamuya açıklanmasıyla şirketlerin pay senetleri fiyatında önemli ölçüde azalma meydana gelmektedir. Bu durum yatırımcıların şirketlerin sadece finansal performans değil aynı zamanda şirket yönetimi tarafından alınan kararlara da önem verdiklerini göstermektedir. Şirket yöneticilerinin kısmi bölünme kararlarının kamuya açıklanması öncesinde ve sonrasında süreci iyi yönetmeleri gerekmektedir. Şirketlerin yönetim kurulları tarafından alınan kararların kamuya açıklanması sürecinde pay sahipleri üzerinde olumsuz bir algıya yol açacak haberlerin olumsuzluklarını ortadan kaldırabilmek için yatırımcıların iyi bir şekilde ikna edilmesinin yolları aranmalıdır. Kısmi bölünme kararlarının kamuya duyurulması sonrasında şirket pay senetleri getirilerinde anormal götürülerin olduğu bilgisi şirketlerin finansal yöneticileri tarafından dikkate alınarak şirketlerin piyasa değerini korumaları oldukça önemlidir.

### KAYNAKÇA

- Aygören, H. ve S. Uyar. 2007. "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi", İMKB Dergisi, 9(36).
- Bartholdy, J., D. Olson ve P. Peare. 2006. "Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange", <http://papers.ssrn.com> (Erişim Tarihi: 01. 10. 2010).
- Başoğlu, U., A. Ceylan ve İ. Parasız. 2001. Finans-Teori, Kurum ve Uygulama, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Bayazıtlı, E., Y. Kaderli ve E. Gürel. 2008. "Kar Payı Dağıtma Duyurularının Firmaların Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Taş Toprağa Dayalı Sanayide Faaliyet Gösteren Bazı Firmalar Üzerinde Bir Olay Etüdü Çalışması", Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, 26.
- Bekçioğlu, S., M.Öztürk ve Y. Kaderli. 2004. "Kurulan İşbirliklerinin İMKB'ye Kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş Firmalarının Hisse Senetleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Bir Olay Etüdü Denemesi", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, 21.
- Campbell, J. Y., W. L. Andrew ve A. C. MacKinnlay. 1997. The Econometrics of Financial Markets, Princeton University Press, New Jersey.
- Chan-Lau, J. A. 2001. Corporate Restructuring in Japan: An Event-Study Analysis, IMF Working Paper, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01202.pdf>, (Erişim Tarihi:12 15, 2009).
- Chi, L.-C., ve T. Tseng-Chung. 2007. "Impact of Reorganization Announcements on Distressed-Stock Returns", Economic Modelling, 24 (5).
- Çukur, S., ve R. Eryiğit. 2006. "Banka Birleşme ve Devralma Olaylarının Borsa'daki Etkisi, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, 243.
- Dede, B. 2006. Sermaye şirketlerinde kısmi bölünme ve devir işlemleri ve muhasebeleştirilmesi. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Eppli, M. J. ve C. T. Charles. 2005. "An Event Study Analysis of Mall Renovation and Expansion", Journal of Shopping Center Research, 12 (2).
- Hirt, G. A., S. B. ve Block. 2006. Fundamentals of Investment Management, McGraw-Hill/Irwin Publishing, New York.
- Kaderli, Y. 2007. "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü ile incelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, 36 (Ekim).
- Kaderli, Y. ve S. Demir, 2009. "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki

Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi", İSMMM MO Mali Çözüm Dergisi, 91.

Karan, M. B. 2004. Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi Gazi Kitabevi. Ankara.

Kıymaz, H. 1996. "Halka ilk Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları: İMKB imalat Sektörü Uygulaması", Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar İşletme ve Finans Yayınları, 4.

Mandacı, P. E. 2003. "İMKB'de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri", İMKB Dergisi, 7 (27).

Nazalı, E. 2008. Anonim şirketlerde tasfiye, birleşme, devir, nev'i değiştirme, bölünme ve hisse değişimi: Kurumlar vergisi açısından bir yaklaşım, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Özer, G. ve R.Yücel, 2001. "İMKB'de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri", Active, Bankacılık ve Finans Dergisi, 3 (16).

Pulaşlı, H. 2011. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na göre şirketler hukuku şerhi Cilt 1 Adalet Yayınevi, Ankara.

Seans, R. ve E. Sandoval. 2005." Measuring Security Price Performance Using Chilean Daily Stock Returns: The Event Study Method", Cuadernos De Economia, 42.

Serra, A. P. 2002. Event Study Tests – A Brief Survey, Working Papers Da FEP 117. May. <http://www.fep.up.pt>.

Sezgi, Ö. 2001. "Bölünme, birleşme ve hisse devri işlemlerinde yapılan son düzenlemeler", Vergi Dünyası, 243 .

Shah, S. Z., H. Mujtaba ve M. S. Abdullah. 2007." Impact of Macroeconomic Announcement on the Stock Prices: An Empirical Study on the Pakistani Stock Market", The Business Review, 9 (1).

Sponholtz, C. 2005. "Separating the Stock Market's Reaction to Simultaneous Dividend and Earnings Announcements, Centre for Analytical Finance, University of Aarhus. Working Paper Series No 212., <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abst> (Erişim Tarihi: 11. 12. 2009).

Şeker, S. 2007. "Kısmi Bölünmede Doğrular ve Yanlışlar-1", Yaklaşım Dergisi, 169 (Ocak).

Şimşek, E. E. 2006. Kurumlarda devir ve bölünme işlemlerinin vergilendirilmesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Tuominen, T. 2005. Corporate Layoff Announcements and Shareholder Value: Empirical Evidence from Finland, Master's Thesis, Department of Business Administration, Kuala Lumpur: Lappeenranta University of Technology.

- Ünlü, U. ve E. Ersoy. 2008. "İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama Ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995–2008 İMKB Örneęi", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 23 (2).
- Yıldız, S. ve H.Ünsal. 2005. "Türkiye ve Avrupa Birlięi'nde şirket Bölünmeleri Ve Vergilendirme Karşısındaki Durumu", Mali Çözüm Dergisi, 72.
- Yörük, N. ve Ü. Ban. 2006. "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Gıda Sektörü şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi", MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi 30 (Nisan).