



İŞLETME BİRLEŞMELERİNİN İŞLETMELERİN PİYASA DEĞERİNE ETKİSİ VE BİR ARAŞTIRMA

Dilek KAYAKIRAN

dilek.kayakiran@nisantasi.edu.tr
ORCID: 0000-0001-2345-6789

Araştırma Makalesi
Research Article

Geliş Tarihi
Received: 07.05.2020

Kabul Tarihi
Accepted: 28.06.2020

This article is derived from the dissertation “The Effect of Company Mergers on Company’s Market Value and a Research” prepared by Dilek Kayakıran under supervision of Prof. Dr. Barış Sipahi.

Jel Codes: G32, G34, L24

THE EFFECTS OF COMPANY MERGERS ON COMPANY’S MARKET VALUE AND A RESEARCH

ÖZ Çalışmada dışsal büyüme stratejilerinden biri olan işletme birleşmeleri ile işletme ortaklarının ve işletmelerdeki yöneticilerin ve öncelik verdiği konu olan, işletmenin piyasa değerinin yükseltilep yükseltilemeyeceği incelenmiştir. Bu kapsamda Borsa İstanbul (BIST) 100 endeksinde işlem gören işletmelerin gerçekleştirdiği birleşme işlemlerinin ilgili işletmelerin piyasa değerine etkisi incelenmiştir. BIST 100 endeksinde hizmetler, mali, sınai, teknoloji olmak üzere 4 sektör bulunmaktadır. Araştırmada BIST 100 endeksinde sınai sektöründe yer alan alıcı durumdaki işletmelerin verileri baz alınmıştır. BIST 100 endeksi Sınai sektöründe yer alan gıda içecek, kimya petrol plastik, madencilik, metal, ana, metal, eşya makine, taş toprak, tekstil deri, orman kâğıt basım alt sektörlerinden orman kâğıt basım sektörünün yeterli verisi bulunmadığından dahil edilmemiştir. Çalışmada 01.01.2009-30.06.2014 tarihleri arasında BIST 100 endeksinde sınai sektöründe işlem gören 25 işletmenin gerçekleştirdiği 53 birleşme işlemi duyuru tarihi öncesi ve sonrası 30 günlük dönemde olay yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Araştırmada beklenen getirilerin hesaplanmasında piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda alıcı işletmenin hissedarlarının birleşme duyurusu öncesi 6. ve birleşme sonrası 3. günlerde istatistiksel olarak anlamlı pozitif ortalama aşırı getiri elde ederken, birleşme duyurusu öncesi 2. ve birleşme duyurusu sonrası 13. 24. ve 29. günlerde ise istatistiksel olarak anlamlı negatif ortalama aşırı getiri elde ettikleri saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: İşletme Birleşmeleri, hisse senedi performansı, aşırı getiri

ABSTRACT In this study, company mergers, one of external growth strategies which is an important subject for company shareholders and company managers in terms of its effect on company’s value is examined. In this context, the effect of company mergers, which is traded at Istanbul Stock Exchange Market (BIST) 100, on the value of company’s market value is studied. At BIST 100 index, there are four sectors: service, financial, industrial and technology sectors. In this study acquiring company’s data which is traded at BIST 100 index as an industrial sector is examined. At BIST 100 index, industrial sector consists of food industry, chemistry industry, petroleum plastic industry, mining industry, metal industry, machine industry, agriculture industry, textile industry, paper printing industry is excluded due to data insufficiency. Data of 25 companies which realized 53 merger activities between 01.01.2009 and 30.06.2014 is studied through event study method. Before and after 30 days from the announcement date is taken into account. When calculating expected return market adjusted method is used. In conclusion, acquiring companies’ shareholders receive statistically significant positive average abnormal return before the 6th day of the announcement day and after the 3rd day of the announcement day. Before the 2nd day of the announcement day and after the 13th, 24th and 29th days of the announcement day acquiring companies’ shareholders receive negative average abnormal return.

Keywords: Company mergers, share performance, abnormal return

GİRİŞ

İşletmelerin, varlıklarını korumak, hissedarlarının beklentilerini gerçekleştirebilmek, kâr sağlamak, işletmenin risklerini azaltmak ve işletmenin piyasa değerini yükseltebilmek için büyümesi gerekmektedir. Bu ve benzeri amaçlar doğrultusunda işletmeler birleşme ve devralmalara yönelebilmektedirler.

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

Küreselleşme, artan ekonomik serbestlik mal/hizmet ve sermaye dolaşımını arttırarak daha yoğun rekabet ortamı oluşturmaktadır. Değişen bu ekonomik koşullar, işletmeleri zorlamaktadır. Bu gelişmelerin sonucu olarak rekabet küresel boyut kazanmakta, ulusal ve uluslararası çapta birleşme ve satın alma faaliyetleri hız kazanmaktadır.

İşletmeleri birleşme ve satın alma faaliyetlerine iten çeşitli sebepler bulunmaktadır. Bu sebeplerin en önemlileri sinerji etkisinden faydalanmak, büyüme artışı, maliyetlerde düşüş, azalan işlem maliyetleri, artan entellektüel sermaye, vergi avantajlarından faydalanma olarak sıralanabilir. Sıralanan bu sebeplerin ortak noktası işletme hissedarlarına "değer yaratma" amacıdır.

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

Bu çalışmanın amacı, işletme birleşmelerinin hissedarlar açısından değer yaratıp yaratmadığını, birleşme işleminde bulunan işletmelerin birleşme duyurusuna olan hassasiyetini ölçerek göstermektir. Çalışmada BIST 100 endeksinde işlem gören sınai sektörde faaliyet gösteren işletmelerin hisse senedi getirilerinde endekse göre aşırı değerlendirme olup olmadığı araştırılmaktadır.

KONU İLE İLGİLİ LİTERATÜR

İşletme birleşmelerinin alıcı ve hedef işletmenin birleşme öncesi ve sonrası performansı üzerindeki etkileri ile ilgili oldukça geniş bir literatür vardır. Literatürde yer alan çalışmalardan bazıları birleşmenin etkisini muhasebe verileri üzerinden değerlendirirken, bazıları da işletmelerin hisse senedi getiri oranları üzerinden değerlendirmeler yapmaktadır. Bu bölümde işletme birleşmelerinin etkisini hisse getiri oranları yardımı ile olay yöntemi kullanılarak yapılan çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir.

Mandelker (1974), 1941-1962 yılları arasında New York Borsası'nda gerçekleşen 241 birleşme işlemini analiz etmiştir. Çalışmada, alıcı işletmelerin hissedarlarının birleşmeden diğer bir yatırımdan elde edecekleri

normal getiriye elde ettikleri, hedef işletmelerin hissedarlarının ise birleşmeden önceki 7 ay içerisinde aşırı getiri elde ettikleri saptanmıştır.

Langetieg (1978) çalışmasında, birleşme işlemlerinin işletmelerin piyasa değerine etkisini araştırmıştır. 1929-1969 yılları arasında New York Borsası'nda gerçekleşen 149 birleşme işlemi duyuru tarihinden 72 ay öncesine kadar incelemiştir. Çalışmada, birleşme işleminden on sekiz ay önce kümülatif aşırı getirilerin yükselişe geçmeye başladığı ve birleşme işleminden sekiz ay kadar önce ise en üst noktaya ulaştığı tespit edilmiştir. Birleşme işlemi öncesinde hedef işletmenin ortalama aşırı getirileri alıcı işletmelerin ortalama aşırı getirilerinden yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Dennis ve McConnell (1986) çalışmalarında, 1962-1980 yılları arasında Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'de birleşme işleminde bulunan 90 işletmeyi inceleyerek alıcı ve hedef işletmelerin imtiyazlı ve adi hisse senetlerinin duyuru tarihine yakın tarihlerde fiyatlarının arttığı saptanmıştır.

Asquith (1983) çalışmasında, 1962-1976 yılları arasında hedef işletmelerin New York Borsası'nda işlem gördüğü birleşme ve devralmaları incelemiştir. Örneklem içerisindeki hedef işletmelerin 211'i birleşme işlemi başarılı olarak gerçekleştirirken, 91'i ise birleşme işlemi sonuçlandıramamıştır. Araştırmada, birleşme işlemi tamamlayabilen hedef işletmelerin hisse senetlerinin duyuru günü %6,2 birleşme işlemi tamamlayamayan hedef işletmelerin hisse senetlerinin ise duyuru gününde %7 aşırı getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Asquith, Bruner ve Mullins (1987) çalışmalarında, alıcı ve hedef işletmelerin New York Borsası'nda 1975-1983 yılları arasında işlem gördüğü 343 tamamlanmış birleşme işlemi incelemiştir. Araştırma sonucuna göre alıcı işletmeler için duyuru tarihi ve duyuru tarihinden bir önceki gün hisse senetlerinde %0,85 kayıp söz konusudur. Araştırmada işletme birleşmesinde gerçekleşen ödeme şekillerinin hissedar getirisini etkilediği tespit edilmiştir. Hedef işletmenin hissedarları açısından en yüksek getirinin, işlem için nakit-hisse senedi karışımı ödeme teklifi durumunda, ikinci en yüksek getirinin nakit tekliflerde ortaya çıktığı, hisse senedi ile yapılan ödemelerde ise hedef işletmeler için daha az kümülatif aşırı getirinin söz konusu olduğu belirtilmiştir.

Agrawal, Jaffe ve Mandelker (1992), hisse senetleri New York Borsası'nda işlem gören işletmelerin 1955-1987 yılları arasında gerçekleştirdiği 937 birleşme ve 227 devralma işlemi sonucunda oluşan aşırı getirileri analiz etmişlerdir. Söz konusu çalışmada, devralan işletmelerin birleşmeyi izleyen 5 yıllık dönemde hisse senetlerinin %10,26 oranında değerinin düştüğü belirlenmiştir.

DeLong (2001), ABD'de halka açık işletmelerin 1991-1995 yılları arasında gerçekleştirdiği 56 işletme birleşmesini incelemiştir. Uzun dönemli sonuçların incelendiği bu çalışmada, birleşme işlemi duyurusundan itibaren 3 yıl içerisinde alıcı işletmenin hisse senetlerinin %2,2 değer kaybettiği, hedef işletmenin hisse senetlerinin ise %14,8 aşırı getiri sağladığı görülmüştür.

Chang (1998) çalışmasında, ABD'de 1981-1992 yılları arasında gerçekleşen 281 birleşme işlemi incelemiştir. Alıcı işletmelerin kısa dönemli getirilerinin nakit ödeme şeklinin uygulandığı durumlarda getirinin 0'a yakın olduğunu, hisse şeklinde ödemelerin olduğu durumlarda ise hisse senetlerinin %2,66 değer kaybettiğini tespit etmiştir.

Moeller, Schlingemann ve Stulz (2004), ABD'de 1980-2001 yılları arasında gerçekleşen 12.023 işletme birleşmesinin, işletmelerin piyasa değerine etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre küçük

ölçekli işletmelerin hissedarlarının, büyük ölçekli işletmelere göre, %2,24 daha fazla aşırı getiri sağladığı ortaya çıkmıştır.

Genç ve Coşkun (2013), 2001-2011 yılları arasında BIST’de işlem gören 214 işletmenin gerçekleştirdiği birleşme işleminin işletmelerin piyasa değerine etkisini incelemiştir. Araştırmanın sonucunda birleşme işleminin kamuoyuna duyurulmasından önce, hedef işletme hissedarlarının, pozitif aşırı getiri sağladığı, alıcı işletmelerin hissedarlarının ise hedef işletme hissedarlarına oranla daha az getiri sağladığı görülmüştür.

Çıtak ve Yıldız (2007), 1997-2005 yılları arasında BIST’de işlem gören birleşme ve satın alma faaliyetinde bulunan 40 işletmeyi incelemiştir. Çalışmanın sonucunda alıcı işletmenin hisse senedi sahiplerinin satın alma sonrası 1 ay içinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif getiri elde edebildikleri; ancak bu etkinin daha uzun dönemlerde devam etmediği belirtilmiştir.

Uludağ ve Gülbudak (2012), 1997-2006 yılları arasında BIST’de işlem gören 37 finansal olmayan işletmenin hisse senedi getirilerini incelemiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre, birleşme öncesi kısa dönemli hisse senedi getirileri, birleşme sonrası kısa dönemli hisse senedi getirilerinden daha yüksektir. Hem kısa dönemde hem de uzun dönemde, birleşen işletmelerin hisse senedi getirilerinin birleşmemiş işletmelerin hisse senedi getirilerinden daha yüksek olduğu saptanmıştır.

ARAŞTIRMA

Araştırmanın Verileri

Araştırmada faydalanılan veriler BIST’den temin edilmiştir.

Veri Setinin Oluşturulması

Araştırmaya konu olan işlemlerin belirlenmesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu resmî sitesinden (www.kap.gov.tr) faydalanılmıştır. Araştırma kapsamında BIST 100 endeksinde işlem gören işletmelere ait duyuru işlemleri incelenmiştir. BIST 100 endeksinde yer alan hizmetler, mali, sınai, teknoloji olmak üzere 4 ana sektör bulunmaktadır. Araştırmada BIST 100 endeksinde yer alan sınai sektörde faaliyet gösteren işletmeler baz alınmıştır. 01.01.2009-30.06.2014 tarihleri arasında BIST 100 endeksinde sınai sektörde yer alan birleşme duyurusunda bulunan 27 işletmeye ait 55 birleşme işlemi tespit edilmiştir. Bunlardan 2 işletmenin verileri yeterli olmadığından 25 işletmeye ait 53 birleşme işlemi incelenmiştir (Ek-1). İncelenen işletmelerin hepsi alıcı işletme konumundadır.

Araştırma kapsamındaki günlük kapanış değerleri, BIST’den temin edilmiştir. Analiz sonuçları ve grafikler SPSS paket programında hesaplanmıştır.

Olay Yöntemi

Bu çalışmada, işletme birleşme duyurularının birleşme işleminde bulunan işletmelerde hisse senedi fiyatlarına etkisi, olay çalışması yöntemi kullanılarak, BIST 100 endeks getirileri ile hisse senedi getirileri karşılaştırılarak test edilmeye çalışılmıştır.

Olay çalışması yönteminde, incelenen olayın olduğu an olay zamanı (0 zamanı) olarak belirlenmekte ve “tahmin penceresi”, “olay penceresi” ve “olay sonrası pencere” olarak üç dönem tanımlanmaktadır. (t_0-t_1) zaman dilimi olarak belirlenen tahmin penceresi, henüz olayın etkisinin görülmediği bir zaman dilimidir ve olay penceresinde kullanılacak parametrelerin tahmini bu dönemin verileriyle gerçekleştirilmektedir. Bu

parametreler aracılığıyla, incelenecek her bir menkul kıymet için normal getiri tahmini yapılmaktadır. Olay penceresi olarak adlandırılan (t_1-t_2) dönemi için gerçekleşen getirilerden normal getiriler çıkarılarak aşırı getiriler ve kümülatif aşırı getiriler hesaplanmaktadır (Mazgit, 2013).

Olay penceresi çok kısa tutulduğunda, yatırımcılar henüz olay hakkında bilgi sahibi olmayabilmektedirler. Olay penceresi çok uzun tutulduğunda ise, çalışmanın güvenilirliği etkilenebilmektedir (Boehmer, Broussard ve Kallunki, 2002). Olay penceresi genişledikçe, birleşen işletmelerin getirileri önemli ölçüde bozulmaktadır (Qi Lu, 2008).

Çalışmada olay tarihi olarak birleşme işlemlerinin kamuya duyurulduğu tarih yani duyuru günü esas alınmıştır. Kısa dönemli sonuçların incelendiği çalışmada, olay penceresi olarak duyuru tarihi öncesi ve sonrası 30 günlük dönem incelenmiştir.

Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Yöntemi

Çalışmada beklenen getiri hesaplamasında, piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem, olay anındaki beklenen piyasa getirisinin tüm hisse senedi getirileriyle arasındaki ilişkinin aynı olduğu temel varsayımına dayanmaktadır.

$$\hat{R}_{it} = R_{mt} \quad (1)$$

Burada,

R_{it} = Hisse senedinin “t” günündeki getirisi,

R_{mt} = BIST 100 endeksinin aynı gündeki getirisini ifade etmektedir.

Getirilerin Hesaplanması

Getiri hesaplamalarında günlük getirilerin, bileşik endeks getirisinin, aşırı getirilerin, ortalama aşırı getirilerin ve kümülatif ortalama aşırı getirilerin hesaplanması üzerinde durulmuştur.

a) BIST' de işlem gören işletmelerin günlük kapanış fiyatlarından yararlanılarak günlük getirileri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$R_{i,t} = (P_{i,t+1} - P_{i,t}) / P_{i,t} \quad (2)$$

$R_{i,t}$ = t günü (i) hisse senedinin günlük getirisi,

$P_{i,t}$ = t günü, (i) hisse senedinin kapanış fiyatı,

$P_{i,t+1}$ = t+1 günü, (i) hisse senedinin kapanış fiyatı.

b) Hisse senedi günlük getirileri hesaplandıktan sonra, aşağıdaki formül kullanılarak bileşik endeks getirisi gün bazında hesaplanmaktadır:

$$R_{m,t} = [(P_{m,t+1} - P_{m,t}) / P_{m,t}] \times 100 \quad (3)$$

$R_{m,t}$ = t günü bileşik endeks günlük getirisi,

$P_{m,t+1}$ = t+1 günü bileşik endeks kapanış değeri,

$P_{m,t}$ = t günü bileşik endeks kapanış değeri.

c) Hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi ile piyasa endeksinin getirisi arasındaki fark olan aşırı getiri aşağıdaki formülde gösterildiği üzere hesaplanmaktadır:

$$AG_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (4)$$

$AG_{i,t}$ = i işletmesinin t zamandaki aşırı getirisi,

$R_{i,t}$ = i hisse senedinin t günündeki beklenen getirisi,

$R_{m,t}$ = t dönemindeki piyasa endeksi getirisi.

d) Ortalama aşırı getiri bir portföydeki n hisse senedinin t ayındaki getirilerinin aritmetik ortalamasıdır. Ortalama aşırı getiriler aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$OAG_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AG_{i,t} \quad (5)$$

OAG_t = ortalama aşırı getiri,

n = analize dahil edilen işletme sayısı,

$AG_{i,t}$ = i işletmesinin t zamandaki aşırı getirisi.

e) Kümülatif ortalama aşırı getiriler, birleşme duyuruları öncesi ve sonrası hisse senedi performansını incelemek amacı ile kullanılmaktadır. Ortalama aşırı getiriler olay penceresi dönemi içinde toplanarak kümülatif ortalama aşırı getiriler hesaplanmaktadır.

q ayından s ayına kadarki kümülatif ortalama aşırı getiriler aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır:

$$KOAG_{q,s} = \sum_{t=q}^s OAG_t \quad (6)$$

OAG_t = ortalama aşırı getiri,

KOAG = kümülatif ortalama aşırı getiri.

f) Anlamlılık testi, t test normal dağılım ile yapılmaktadır.

$$t = OAG_t / \hat{S}(OAG) \quad (7)$$

OAG_t = ortalama aşırı getiri,

$\hat{S}(OAG)$ = tahmini standart sapma,

$$t = KOAG / [\sqrt{T} \times \hat{S}(AG)] \quad (8)$$

KOAG = kümülatif ortalama aşırı getiri,

t = olay penceresindeki gün sayısıdır.

(7) nolu denklem, ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını test etmede, (8) nolu denklem ise kümülatif ortalama aşırı getirilerin anlamlılığını belirlemede kullanılmaktadır.

Çalışmada iki hipotez test edilecektir.

Çalışmada araştırılan H_0 hipotezi $H_0: OAG_t = 0$ şeklindedir. İşletmelerin yatırım yapacaklarına ilişkin duyuruların, ilgili işletmelerin hisse senedi getirisine etkisi olmadığını göstermektedir.

Alternatif hipotez olan H_1 hipotezi ise $H_1: OAG_t \neq 0$ şeklindedir. İşletmelerin yatırım yapacaklarına ilişkin duyuruların, ilgili işletmelerin hisse senedi getirisine etkisi olduğunu göstermektedir.

ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Bu bölümde araştırma sonuçları birleşme öncesi ve birleşme sonrası 30 günlük dönemde aşırı getiriler açısından günlük olarak hesaplanmış, güven aralıkları saptanmış, sapan değerler incelenmiş, faktör analizi sonuçları değerlendirilmiştir.

Aşırı Getirilerin Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Bu bölümde işletmelerin verileri ortalama aşırı getiri, standart sapma, standart hata değerleri günlük olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1: Günlük Ortalama Aşırı Getiriler

Gün	Ortalama Aşırı Getiri	Standart Sapma	Standart Hata
-30	0,021	2,741	0,388
-29	0,749	3,296	0,466
-28	-0,018	2,788	0,394
-27	-0,088	2,821	0,399
-26	-0,066	2,242	0,317
-25	0,237	1,760	0,249
-24	-0,358	2,234	0,316
-23	-0,171	1,936	0,274
-22	0,332	2,139	0,303
-21	-0,233	1,963	0,278
-20	0,189	1,851	0,262
-19	0,002	1,768	0,250
-18	0,253	1,698	0,240
-17	-0,389	2,356	0,333
-16	-0,079	2,269	0,321
-15	0,601	2,674	0,378
-14	0,078	2,067	0,292
-13	0,432	2,330	0,329
-12	0,037	2,451	0,347
-11	0,140	1,847	0,261
-10	0,341	2,517	0,356
-9	-0,023	2,292	0,324



-8	-0,042	2,328	0,333
-7	-0,020	1,718	0,243
-6	0,585	2,350	0,332
-5	-0,204	1,799	0,254
-4	-0,230	2,455	0,347
-3	-0,185	2,723	0,385
-2	-0,529	1,669	0,236
-1	0,250	2,665	0,377
0	0,494	2,383	0,337
1	-0,427	2,718	0,384
2	-0,313	2,787	0,394
3	0,664	2,729	0,386
4	0,250	3,098	0,438
5	-0,563	2,845	0,402
6	-0,473	2,339	0,331
7	-0,397	1,692	0,239
8	-0,179	1,830	0,259
9	0,208	2,378	0,336
10	0,368	2,506	0,354
11	0,587	2,605	0,368
12	-0,174	2,120	0,300
13	-0,496	1,980	0,280
14	0,128	2,706	0,383
15	-0,124	2,490	0,352
16	-0,036	2,153	0,304
17	-0,348	2,785	0,394
18	0,383	2,536	0,362
19	-0,460	1,951	0,276
20	-0,192	2,817	0,398
21	0,438	2,545	0,360
22	0,297	3,299	0,471
23	-0,327	2,084	0,298
24	-0,503	1,910	0,273
25	0,173	2,554	0,365
26	0,472	3,361	0,480
27	0,071	3,610	0,516
28	0,676	3,784	0,541
29	-0,537	1,614	0,231
30	0,270	2,769	0,396

Tablo 1'e göre en yüksek ortalama aşırı getiri %0,749 ile-29. günde gerçekleşirken, en düşük ortalama aşırı getiri %-0,563 ile 5. günde gerçekleşmiştir. Sektörde incelenen işletmelerin aşırı getirilerinin standart sapmasının en yüksek olduğu gün %3,784 ile 28. gün iken; en düşük standart sapma %1,614 ile 29. günde gerçekleşmiştir.

Ortalama aşırı getirilerin en yüksek olduğu 5 gün sırasıyla -29, 28, 3, -15, 11 günleridir. Bu günlerde ortalama aşırı getiri değerleri sırasıyla 0,749, 0,676, 0,664, 0,601 ve 0,587 olarak gerçekleşmiştir. Ortalama aşırı getirilerin en düşük olduğu 5 gün ise sırasıyla 5, 29, -2, 24, 13 günleridir. Bu günlerde ortalama aşırı getiri değerleri sırasıyla-0,569,-0,537, -0,529, -0,503 ve -0,496'dır.

Birleşme işlemi duyurusundan önceki 30 günlük ortalama aşırı getiri 0,054, kümülatif ortalama aşırı getiri 1,612 iken, duyurudan sonraki 30 günlük ortalama aşırı getiri-0,019, kümülatif ortalama aşırı getiri-0,564'tür.

Standart sapmanın en yüksek olduğu 5 gün sırasıyla 28, 27, 26, 22 ve -29 günleridir. Bu günlerde standart sapma değerleri sırasıyla 3,784, 3,610, 3,361, 3,299 ve 3,296 olarak gerçekleşmiştir. Standart sapmanın en düşük olduğu 5 gün ise sırasıyla 29, -2, 7, -18 ve -7 günleridir. Bu günlerde standart sapma değerleri sırasıyla 1,614, 1,669, 1,692, 1,698, 1,718'dir.

Güven aralıklarının günlük olarak değerlendirilmesi amacıyla birleşme öncesi ve birleşme sonrası 30'ar gün için sınai endeksindeki işletmelerin güven değerleri tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2: Güven Aralıklarının Günlük Olarak Değerlendirilmesi

Gün	Test Değeri=0				
	T değeri	P iki taraflı	Ortalama Farkı	%95 Fark İçin Güven Aralığı	
				Alt Limit	Üst Limit
-30	0,053	0,958	0,021	-0,758	0,800
-29	1,607	0,114	0,749	-0,187	1,686
-28	-0,046	0,963	-0,018	-0,811	0,774
-27	-0,220	0,827	-0,088	-0,889	0,714
-26	-0,209	0,835	-0,066	-0,704	0,571
-25	0,950	0,347	0,237	-0,264	0,737
-24	-1,132	0,263	-0,358	-0,993	0,277
-23	-0,626	0,534	-0,171	-0,722	0,379
-22	1,096	0,278	0,332	-0,276	0,940
-21	-0,838	0,406	-0,233	-0,790	0,325
-20	0,721	0,475	0,189	-0,337	0,715
-19	0,010	0,992	0,002	-0,500	0,505
-18	1,052	0,298	0,253	-0,230	0,735
-17	-1,168	0,249	-0,389	-1,058	0,280
-16	-0,247	0,806	-0,079	-0,724	0,565
-15	1,589	0,118	0,601	-0,159	1,361
-14	0,267	0,791	0,078	-0,509	0,665
-13	1,312	0,196	0,432	-0,230	1,094
-12	0,107	0,915	0,037	-0,660	0,734
-11	0,538	0,593	0,140	-0,385	0,665

-10	0,957	0,343	0,341	-0,375	1,056
-9	-0,071	0,944	-0,023	-0,675	0,629
-8	-0,127	0,899	-0,042	-0,711	0,626
-7	-0,081	0,935	-0,020	-0,508	0,468
-6	1,759	0,085**	0,585	-0,083	1,252
-5	-0,801	0,427	-0,204	-0,715	0,307
-4	-0,661	0,512	-0,230	-0,927	0,468
-3	-0,481	0,633	-0,185	-0,959	0,589
-2	-2,242	0,030*	-0,529	-1,003	-0,055
-1	0,663	0,510	0,250	-0,507	1,007
1	-1,110	0,272	-0,427	-1,199	0,346
2	-0,794	0,431	-0,313	-1,105	0,479
3	1,721	0,092**	0,664	-0,112	1,440
4	0,572	0,570	0,250	-0,630	1,131
5	-1,399	0,168	-0,563	-1,371	0,246
6	-1,431	0,159	-0,473	-1,138	0,191
7	-1,659	0,104	-0,397	-0,878	0,084
8	-0,693	0,492	-0,179	-0,700	0,341
9	0,618	0,540	0,208	-0,468	0,884
10	1,038	0,304	0,368	-0,344	1,080
11	1,593	0,118	0,587	-0,153	1,327
12	-0,580	0,565	-0,174	-0,776	0,429
13	-1,770	0,083**	-0,496	-1,059	0,067
14	0,333	0,740	0,128	-0,641	0,897
15	-0,352	0,726	-0,124	-0,832	0,584
16	-0,120	0,905	-0,036	-0,648	0,575
17	-0,884	0,381	-0,348	-1,140	0,443
18	1,057	0,296	0,383	-0,345	1,111
19	-1,667	0,102	-0,460	-1,014	0,095
20	-0,482	0,632	-0,192	-0,993	0,609
21	1,217	0,229	0,438	-0,285	1,161
22	0,630	0,532	0,297	-0,651	1,245
23	-1,099	0,277	-0,327	-0,926	0,271
24	-1,845	0,071**	-0,503	-1,052	0,045
25	0,473	0,638	0,173	-0,561	0,906
26	0,982	0,331	0,472	-0,494	1,437
27	0,137	0,891	0,071	-0,966	1,108
28	1,251	0,217	0,676	-0,411	1,763
29	-2,327	0,024*	-0,537	-1,000	-0,073
30	0,682	0,498	0,270	-0,525	1,065

*%95, **%90 güven düzeyinde anlamlıdır.

İşletmelerin günlük ortalama aşırı getirileri incelendiğinde -6, 3, 13 ve 24. günlerde ortalama aşırı getirilerin %90 düzeyinde -2 ve 29. günlerde ise ortalama aşırı getirilerin %95 güven düzeyinde anlamlıdır. Diğer günlerde ortalama aşırı getiri sıfıra eşittir.

Tablo 3’de birleşme öncesi ve sonrası 30 günlük dönemlerde standart sapmalar incelenmiştir.

Tablo 3: Sapan Değerlerin İncelenmesi

Dönem		Gün	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata
Negatif sapan değer sayısı	Önce	30	1,131	0,900	0,164
	Sonra	30	1,502	1,383	0,253
Pozitif sapan değer sayısı	Önce	30	1,671	1,061	0,194
	Sonra	30	2,100	1,185	0,216
Toplam sapan değer sayısı	Önce	30	2,803	1,518	0,277
	Sonra	30	3,604	1,754	0,320

Birleşme duyurusu öncesindeki negatif yönlü ortalama sapan değer sayısı 1,131 iken bu rakam birleşme duyurusu sonrasında 1,502’ye yükselmiştir. Negatif yönlü ortalama sapan değer sayısındaki değişim istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p=0,229$). Birleşme duyurusu öncesinde 1,671 olan pozitif yönlü ortalama sapan değer sayısı birleşme duyurusu sonrası dönemde 2,100’e çıkmıştır. Pozitif yönlü ortalama sapan değer sayısındaki değişim istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p=0,141$). Toplam sapan değer sayısı 2,803’ten birleşme duyurusu sonrasında 3,604’e yükselirken, bu değerdeki değişim %90 güven düzeyinde anlamlıdır ($p=0,064$).

FAKTÖR ANALİZİ SONUÇLARININ GÜNLÜK OLARAK DEĞERLENDİRİLMESİ

BIST100 endeksi sınai sektöründeki işletmelerin faktör analizi ile davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün grupları birleşme öncesi ve birleşme sonrası 30’ar gün için değerlendirilmiştir. Piyasaya göre düzeltilmiş getiri yöntemi için birleşme öncesi ve birleşme sonrası dönemler ayrı ayrı incelenmiştir.

Tablo 4 ve tablo 5’te yer alan faktör analizi, davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün gruplarını önem derecelerine göre göstermektedir.

Tablo 4: Birleşme Öncesi Günlerin Faktör Analizi Sonuçları

Gün	Faktör									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
-11	-0,705	0,003	-0,028	0,105	-0,069	0,069	0,064	-0,023	-0,115	0,101
-6	-0,695	-0,093	0,107	0,244	0,222	0,083	-0,114	-0,124	0,194	0,043
-4	0,651	0,300	0,126	-0,182	-0,179	0,191	0,004	0,005	0,078	0,236
-1	0,612	-0,279	-0,205	0,113	-0,008	-0,291	0,174	-0,131	-0,232	-0,043
-28	0,520	-0,150	0,295	0,024	-0,183	0,147	0,254	0,172	-0,013	-0,443
-23	0,023	0,754	-0,057	0,126	-0,125	0,007	-0,146	-0,173	0,219	-0,106
-20	-0,090	0,743	0,154	-0,096	-0,041	0,038	0,225	0,046	-0,043	0,104
-9	-0,012	-0,662	0,061	0,128	-0,187	0,449	0,256	-0,072	0,227	0,026
-8	-0,300	-0,549	-0,013	0,001	0,104	-0,121	-0,115	-0,179	0,300	0,295
-26	-0,059	-0,003	-0,728	0,033	-0,091	0,325	0,020	0,325	-0,035	-0,026
-19	0,003	-0,061	0,673	0,209	-0,054	-0,017	0,238	0,314	0,212	0,205
-5	0,132	0,054	-0,644	0,180	-0,117	0,009	0,197	-0,253	-0,005	0,319
-24	-0,031	-0,248	-0,529	-0,089	-0,012	-0,173	-0,046	0,120	0,171	-0,085
-7	-0,278	0,025	-0,066	0,803	0,181	-0,105	-0,061	0,003	-0,010	0,028
-15	0,068	0,116	-0,113	-0,783	0,081	-0,113	0,012	-0,067	-0,224	0,285
-29	-0,374	0,314	0,236	0,398	0,335	-0,051	-0,127	-0,385	-0,039	0,221
-3	0,151	0,058	-0,023	-0,060	-0,852	0,077	0,178	-0,063	-0,007	0,099
-16	-0,369	-0,134	0,029	0,247	0,546	-0,059	0,249	0,022	0,277	-0,092
-27	0,276	0,081	0,160	0,173	0,075	-0,785	0,217	0,170	0,053	0,022
-18	0,319	0,013	-0,031	0,222	-0,074	0,592	0,251	-0,016	-0,202	0,247
-22	-0,105	-0,057	-0,050	0,006	0,085	0,019	-0,815	0,039	0,127	-0,004
-2	0,276	0,004	0,251	0,285	0,055	-0,141	-0,521	0,264	-0,393	0,108
-17	0,373	-0,060	0,129	-0,139	0,454	-0,313	0,514	-0,208	-0,041	0,079
-21	0,050	0,174	0,072	-0,034	-0,082	-0,033	-0,282	0,705	-0,135	-0,060
-13	-0,017	-0,272	-0,166	0,146	0,187	-0,272	0,076	0,673	0,068	0,084
-14	0,167	0,060	0,229	-0,055	0,461	0,311	0,039	0,486	0,235	-0,021
-12	-0,106	0,034	0,093	0,195	0,177	-0,030	-0,118	0,005	0,758	0,065
-25	-0,181	0,177	0,257	-0,009	0,180	0,436	-0,013	-0,020	-0,555	-0,135
-30	-0,119	-0,160	0,070	-0,132	-0,199	0,102	-0,010	0,055	0,072	0,831
-10	0,245	0,393	0,084	-0,181	0,209	-0,023	0,188	-0,063	0,381	0,466

Faktör analizi sonucunda işletmelerin birleşme öncesindeki aşırı getiri davranışlarına göre toplam değişimin %71,04'ünü açıklayan 10 faktör tespit edilmiştir. Faktör analizine dahil edilen birleşme öncesi 30 günün açıklanma oranları 24. gün haricinde 0,5 ve üzerindedir. 24. günün açıklanma oranı 0,4'ün üzerinde olduğu için kabul edilmiştir.

Faktör 1'de birleşme işlemleri öncesi 1, 4, 6, 11 ve 28. günler, faktör 2'de 8, 9, 20 ve 23. günler, faktör 3'te 5, 19, 24 ve 26. günler, faktör 4'te 7, 15, 29. günler, faktör 5'te 3 ve 16. günler, faktör 6'da 18 ve 27. günler, faktör 7'de 2, 17 ve 22. günler, faktör 8'de 13, 14 ve 21. günler, faktör 9'da 12 ve 25. günler, faktör 10'da ise 10 ve 30. günler birlikte hareket etmektedir.

Tablo 5: Birleşme Sonrası Günlerin Faktör Analizi Sonuçları

Gün	Faktör									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
3	-0,761	0,185	0,163	0,082	0,068	0,156	0,008	0,126	-0,186	-0,016
4	-0,694	0,170	0,387	0,169	-0,025	-0,175	-0,029	0,015	0,190	0,260
14	-0,690	0,112	0,070	-0,329	-0,028	0,285	0,280	-0,027	0,158	-0,087
5	0,677	-0,012	0,019	0,037	0,339	0,185	0,159	-0,216	0,027	0,109
1	0,662	-0,136	-0,093	0,259	-0,116	0,171	0,207	-0,089	0,220	0,151
2	0,605	-0,298	0,094	0,249	0,294	-0,266	-0,001	0,096	0,060	0,199
6	0,568	-0,006	0,116	-0,311	0,334	-0,264	0,034	0,196	0,187	-0,243
27	0,193	0,796	0,120	0,184	-0,025	-0,181	-0,155	0,136	-0,114	0,028
28	0,262	0,769	-0,117	0,298	-0,071	0,034	0,044	0,196	-0,134	-0,027
22	0,259	0,752	0,228	-0,080	0,104	-0,120	-0,138	0,015	-0,191	0,167
26	0,229	0,675	-0,078	0,111	0,020	0,037	-0,278	-0,322	-0,077	-0,261
23	-0,201	0,628	-0,003	-0,242	-0,239	0,050	0,131	-0,213	0,262	0,078
21	0,137	0,460	0,108	0,372	-0,178	-0,154	0,175	0,283	0,292	-0,242
29	-0,096	-0,398	-0,140	0,394	-0,099	0,325	-0,310	0,182	0,240	-0,050
17	-0,157	0,025	-0,641	0,170	0,253	-0,401	0,221	-0,290	0,003	-0,055
7	0,379	-0,196	0,617	0,249	0,082	-0,105	-0,220	0,152	-0,193	-0,080
12	-0,237	-0,008	-0,588	0,308	0,211	0,073	-0,163	0,387	-0,008	-0,180
16	0,277	-0,001	-0,472	0,087	-0,133	-0,288	0,261	-0,135	0,146	-0,287
30	-0,362	-0,184	0,465	0,435	-0,036	-0,368	0,069	-0,349	-0,029	0,006
8	0,140	0,246	0,014	-0,580	0,273	-0,173	-0,221	0,191	0,083	0,368
18	-0,232	0,026	0,458	0,534	-0,001	-0,008	0,286	-0,108	-0,099	0,136
24	0,297	0,176	0,146	0,119	-0,590	0,035	-0,151	0,092	0,463	0,081
19	0,255	-0,218	-0,326	0,011	-0,537	-0,005	-0,355	0,061	-0,113	0,170
11	0,357	-0,180	0,203	-0,264	-0,482	0,151	0,181	0,188	-0,384	-0,076
13	-0,259	0,091	-0,298	0,373	0,403	0,326	-0,370	0,098	0,062	0,183
15	0,478	0,031	0,301	0,036	0,216	0,502	0,020	-0,349	0,274	0,130
25	-0,001	0,459	-0,238	0,032	0,138	0,378	0,491	0,240	-0,015	0,110
10	0,309	-0,123	-0,032	0,228	-0,025	0,171	0,483	0,237	-0,300	0,152
20	0,167	0,187	-0,356	0,102	-0,169	0,230	-0,216	-0,532	-0,328	0,023
9	0,091	0,029	0,536	-0,066	0,216	0,348	-0,134	-0,032	-0,001	-0,559

Faktör analizi sonucunda işletmelerin birleşme sonrasındaki aşırı getiri davranışlarına göre toplam değişimin %74,3'ünü açıklayan 10 faktör tespit edilmiştir. Faktör analizine dahil edilen birleşme sonrası 30 günün açıklanma oranları 0,5 ve üzerindedir. Faktör analizi ile davranışları bakımından benzer özellik gösteren gün grupları önem derecelerine göre aşağıda yer almaktadır.

Faktör 1'de birleşme işlemleri sonrası 1, 2, 3, 4, 5, 6 ve 14. günler, faktör 2'de 21, 22, 23, 26, 27, 28 ve 29. günler, faktör 3'te 7, 12, 16, 17 ve 30. günler, faktör 4'te 8 ve 18. günler, faktör 5'te 11, 13 ve 19. günler, faktör 6'da 15 ve 25. günler, faktör 7'de 10. gün, faktör 8'de 20. gün, faktör 9'da 24. gün, faktör 10'da 9. gün birlikte hareket etmektedir.

SONUÇ

Bu çalışmada işletme birleşmelerinin hissedarlara piyasa değerinin üzerinde getiri sağlayıp sağlamadığını araştırmak amacıyla, 01.01.2009-30.06.2014 tarihleri arasında BIST 100 endeksinde sınai sektörde işlem

gören 25 işletmenin gerçekleştirdiği 53 hisse senedi kapanış fiyatları ile endeks kapanış fiyatları karşılaştırılarak endekse göre aşırı getiri elde edilip edilemeyeceği ölçülmüştür. İncelenen işletmeler alıcı işletme konumundadır.

Araştırmada ulaşılan sonuçların anlamlı olup olmadığı t testi kullanılarak irdelenmiştir. T testi hipotez test sonuçlarına göre; alıcı işletmenin hissedarları birleşme öncesi 6. ve birleşme sonrası 3. günlerde istatistiksel olarak anlamlı pozitif aşırı getiri elde ederken, birleşme öncesi 2. ve birleşme sonrası 13. 24. ve 29. günlerde ise anlamlı negatif ortalama aşırı getiri elde etmektedirler. (-30,+30) olay aralığında birleşme öncesinde kümülatif ortalama aşırı getiri pozitif iken birleşme sonrası dönemde kümülatif ortalama aşırı getiri değeri negatiftir. Ortalama aşırı getiri değerlerinin olay anından sonra izlediği trend, olay anından öncekine göre daha düşük bir seviyededir.

Elde edilen bulgular sonucunda işletme birleşmelerinde birleşmeye konu olan işletmelerin olay aralıklarında 0'dan farklı ortalama aşırı getiri değerlerine sahip olduğu gözlenmiştir. Ortalama aşırı getiri değerleri 0'dan farklı olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş ve alternatif hipotez olan H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Elde edilen bu bulgular doğrultusunda olay yöntemi kullanılarak kısa dönemdeki etkilerin incelendiği bu çalışmada, anlamlı ortalama aşırı getirilerin sayısal olarak azlığı incelenen işletme sayısının ve yapılan analizlerin büyüklüğünün analiz sonuçlarını etkileyen unsurlardan olduğunu göstermektedir. Daha geniş örnek kütle ile yapılabilecek analizler, birleşme ve devralmaların değer yaratma özelliklerine ilişkin ek bilgiler sağlayacaktır. Ülkemizde birleşme ve devralmaların; işlem türleri, işlem büyüklüğü, sektör ve yerli ya da yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmesine bağlı olarak değer yaratma özelliklerinin alıcı ve hedef işletmeler için ayrı ayrı irdelenmesi bu alandaki yurtiçi literatüre önemli katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Agrawal, Anup, Jeffrey F. Jaffe, Gershon N. Mandelker (1992). "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of An Anomaly", *Journal of Finance*, Vol: 47 (4), ss.1605-1621.
- Asquith, Paul (1983). "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol: 11, ss.51-83.
- Asquith, Paul, Robert F. Bruner, David W. Mullins (1987). "Merger Returns and The Form of Financing", *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices*, Vol:34, ss. 115-146.
- Boehmer, Ekkehart, John Paul Broussard ve Juha-Pekka Kallunki (2002). *Using SAS in Financial Research*, North Caroline: SAS Publishing.
- Chang, Saeyoung (1998). "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns", *Journal of Finance*, Vol: 53, ss.773-784.
- Çıtak, Levent, Fatma Kaplan Yıldız (2007). "Devralmanın Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: Sermaye Piyasası Kurulu İzni ile Gerçekleşen Devralmaların Devralan İşletmelerin Hisse Senedi Getiri Oranları Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi", *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:22, Sayı:2, ss.273-295.
- DeLong, Gayle L., (2001). "Stockholder Gains From Focusing Versus Diversifying Bank Mergers", *Journal of Financial Economics*, Vol: 59, ss. 221-252.



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

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

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

Lu, Qi (2008). "Do Stock Mergers Create Value for Acquires", *A Dissertation Thesis, Doctor of Philosophy*, Illinois, Field of Finance, Northwestern University,

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

Mazgit, İsmail (2013). "Endeks Kapsamında Olmanın Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: BİST Kâr payı 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama", *Hacettepe Üniversitesi Dergisi, Sosyo Ekonomi Dergisi*, Sayı:2, ss.225-264.

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

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

Ek 1. İncelenen Birleşme İşlemleri (BIST 100 Sınai)

Alıcı İşletme	Hedef İşletme	Duyuru Tarihi
Anadolu Efes Biracılık AŞ	Etap Tarım	07/01/2009
Coca Cola İçecek AŞ	Sandras Su	06/03/2009
Anadolu Efes Biracılık AŞ	Tekel Bira	26/08/2009
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii AŞ	Efes Breweries International N.V.	13/10/2010
Ülker Bisküvi Sanayi AŞ	Ülker Çikolata San. AŞ	26/08/2011
Ülker Bisküvi Sanayi AŞ	Birlik Paz. Fresh Cake. Ideal Gıda	18/11/2011
Coca-Cola İçecek AŞ	Al Waha For Soft Drinks. Juices. Mineral Water.	21/09/2012
Coca-Cola İçecek AŞ	Al Waha For Soft Drinks. Juices. Mineral Water.	14/01/2014
Ülker Bisküvi Sanayi AŞ	Biskot Bisküvi Gıda Sanayi ve Ticaret AŞ	07/05/2014
Aksa Akrilik Kimya Sanayii AŞ	Celtic Pharma Holdings Iı B.V.	05/06/2012
Aksa Akrilik Kimya Sanayii AŞ	Ak-Tops Tekstil Sanayi AŞ	06/06/2013
Turcas Petrol AŞ	Ataş Anadolu Tasfiyehanesi AŞ	23/06/2009
Aygaz AŞ	Entek Elektrik Üretimi AŞ	25/06/2009
Gübre Fabrikaları T.AŞ	Razi Petrochemichal Co.	11/05/2010
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. Ve Tic. AŞ	Bandag Lastik Mamülleri Ticaret Limited Şirketi	23/11/2010
Deva Holding AŞ	Deva İlaç Sanayi ve Ticaret AŞ	24/11/2010
Soda Sanayii AŞ	Cromital S.P.A	15/12/2011
Soda Sanayii AŞ	Sintan Kimya Sanayii ve Tic. A.Ş	15/12/2011
Turcas Petrol AŞ	Turcas Rafineri Yatırımları Anonim Şirketi	26/12/2011
Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri AŞ	Akdeniz Akaryakıt Depolama A.Ş	09/03/2012
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. AŞ	Bandağ Lastik Mamülleri Ticaret AŞ	15/03/2012
Aygaz AŞ	Mogaz Petrol Gazları AŞ	17/12/2012
Aygaz AŞ	Opet Aygaz Gayrimenkul Anonim Şirketi	24/06/2013
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Newmont Altın Madencilik Limited Şirketi	28/06/2010
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Koza İpek Madencilik Sanayi ve Ticaret AŞ	26/01/2011
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Doğu Anadolu Maden Arama Sondaj AŞ	27/12/2011
Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri AŞ	Konaklı Metal Madencilik San.Tic. AŞ	10/01/2012
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Koza Altın İşletmeleri AŞ	14/11/2012
Koza Altın İşletmeleri AŞ	Koza Ltd.	31/03/2014
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ	Enbatı Elektrik Üretim San. ve Tic. AŞ	28/09/2010
Arçelik A.Ş	Grunding Elektronik A.Ş	07/04/2009
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ	Cabot İzmir Yazılım Ve Donanım Ticaret Sanayi A.Ş	24/12/2009
Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AŞ	Kare Dış Ticaret AŞ	18/02/2010
Arçelik AŞ	Güney Afrika Merkezli Defy Appliances	21/07/2011
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ	Otokar Europe Sas	21/07/2011
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AŞ	Otokar Europe Sas	19/08/2011
Arçelik A.Ş	Güney Afrika Merkezli Defy Appliances (Pty) Ltd	30/11/2011



Ege Endüstri ve Ticaret AŞ	Eefz Dış Ticaret Anonim Şirketi	06/12/2011
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ	Vestel Savunma Sanayi AŞ	22/03/2012
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ	Vestel Dijital Üretim Sanayi AŞ	23/11/2012
Tümosan Motor ve Traktör Sanayi AŞ	Tümosan Döküm AŞ	01/04/2014
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ	Med.Con Srl - Trieste. Riva Alvisè Cadamosto 8 İtalya	09/02/2010
Anadolu Cam Sanayii AŞ	Anadolu Cam Eskişehir Sanayi AŞ	18/11/2011
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ	Afyon Çimento Sanayii Türk AŞ	31/05/2012
Anadolu Cam Sanayii AŞ	Anadolu Cam Investment Bv	17/12/2012
Trakya Cam Sanayii AŞ	Hng Float Glass Limited	11/06/2013
Trakya Cam Sanayii AŞ	Trsg Autoglass Holding Bv	02/07/2013
Anadolu Cam Sanayii AŞ	Anadolu Cam Eskişehir San.A.Ş	04/09/2013
Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret AŞ	Göлтаş Enerji Elektrik Üretim AŞ	06/12/2013
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi AŞ	Kordsa Qingdao Nylon Enterprise Limited	14/07/2011
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi AŞ	Pt Indo Kordsa Polyester	14/07/2011
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi AŞ	Kordsa Argentina S.A.	14/11/2011
Kordsa Global Endüstriyel İplik ve Kord Bezi AŞ	Kordsa Brasil S.A.	14/11/2011