

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**BİRLEŞMELER ve DEVRALMALARIN
GELİR ETKİSİ ve
İ.M.K.B'YE İLİŞKİN AMPİRİK BİR İNCELEME**

Yüksek Lisans Tezi

Mustafa Hamamcıoğlu

Ankara-2006

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**BİRLEŞMELER ve DEVRALMALARIN
GELİR ETKİSİ ve
İ.M.K.B'YE İLİŞKİN AMPİRİK BİR İNCELEME**

Yüksek Lisans Tezi

Mustafa Hamamcıoğlu

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Güven Sayılğan

Ankara-2006

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**BİRLEŞMELER ve DEVRALMALARIN
GELİR ETKİSİ ve
İ.M.K.B'YE İLİŞKİN AMPİRİK BİR İNCELEME**

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı : Doç Dr. Güven Sayılğan

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

.....
.....
.....
.....
.....
.....

Tez Sınavı Tarihi

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	iv
TABLOLAR	viii
ŞEKİLLER	ix
GİRİŞ	1

BÖLÜM I

BİRLEŞME VE DEVRALMALARA

İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR

1.1	TEMEL BİRLEŞME VE DEVRALMA ÇEŞİTLERİ.....	04
1.1.1	İÇTEN ELE GEÇİRME (PROXY CONTEST)	06
1.1.2	HALKA KAPANMA (GOING PRIVATE)	06
1.1.3	DEVRALMA (ACQUISITION)	07
1.1.3.1	BİRLEŞME VEYA KONSOLİDASYON (MERGER OR ACQUISITION).....	07
1.1.3.2	HİSSE SENETLERİNİN DEVRALINMASI.....	08
1.1.3.3	VARLIKLARIN DEVRALINMASI	08
1.2	BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN SINIFLANDIRMASI	08
1.2.1	YATAY BİRLEŞME VE DEVRALMALAR	09
1.2.2	DİKEY BİRLEŞME VE DEVRALMALAR	10
1.2.3	(BÜTÜNLEŞİK) CONGLOMERATE BİRLEŞMELER	10

BÖLÜM II

BİRLEŞME VE

DEVRALMALARA İLİŞKİN TEORİ

2.1	BİRLEŞME VE DEVRALMAYA SEBEBİYET VEREN FAKTÖRLER	11
2.1.1	BÜYÜME YADA COĞRAFİ GENİŞLEME.....	11
2.1.2	SİNERJİ ETKİSİ (ETKİNLİK TEORİSİ)	12
2.1.3	RİSKİN DAĞITILMASI (ÇEŞİTLENDİRME)	14
2.1.4	ÖLÇEK EKONOMİLERİ	15

2.1.5	DEREGÜLASYONUN ETKİSİ	15
2.1.6	TEKNOLOJİK FAKTÖRLER	15
2.1.7	GLOBALİZASYON VE SERMAYENİN SERBEST DOLAŞIMI	16
2.1.8	NAKİT AKIMININ CAZİBESİ	16
2.1.9	YÖNETİMSEL FAKTÖRLER	17
2.1.10	OLDUĞUNDAN DAHA AZ DEĞERLENEN ŞİRKETLER	17
2.1.11	YÖNETİMİN KİŞİSEL ÇIKARLARI.....	18
2.1.12	ÜÇÜNCÜ TARAFLARDAN KAYNAKLANAN MOTİVASYONLAR	19
2.2	<i>BİRLEŞME VE DEVRALMA BAŞARISIZLIKLARININ NEDENLERİ</i>	19
2.2.1	İŞLEM SONRASI İÇİN YAPILAN PLANLARIN EKSİKLİĞİ YA DA YETERSİZLİĞİ.....	20
2.2.2	GÜVENİLİRLİĞE İLİŞKİN SORUNLAR.....	20
2.2.3	YÖNETİMİN EGOSUNDAN KAYNAKLANAN PROBLEMLER.....	21
2.2.4	DIŞSAL FAKTÖRLERİN VE SINIRLAMALARIN GÖZ ÖNÜNE ALINMASINDAKİ EKSİKLİKLER VE HATALAR	21
2.2.5	KÜLTÜR FARKLILIĞI YA DA KÜLTÜR ŞOKU	21
2.2.6	YÜKSEK FİYAT (WINNER'S CURSE) SORUNU	22
2.2.7	AŞIRI İYİMSERLİK	22
2.2.8	YETERSİZ ÖN İNCELEME.....	23
2.2.9	BİRLEŞME VE DEVRALMALARDA YATIRIM BANKALARININ ROLÜ	23

BÖLÜM III

BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN

GELİR ETKİSİNİN HESABINDA KULLANILAN YÖNTEMLER

3.1	<i>MUHASEBE VE MALİ TABLOLARA İLİŞKİN ÇALIŞMA YÖNTEMİ (ACCOUNTING STUDY)</i> ²⁶	
3.2	<i>OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMİ (EVENT STUDY)</i>	27
3.3	<i>YÖNTEMLERİN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ</i>	29

BÖLÜM IV
BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN
GELİR ETKİLERİ

4.1	<i>KAMUOYU DUYURUSUNA YAKIN GÜNLERDEKİ GETİRİLER</i>	32
4.2	<i>KISA DÖNEMDEKİ GELİR ETKİSİ</i>	34
4.3	<i>BİRLEŞME SONRASI DÖNEM GETİRİLERİ (UZUN DÖNEM)</i>	36
4.4	<i>ÖDEME YÖNTEMİ</i>	37
4.5	<i>HİSSE BAŞINA KAZANÇ MİYOPLUĞUNA İLİŞKİN HİPOTEZ</i>	39
4.6	<i>BİRLEŞME SONRASI GETİRİLERİN MALİ TABLOLARA DAYALI OLARAK ANALİZİ</i>	

BÖLÜM V
BİRLEŞME VE DEVRALMAYA

İLİŞKİN KAMUOYUNA YAPILAN DUYURULARIN

İ.M.K.B'YE KOTE ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİNE ETKİSİ

5.1	<i>OLAYIN TANIMI</i>	43
5.2	<i>İNCELEME YERİ VE DÖNEMİNİN BELİRLENMESİ</i>	44
5.3	<i>VERİ SETİNİN OLUŞTURULMASI VE VERİNİN TEMİNİ</i>	45
5.4	<i>OLAYIN GERÇEKLEŞTİĞİ GÜNÜN YAHUT GÜNLERİN BELİRLENMESİ</i>	48
5.5	<i>İNCELEME DÖNEMİN (İNCELEME ARALIĞI, OLAY PENCERESİ – EVENT WINDOW) BELİRLENMESİ</i>	49
5.6	<i>TAHMİN ARALIĞININ (ESTIMATION PERIOD) VE VARSA DİĞER ARALIKLARIN BELİRLENMESİ</i>	50
5.7	<i>GETİRİLERİN BELİRLENMESİ</i>	51
5.7.1	<i>PIYASA MODELİ METODU (MARKET MODEL METHOD)</i>	51
5.7.1.1	<i>GETİRİLERİN (RETURNS) HESAPLANMASI</i>	51
5.7.1.2	<i>ALFA VE BETANIN TAHMİNİ</i>	52
5.7.1.3	<i>BEKLENEN GETİRİLERİN (EXPECTED RETURNS) HESAPLANMASI</i>	53
5.7.1.4	<i>(VARSA) NORMAL OLMAYAN GETİRİNİN (ABNORMAL RETURNS) TESPİTİ</i> ...	54

5.7.1.5 (VARSA) NORMAL OLMAYAN ORTALAMA GETİRİNİN (AVERAGE ABNORMAL RETURNS) TESPİTİ	55
5.7.1.6 (VARSA) NORMAL OLMAYAN BİRİKİMLİ ORTALAMA GETİRİNİN (CUMULATIVE AVERAGE ABNORMAL RETURNS) TESPİTİ	56
5.7.2 AYARLANMIŞ PİYASA GETİRİSİ MODELİ (MARKET-ADJUSTED MODEL)	57
5.8 AMPİRİK BULGULAR	58
5.9 TEST YÖNTEMİ	61
SONUÇ	63
EKLER	65
KAYNAKÇA	70

TABLÖLAR

TABLO 1 BİRLEŞME VE DEVRALMAYA İLİŞKİN DUYURUNUN YAPILDIĞI GÜNLER CİVARINDA HEDEF VE ALICI ŞİRKETLERİN GETİRİLERİ.....	33
TABLO 2 BİRLEŞMEYE VE DEVRALMANIN KISA DÖNEM ETKİLERİ	34
TABLO 3 BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN UZUN DÖNEM ETKİLERİ	36
TABLO 4 BİRLEŞME VE DEVRALMALARDA ÖDEME YÖNTEMİNİN ETKİSİ	39
TABLO 5 MUHASEBE VE MALİ TABLOLARA GÖRE SONUÇLAR	41
TABLO: 6 DUYURUSU YAPILAN BİRLEŞME VE DEVRALMALAR (HEDEF)	46
TABLO: 7 DUYURUSU YAPILAN BİRLEŞME VE DEVRALMALAR (ALICI)	46
TABLO: 8 PİYASA MODELİ METODUNUN UYGULANMASI SONUCUNDA ELDE EDİLEN SONUÇLAR	59

ŞEKİLLER

ŞEKİL 1 EDİNME / ELE GEÇİRME ÇEŞİTLER	06
ŞEKİL 2 DUYURU GÜNÜ , İNCELEME VE TAHMİN ARALIĞI.....	50
ŞEKİL 3 KÜMÜLATİF NORMAL OLMAYAN GETİRİ (KONOG—CAAR)	60
ŞEKİL 4 ORTALAMA NORMAL OLMAYAN GETİRİ (ONOG-AAR).....	61

GİRİŞ

Geçmiş yıllarda uluslararası literatürde birleşme ve devralmalarla ilgili olarak bir çok araştırma ve inceleme yapılmıştır. Bu çalışmalar önceleri gelişmiş piyasalarla ilgili olarak yapılmış olmakla birlikte daha sonraları gelişmekte olan piyasalarda inceleme konusu olmuştur. Bunun sebeplerinden biri globalizasyon ve sermayenin hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda gelişmekte olan piyasalarda yer alan birleşme ve devralmalarda meydana gelen artış ve böylece araştırma için gerekli ve yeterli verinin temin edilebilmesidir.

Halen mevcut olan bu trend Türkiye'yi de etkilemektedir. Özellikle son yıllarda ülkemizde birleşme ve devralma işlemleri ve bunların haberleriyle daha fazla karşılaşmaktayız. Hemen her gün gazete sayfalarında ya da televizyonlarda yeni bir B&D haberi yayımlanmakta olup buna benzer olaylar artık günlük hayatımızın bir parçasını oluşturmaktadır. Ancak; tüm bu gelişmelere karşın, ülkemizde B & D ile ilgili olarak bu güne kadar yapılan araştırmalar sınırlı kalmış ve yapılan bazı araştırmalar ise temel olarak B & D leri hukuki açıdan ya da rekabetin kısıtlanması (rekabetin yatay ya da dikey kısıtlanması) açısından ele almışlardır.

Peki şirketler niçin birleşme veya devralma işlemlerine girişmektedirler? Bununla ilgili olarak söylenebilecek bir çok şey olmakla birlikte temel neden gelirin artırılmak istenmesinden kaynaklanmaktadır.

70'li yıllardan bu güne kadar dünya genelinde birleşme ve devralmaların hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediğine dair çok sayıda araştırma yapılmıştır. Bu araştırmalar hedef firma ya da alıcı firma yönünden veya her iki taraf açısından ele alınmışlardır.

Yapılan bu araştırmaların bir çoğu birleşme ve devralma olayına ilişkin bir duyurun bu duyurunun yapıldığı günler civarında hedef firma hisse senetlerinin bu işlemle ilgili olarak olumlu yönden etkilendiğini ortaya koymaktadır. Ancak birleşme ve devralmalarla ilgili olarak yapılan araştırmalarda temel sorun, bu olayların hedef ve yatırımcı şirket ortaklarının gelirlerinde bir artışa mı yoksa bir azalışa mı yol açtığıнын tespitidir.

Genel olarak birleşme ve devralmaların gelir etkisi mi yoksa gelir azalışı mı yarattığının tespiti için temel olarak iki yöntem kullanılmaktadır;

- Bunlardan birincisi temel olarak geleneksel muhasebe verilerine ve mali tablolara dayanan analizlerdir.
- İkinci yöntem ise ilk kez Fama (1969) tarafından kullanılmış olan ve olay çalışması (event study) olarak adlandırılan analize dayanmaktadır. Bu teknik temelde özel olarak meydana gelen bir olayın şirketin hisse senedi fiyatlarına olan etkisini açıklayan bir tekniktir.

Bu çalışmada, birleşme ve devralmaların gelir etkileri ele alınmakta ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kote olmuş ve hedef durumunda bulunan şirketlerin birleşme ve devralamaya ilişkin olarak kamuoyuna yapılan duyuruların bu şirketlerin hisse senetlerine dolayısıyla pay sahiplerine olan etkilerine ilişkin ampirik bir çalışma gerçekleştirilmektedir.

BÖLÜM I

BİRLEŞME VE DEVRALMALARA İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR

Bu bölümde temel olarak birleşmenin ve devralmaların temel hususları çerçevesinde çeşitleri ile bu işlemlerin sınıflandırılması hakkında bilgi verilecektir.

1.1 Temel Birleşme ve Devralma Çeşitleri

İlk olarak şunu belirtmek gerekir ki birleşme ve devralmalara ilişkin olarak yapılan bir çok çalışmada “birleşme” ve “devralma” kavramları birbirlerinin yerine kullanılabilir. Aşağıda edinmeler yada ele geçirmeler başlığı altında birleşme ve devralma ile bunların çeşitlerine ilişkin detaylı açıklama ve tanımlama yapılmakla birlikte, temel olarak “birleşme-merger” genellikle taraflardan (şirketlerden) birisinin diğeri ile birleşmesi ve böylece bunlardan en az birisinin tüzel kişiliğini kaybetmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır. Birleşmeye ilişkin işlemler genellikle dostane bir biçimde gerçekleşmekte ve bazen birisi tarafından yönlendirilse bile taraflar birleşmeye ilişkin karara karşılıklı olarak katılmaktadırlar.“Devralma-Acquisition” ise genellikle bir şirketin diğeri bir şirket üzerindeki kontrolü ele

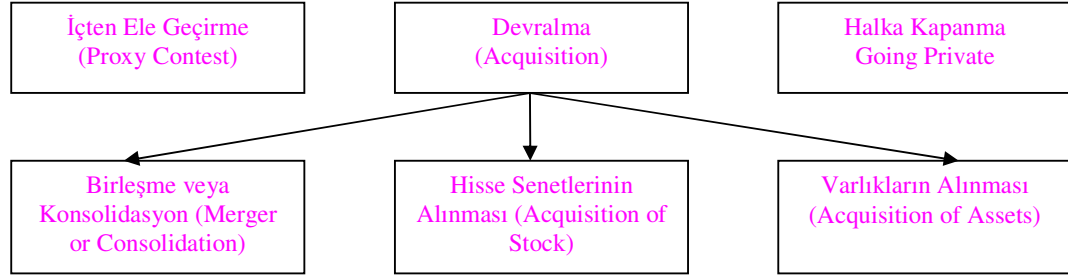
geçirmesi ya da satın alması işlemi olarak tanımlanmaktadır. Bu işlem ise genellikle hedef durumda olan şirketin hisse senetleri için verilen teklif olarak yapılmaktadır.

Bu çalışmada birleşme ve devralma kavramları arasında aksi belirtilmediği sürece bir farklılaştırma yapılmamakta ve birbirlerinin yerine kullanılmaktadır.

Ele geçirme/edinme (takeover) kavramı bir şirketin kontrolünün bir grup hisse senedi sahibinden diğer bir tarafa geçmesi olarak adlandırılmaktadır. Kontrol ise temel olarak yönetimi ve alınan kararları belirleme yetkisidir. Bir ele geçirme işleminde, genel olarak, hedef durumunda olan şirketin hisse senetlerinin ya da menkul kıymetlerinin edinimi için bir teklifte bulunmaktadır. Teklifin kabul edilmesi durumunda ise, hedef konumunda bulunan şirketin hisse senetleri ya da menkul kıymetleri üzerindeki kontrol hakkı karşı tarafa (teklif sahibine) geçmektedir.

Ross, Westerfield ve Jaffe (2002:819) ele geçirmelerin aşağıdaki şekilde gösterildiği biçimde ve üç farklı yolla gerçekleşebileceğini ifade etmişlerdir. Ancak uygulamada kavramlara aşağıda verilen tanımlardan farklı olarak anlamlar yüklenebilmekte ve kavramlar birbirlerinin yerine kullanılabilirlerdir.

Şekil 1: Edinme / Ele Geçirme Çeşitleri



Kaynak : Ross, Westerfield, Jaffe (2002:819)

1.1.1. İçten Ele Geçirme (Proxy Contest)

Bu çalışmada proxy contest incelenmemekle birlikte bu yöntemde bir edinme biçimidir. Buna göre şirket hissedarlarının bir kısmı mevcut oy hakları vasıtasıyla yönetim kurulunun kontrolünü ele geçirmek üzere yeni yöneticiler atamak yönünde çaba göstermektedirler.

1.1.2 Halka Kapanma (Going Private)

Halka açık durumda olan bir şirketin hisselerinin tamamının dışarıdaki bir takım yatırımcılar ile şirket yöneticileri tarafından satın alınması suretiyle halka açık konumda olan şirketin özel şirket haline gelmesi olarak tanımlanabilir.

1.1.3. Devralma (Acquisition)

Bir devralma durumunda, alıcının bir hedefi devralması sonucunda, hedef firmanın faaliyetlerini kontrol hakkı alıcı firmaya ve dolayısıyla yönetimine geçmektedir. Devralma üç şekilde meydana gelebilmektedir, buna göre;

1.1.3.1 Birleşme veya Konsolidasyon (Merger or Consolidation)

Gaughan'a göre (2002:7) iki şirketin birleşmesi (merger) ancak yalnızca alıcı olanın hayatta kalarak diğerinin ortadan kalkması olarak tanımlanmaktadır. Buna göre işlem tamamlandıktan sonra alıcı şirket ismini (unvanını) ve tüzel kişiliğini korumakta iken hedef durumunda olan şirket için bunların tam tersi ortaya çıkmaktadır.

Konsolidasyon (consolidation) da ise işlem sonucunda tamamıyla yeni olan bir şirket ortaya çıkmaktadır. Böylelikle hem alıcı hem de hedef durumunda olan şirketlerin isimleri (unvanları) ve tüzel kişilikleri ortadan kalkarak yeni kalkarak yeni şirket ortaya çıkmakta ve dolayısıyla eski şirketlerin hisse sahipleri otomatik olarak yeni şirketin sahipleri olmaktadır.

Dolayısıyla, birleşme veya konsolidasyon ile ortaya çıkan devralama işlemlerinin sonucunda teklifte bulunan ve hedef durumunda olan şirketlerin varlıkları ve yükümlülükleri birleşmektedir.

1.1.3.2 Hisse Senetlerinin Devralınması (Acquisition of Stock)

Bir alıcı hedef durumunda olan şirketin oy hakkını içeren hisse senetlerini nakit, menkul kıymet veya hisse senedi karşılığında elde edebilir. Bu durumda teklif veren şirket hedef şirketin hisse senetleri sahipleri ile doğrudan temas kurmakta birleşme ve konsolidasyondan farklı olarak şirketlerin yönetim ve karar mercileri işleme dahil olmamaktadırlar. Bu çeşit işlemler genellikle dostça olarak gerçekleşmemekte (unfriendly) ve tüm şirketin elde edilmesi mümkün olmamaktadır. İşlemin normal yollardan gerçekleşmemesi nedeniyle de teklif fiyatları hisselerin normal değerinden daha yüksek olabilmektedir.

1.1.3.3.Varlıkların Alınması (acquisition of assets)

Diğer bir yöntem ise hedef şirketin varlıklarının alınması biçiminde gerçekleşmektedir. Bu durumda hedef şirket sahipleri ile yöneticilerinin işleme onay vermesi gerekmektedir.

1.2 Birleşme ve Devralma İşlemlerinin Sınıflandırılması

Birleşme ve devralmalara temel olarak üç şekilde sınıflandırılmaktadır; yatay birleşme ve devralmalar, dikey birleşme ve devralmalar; conglomerate birleşme ve devralmalar

1.2.1 Yatay Birleşme ve Devralmalar

Yatay birleşme ve devralmalar aynı alanda faaliyet gösteren ve dolayısıyla birbirleriyle rekabet halinde olan şirketler arasında meydana gelmektedir. Bu tarz birleşme ve devralmaların temel faydası ölçek ekonomilerinden kaynaklanmaktadır. Bunun yanı sıra her iki şirketin sahip olduğu bazı faaliyetler ise mükerrerliğe sebebiyet vermemek için kaldırıldığı halde birleşme ve devralma işlemi sonucunda daha fazla üretim gerçekleştirilmektedir. Ayrıca işlem neticesinde yeni oluşumun piyasa payının artması ve daha güçlü olması durumu ise açıktır.

Günümüzde ortaya çıkan birleşme ve devralmaların bir çoğu bu şekilde meydana gelmektedir. BMW ve Rover adlı otomobil şirketleri ile İngiliz bankaları olan Royal Bank of Scotland ve National Westminster, arasında meydana gelen işlemler yatay birleşme ve devralmalara örnek verilebilir.

Ancak, bu tarz yatay birleşme ve devralmalar şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkelere ve piyasalara bağlı olarak düzenleyici ve/veya denetleyici kurumlar tarafından yasaklanabilir ya da sınırlandırılabilir. Örneğin Avrupa Birliği Müktesebatında (Acquis Communitiare) bu tarz işlemlere ilişkin detaylı düzenlemeler mevcuttur. Bu çerçevede, Avrupa Birliği Komisyonu çeşitli birleşme ve devralmaları yasaklamaktadır. Bunun temel sebebi ise piyasadaki rekabetin devamının sağlanması ve tekelleşmenin (monopollerin) önlenmesidir.

1.2.2 Dikey Birleşme ve Devralmalar

Dikey birleşme ve devralmalar ise aynı alanda ancak farklı üretim aşamalarında faaliyet göstermekte olan şirketler arasında cereyan etmektedir. Bazı şirketler, faaliyette buldukları üretim aşamasının başlangıcı ile ilgilenmekte ve böylece hammadde ile diğer girdileri temin etmek istemekte iken diğer bazı şirketler ise sonraki üretim aşamalarını dikkate almakta ve örneğin tüketicilere daha rahat bir şekilde ulaşabilmek için dağıtım kanallarına sahip olmak isteyebilmektedirler. Bu tarz birleşme ve devralmalar başta ulaşım, dağıtım, pazarlama, araştırma alanları olmak üzere dikey birleşmelerin yaratacakları ölçek ekonomilerini sağlamaya çalışmaktadırlar. Örneğin Walt Disney, ABC isimli televizyon kanalını satın alarak üretmiş olduğu filmleri ve diğer yayınları izleyicilere daha kolay bir şekilde ulaştırmayı hedeflemiştir.

1.2.3 Bütünleşik (Conglomerate) Birleşme ve Devralmalar

Bu tarz birleşme ve devralmalar ise diğerlerinden farklı olarak farklı iş alanlarında faaliyette bulunan şirketler arasında gerçekleştirilmektedir. Bu firmalar birbirleri ile rekabet etmedikleri gibi birbirlerinin alıcısı ya da satıcısı konumunda da değildirler. Örneğin Philip Morris isimli sigara şirketinin General Goods isimli gıda şirketini satın alması buna tarz birleşme ve devralmaya örnek olarak verilebilir.

BÖLÜM II

BİRLEŞME VE DEVRALMALARA İLİŞKİN TEORİ

2.1 BİRLEŞME VE DEVRALMAYA SEBEBİYET VEREN FAKTÖRLER

Bir birleşme veya devralmanın temel sebebi ortakların gelirini artırma güdüsü olmakla birlikte bu işlemlerin yapılmasına sebebiyet veren başka pek çok neden bulunmaktadır. Ancak her ne sebeple olursa olsun birleşme ve devralmalara sebebiyet veren nedenleri araştırmak ve incelemek kolay olmamaktadır. Bu işlemlerin nedenleri genellikle birden fazla ve farklı olabilmektedir. Bu çerçevede birleşme ve devralama işlemlerine sebebiyet veren temel faktörler bir diğer ifade ile bu işlemlerin motivasyon kaynakları bunlarla sınırlı kalmamak kaydı ile aşağıda ki başlıklar altında sıralanmış ve açıklanmıştır.

2.1.1 Büyüme yada Coğrafi Genişleme

Bir şirketin belirli bir pazara girebilmesinin veya bir pazarda büyüebilmesinin en kolay yöntemlerinden birisi o pazarda ya da coğrafi

alandaki halde yer alan bir firmayı satın almaktadır. Yatırımcı şirket yerel bir şirket olabileceği gibi yabancı bir şirket olması da mümkündür. Birleşme ve devralmaların temel nedenlerinden birisini oluşturan bu stratejinin örneklerini, özellikle son yıllarda, telekomünikasyon, teknoloji ve finansal sektörlerde gözlemlemekteyiz.

Bu stratejinin diğerlerinden farkı ise doğal büyüme ve pazara girme yöntemlerinden daha kolay ve hızlı bir biçimde gerçekleştirilebilmesidir. Çünkü bir şirketin bir pazar ya da coğrafi alanda bir yatırım ve dolayısıyla da kar fırsatı görmesi durumunda bu şirketin yeni pazar veya coğrafi alana girebilmesi için, bir çok bilgiye ve tecrübeye sahip olması, elemanlar istihdam etmesi ve dil, mevzuat, bürokrasi ve gümrük işlemleri gibi zorlukların ve görünmez engellerin üzerinden gelmesi gerekmektedir. İşte bu sebepten dolayı o alan ya da coğrafyada uzun zamandır faaliyet gösteren, kaynaklara ve pazar payına sahip olan mevcut bir şirketi elde etmek daha önce bahsedilen zorlukları ortadan kaldırmak için bir çözüm olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin İngiliz HSBC isimli banka ülkemizde Demirbank'ı satın alarak Türk bankacılık piyasasına hızlı bir giriş ve herhangi bir risk üstlenmeden belirli bir pazar payına da kolay bir şekilde ulaşmıştır.

2.1.2 Sinerji Etkisi (Etkinlik Teorisi)

Sinerji etkisi, temel olarak bir artı birin toplamının ikiden daha fazla olması olarak tanımlanabilir. Bir birleşmenin başarılı olması durumunda,

birleşmiş firmanın toplam değeri V_{AB} firmaların değerlerinin ayrı ayrı toplamından (V_A ve V_B) fazla olmaktadır.

$$V_{AB} > V_A + V_B$$

Bu etki, birleşme ve devralmaların gerçekleştirilmesinin temel bir başka nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Damadaran'a göre (Damadaran 1984:287) sinerji etkisi faaliyet sinerjisi (operational synergy) ve finansal sinerji (financial synergy) olarak ikiye ayrılmaktadır.

2.1.2.1 Faaliyet sinerjisi (Operasyonel Sinerji) = Bu tarz sinerji yatay ya da dikey bir birleşme sonucunda gelirlerin artması ve maliyetlerin ise azalması biçiminde ortaya çıkmaktadır. Teori bir endüstride yer alan şirketlerin birleşme öncesinde ölçek ekonomilerinin tam potansiyelinden daha az oranda faaliyette bulduklarını varsaymaktadır.

2.1.2.2 Finansal sinerji = Finansal sinerjinin gerçekleşme yöntemlerinden birisi iç kaynaklarla sağlanan finansmanın dış kaynaklı finansmana göre daha düşük maliyetli olmasıdır. Büyük miktarda nakit akımına sahip ancak yeterli yatırım olanağına sahip olmayan firmaların bir nakit fazlası olmaktadır. Diğer taraftan, büyük oranda büyüme potansiyeline sahip ancak yeterli içsel kaynağı bulunmayan şirketlerin ise ilave finansmana ihtiyacı bulunduğu aşikardır. Farklı durumlarda ve şartlarda

bulunan bu tür şirketlerin birleşmesi ise iç kaynakların düşük maliyet avantajı sonucunu doğurabilir.

2.1.3 Riskin Dağıtılması /Çeşitlendirme

Çeşitlendirme ya da riskin dağıtılması bir şirketin faaliyet gösterdiği mevcut endüstri kolunun dışında büyümesi anlamına gelmektedir. 1960 yıllarda uluslar arası alanda meydana gelen büyük miktardaki birleşme ve devralmalara sebebiyet veren temel faktör çeşitlendirme olmuştur. Şirket yönetimleri faaliyette buldukları endüstri dalından daha karlı olduklarını düşündükleri alanlarda büyümek yönünde tercihlerde bulunabilmektedirler. Çeşitlendirmenin diğer bir faydası ise birleşmeye konu olan şirketlerin tam ya da tama yakın negatif korelasyona sahip olabilmeleri ve böylece işlem sonrasında daha düzenli bir nakit akımının sağlanabilmesidir. Ancak alıcı durumunda olan şirket pay sahiplerinin getirilerinin daha düzenli olabilmesini sağlamak amacıyla bir birleşme ve devralma olayına girişmektense, hedef durumunda olan şirketlerin belirli miktarda payına almak birleşme ve devralmadan daha ucuz olduğu gibi aynı zamanda daha az riskli bir işlemdir. Ayrıca başka bir alanda faaliyette bulunan şirkete ilişkin gerçekleştirilen işlem sonrasında gerekli bilgi ve tecrübe eksikliğinden kaynaklanabilen bir başarısızlık durumunun da söz konusu olma ihtimali de mevcuttur.

2.1.4 Ölçek Ekonomileri

Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemlerin genellikle ortalama maliyetlerde bir düşüğe yol açacağı yönünde bir kabul mevcuttur.

2.1.5 Deregülasyonun Etkisi

Birleşme ve devralmalara sebebiyet veren faktörlerden birisi de deregülasyon sürecidir. 1980'li yıllardan sonra düzenlemelerde meydana gelen değişiklikler de bu sürece katkıda bulunmuştur.

2.1.6 Teknolojik Faktörler

Teknolojik faktörlerin etkisi özellikle finansal kesimde kendisini göstermektedir. İletişim ve elektronik alanındaki gelişmeler finansal kesim üzerinde çok farklı etkiler yaratmış ve bankacılık, sigortacılık gibi alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin ürünleri giderek birbirlerine yaklaşmıştır. Bu gelişmeler başta bankalar ile sigorta şirketleri olmak üzere finansal sektörde meydana gelen birleşme ve devralmaların sayısında bir artışa yol açmaktadır.

2.1.7 Globalizasyon ve Sermayenin Serbest Dolaşımı

Globalizasyon ve sermayenin serbest dolaşımı temel olarak birleşme ve devralmanın sebebi değil iken, sınır ötesi birleşme ve devralmalar globalizasyon ve sermayenin serbest dolaşımının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadırlar.

Ayrıca globalizasyonun bir sonucu olarak artan rekabet şirketlerin büyümelerini gerekli kılmakta ve bu durum da uluslararası birleşme ve devralmaların sayısında artışa yol açmaktadır.

2.1.8 Nakit Akımının Cazibesi

Şirketin hisse senedi sahipleri ile şirket yöneticileri arasında bazen menfaat çatışması vuku bulabilmektedir. Jensen (1986) ile Brealey ve Myers (2003:933) şirket yönetiminin karlı bir yatırım fırsatı olmasa bile idaresi altında bulunan fazla nakdi genellikle hisse senedi sahiplerine kar payı adı altında dağıtmaktan imtina ettikleri çünkü böyle bir işlemin şirket yönetiminin gücünü azatlığını ileri sürmektedir. Bu durumda idareleri altında bulunan fazla nakdin harcanmasının yollarından birisi bir diğer şirketin satın alınmasıdır. Ancak nakit fazlasına sahip olan ve bunu pay sahiplerine dağıtmak yoluna gitmeyen şirketler aynı zamanda diğer şirketlerin hedefi konumuna da gelebilmektedir. 1980 öncesi petrol krizi sırasında nakit akışı

bakımından zengin durumda bulunan petrol şirketleri diğer şirketler tarafından ele geçirilme durumu ile karşı karşıya kalmışlardır.

2.1.9 Yönetimsel Sebebiyetler

Brealey ve Myers (2003:933) ile Gaughan'a (2002:151) göre maliyetlerin kısılması ve satışların artırılması potansiyeline sahip şirketler her zaman mevcuttur. Bu durum ise yönetimsel becerilerinin daha iyi olduğunu ve hedef şirketlerin kaynaklarını daha iyi yönetebileceğini düşünen şirketleri motive etmektedir. Yönetime ilişkin sebepler, özellikle özgün bir ürüne veya hizmete sahip olan ve hızlı bir biçimde büyüme gösteren ancak piyasada rekabet edebilmek için gerekli yönetimsel deneyime ve bilgi birikimine sahip olmayan ufak şirketlere büyük şirketler tarafından teklif yapılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ancak bu tip işlemler sonucunda küçük durumda olan şirketin yönetimi büyük tarafından değiştirilmekte ve bu işlemler genelde dostça bir devralma olarak nitelendirilmemektedir.

2.1.10 Olduğundan Daha Az (Undervalued) Değerlenen Şirketler

Damodaron (1994:285) a göre, birleşme ve devralmalara sebebiyet veren en temel faktörlerden birisi olduğundan daha az değerlendirilen şirketlerin varlığıdır.

Finansal piyasalar tarafından gerçek değerlerinden daha az bir biçimde değerlendirilen şirketler bu anormalinin ya da fırsatın farkına varan diğer şirketlerin hedefi olmaktadır. Ancak bu stratejinin bazı zorlukları da bulunmaktadır. Buna göre teklifte bulunacak şirketlerin, ilk başta gerçek değerinden daha düşük bir fiyata işlem gören bir hedef şirketi tespit etmesi gerekmektedir. İkinci olarak, bu işlemi gerçekleştirecek yeterli kaynağa sahip olması gerekmektedir.

Diğer taraftan ise etkin (verimli) piyasa hipotezi (efficient market hypothesis) ise gelişmiş olan hisse senedi piyasalarında (sermaye piyasalarında) bir şirketin değerinden düşük olarak değerlendirilmesinin mümkün olmayacağını çünkü tüm yatırımcıların aynı bilgiye sahip olduğunu ve bu durumun ise şirketin hisse senedi fiyatlarına daha önceden yansımış olacağını ileri sürmektedir.

2.1.11 Yönetimin Kişisel Çıkarları

Roll (1981) yönetimin kişisel çıkarlarının birleşme ve devralmalarda önemli bir motivasyon kaynağı olabildiğini ileri sürmektedir. Buna göre, yöneticiler şirketin büyümesi durumunda maaşların (maddi imkanların) ve statünün (manevi tatmininin) artacağını düşünmekte ya da hissetmektedirler. Bu durumda ise şirkette pay sahibi olanların gelirlerinin artırılması birleşme ve devralma işleminin temel amacı olmaktan çıkmaktadır. Bunun yanı sıra,

küçük şirketler büyükler tarafından ele geçirilmek ve bu durumda ise yöneticilerin görevlerine son verilmek riski ile karşı karşıya bulunmaktadır.

2.1.12 Üçüncü Taraflardan Kaynaklanan Motivasyonlar

Bu motivasyonlar özellikle danışmanlardan, tedarikçilerden ve müşterilerden kaynaklanmaktadır. Raghavendra (2000) birleşme ve devralma işlemlerinde danışmanlık yapan kişilerin/şirketlerin; bu işlemlerin müşterileri konumunda bulunan şirketlere hiç ya da çok az değer katacak olsa bile, müşterileri durumunda bulunan şirketleri, işlemler neticesinde elde edecekleri yüksek danışmanlık ücretleri ve komisyonlar nedeniyle, bu tarz işlemler için motive ettiklerini ya da teşvik ettiklerini savunmaktadır. Ayrıca bazı durumlarda, şirketlerin tedarikçisi ya da müşterisi konumunda bulunan şirketlerde bir birleşme ve devralma işleminin gerçekleşmesini isteyebilmektedirler.

2.2 Birleşme Ve Devralma Başarısızlıklarının Nedenleri

Tahmin edilebileceği gibi tüm birleşme ve devralmalar başarılı olamamaktadır. Birleşme ve devralmalara sebebiyet veren faktörler açıklanırken sinerji etkisinden bahsedilmiş ve bir ile birin toplamının ikiden daha büyük olabileceği belirtilmiştir. Ancak pratik hayatta olaylar her zaman umulduğu ya da planlandığı gibi cereyan etmeyebilmekte ve bunun sonucunda birlerin toplamı ikiden daha küçük olabilmektedir. Buna sebebiyet

veren çeşitli temel nedenler olmakla birlikte her olayın kendine özgü bir takım özellikleri bulunmaktadır. Diğer taraftan birleşme ve devralmaların bir takım başarısızlık nedenleri aşağıda yer almaktadır:

2.2.1 İşlem Sonrası İçin Yapılan Planların Eksikliği ya da Yetersizliği

Birleşme ve devralmalarda karşılaşılan temel başarısızlık faktörlerinden birisi bu işlemler sonrası için geçerli olacak planların olmayışı ya da yetersizliğidir. Var olan planların bir kısmı ise yalnızca işlem sonrası ortaya çıkması beklenen sinerjiye odaklanmaktadır.

Ayrıca bir birleşme ve devralma işleminin planlanması sırasında önemli adımlardan birisi de şirket organizasyonu içerisinde yer alan kilit personelle ilgili entegrasyon sürecidir. Ve bununla ilgili detaylı bir planlama gerekmektedir. Bu plan yapılmadığında ya da eksik yapıldığı durumda ise birleşme ve devralmalar istenen etkiyi yaratamayabilmektedir.

2.2.2 Güvenirliliğe İlişkin Sorunlar (Lack of Accountability)

Bir çok yönetici ve çalışan, birleşme ve devralmaya ilişkin duyuruların yapılması ertesinde işleme yapacakları katkıyı ve olaya katılımlarını gösterme gayreti içinde olmakta ancak birleşme ve devralma işleminin gerçekleşmesi ile birlikte bu kişilerin yalnızca küçük bir kısmı bir sorumluluk veya görev üstlenmek konusunda istekli davranmaktadırlar.

2.2.3 Yönetimin Egosundan Kaynaklanan Problemler

Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemler gerçekleştiikten sonra hedef ve alıcı durumunda bulunan şirketlerin üst yönetimi güçlerini ve yetkilerini paylaşmak durumunda kalmaktadırlar. Bu durumda işlem sonrası dönemde her iki tarafta bulunan şirket CEO'larının çatışması bu tarz işlemlerde sıklıkla karşılaşılan bir durum teşkil etmektedir. Bu ise işlem öncesi motivasyonun ve amaçların ortadan kalkması anlamına gelmektedir.

2.2.4. Dışsal Faktörlerin ve Sınırlamaların Göz Önüne Alınmasındaki Eksiklikler ve Hatalar

İşlem sonrası için ortaya koyulan planların bir kısmının dışsal faktörler ya da üçünü kişilerin etkisiyle başarısızlığa uğraması da olasılık dahilindedir. Örneğin çalışanların bir kısmının iş akitlerinin feshedilmesine ilişkin işlem öncesinde yapılan planlamanın, sendikaların veya diğer yetkili kurumların etkisiyle hayata geçirilmemesi mümkündür.

2.2.5 Kültür Farklılığı ya da Kültür Şoku

Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemler gerçekleştiikten sonra genellikle şirketlerin bir araya getirilmesi sırasında genellikle bazı kültürel sorunlar ortaya çıkmaktadır. Zira birbirine benzer üretim ve yönetim tarzları dahi bulunsa bile her örgütün ya da şirketin kendine özgü bir kültürü

bulunmaktadır. Bu durumda farklı kùltùrlere sahip Şirketlerin birleşmesi önceden görùlemeyen kùltùr farklılığına diğer bir deyişle anlaŐmazlıklara ve sorunlara yol açaabilmektedir. Bu durumda beklenen sinerji etkisi tam zıt yönde bir sonuç verebilmektedir.

Ayrıca hedef durumunda bulunan Şirket çalıŐanları, organizasyonun yönetim yapısının veya kùltürünün deđiŐmesi sonucunda iŐlerini ya da mevcut pozisyonlarını kaybetmeleri de mümkündür. Bu ise en iyimser olarak çalışanların iŐe konsantrasyonunu ve verimliliğini azaltmaktadır.

2.2.6 Yüksek Fiyat (Winner's Curse) Sorunu

Eğer teklifte bulunan Şirket hedef Şirket için yüksek miktarda bir ödeme yapmış ise birleŐen firmaların hisse sahiplerinin gelirlerinin artması ihtimali çok düşüktür.

2.2.7 AŞırı İyimserlik

Roll (1986) yöneticilerin fırsatları, piyasa Őartlarını, rekabet durumunu ve işlemlerin sinerji etkisini değerlendirirken kendi kabiliyetlerine olan aşırı güvenden dolayı aşırı iyimser bir biçimde değerlendirebileceklerini ileri sürmektedir. Yöneticiler bazı durumlarda ise karŐılaŐılacak olan maliyetleri olduğundan daha az değerlendirmektedirler. Roll bu hipotezi yöneticilerin niçin Şirketlere değerlerinden daha fazla fiyat ödediklerini açaıklamak için

kullanılmaktadır. Bu hipotez aynı zamanda Hayward ve Hambrick (1995) tarafından da kabul edilmiş ve çalışmalarında kullanılmıştır.

2.2.8 Yetersiz Ön İnceleme(Due Dilligence)

Birleşme ve devralamalara ilişkin işlemlerin değerlendirilmesi ve tamamlanması sırasında buna ilişkin bir çok profesyonel due dilligence süreci sırasında kanıtlara ve önerilere sahip olmakla birlikte bu süreç yalnızca şirket dışındaki kişiler tarafından gerçekleştirilebilecek bir şey değildir. Bu profesyoneller due dilligence işlemi sırasında profesyonel kişiler olarak değerlendirilmekle birlikte işi günlük işlerin bizatihi içerisinde olan kişilerden daha iyi bilen bir kişi ya da profesyonel de bulunmamaktadır. Bu çerçevede ilgili şirketle ilgili olarak due dilligence sürecinde yeterli bilgi edinilememesi durumunda birleşme ve devralmaya ilişkin bir başarısızlık durumunu söz konusu olabilir.

2.2.9 Birleşme ve Devralmalarda Yatırım Bankalarının Rolü

Birleşme ve devralma işlemlerinde yer alan yatırım bankalarının bu işlemlerdeki rollerine ve etkilerine ilişkin olarak da bir takım araştırmalar yapılmıştır. Bu araştırmaların amacı, yatırım bankasının şöhreti ile piyasa payı arasındaki karşılıklı ilişki (korelasyon) ile yine aynı şekilde satın alınan firma için ödenen miktar ile hisse senedi performansı arasındaki ilişkinin ölçülmesidir.

Yatırım bankalarının müşterileri durumunda bulunan şirketleri daha yüksek teklif verme yönünde cesaretlendirirse, bu durum aynı zamanda daha fazla komisyonun bankaya ödenmesi anlamına gelmektedir. Zira yatırım bankalarına ödenen komisyonlar işlemin miktarına bağlı olarak belirlenmektedir. Bu durum yatırım bankaları ile müşterileri arasında bir menfaat çatışması yaratmaktadır.

BÖLÜM III

BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN GELİR ETKİSİNİN HESABINDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Birleşme ve devralmaların şirket hisse senetleri sahipleri için bir değer mi yarattığı yoksa gelir kaybına mı yol açtığını tespit etmek için bu işlemlere konu olmuş şirketlerin kısa ve uzun dönem getirilerinin hesaplanması gerekmektedir.

Daha öncede belirtildiği üzere literatürde bunun tespiti için kullanılan iki temel yöntem bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla¹; Muhasebe ve Finansal Tablolara İlişkin Çalışma Yöntemi (Accounting Study) ve Olay Çalışması Yöntemi (Event Study)

¹ Bunun dışında literatürde yer alan ancak analizlerde fazlaca kullanılmayan iki yöntem daha bulunmaktadır: surveys of executives ve clinical studies

3.1 Muhasebe ve Mali Tablolara İlişkin Çalışma Yöntemi (Accounting Study)

Bu yöntem kısaca geleneksel yöntem (traditional approach) yahut faaliyet performansı yöntemi (operating performance approach) olarak adlandırılmaktadır. Bu yöntemle göre şirketlerin birleşme ve devralma öncesi ile sonrasındaki mali tabloları analiz edilerek bu işlemlerin etkileri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Bu çerçevede, esas olarak sermayenin ve varlıkların getirileri ile kar marjları inceleme konusu edilmektedir. Böylece birleşme ve devralmanın etkileri değerlendirilmiş olmaktadır.

Bu tarz analizlerde temel olarak performans ve karlılık oranları ile likidite ve finansal kaldıraç oranları kullanılmaktadır.

Performans ve Karlılık Oranları ise aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- a) Özkaynakların Getirisi (Return On Equity(ROE),
- b) Sermayenin Getirisi (Return On Capital (ROC),
- c) Brüt Kar Marjı (Gross Profit Margin),
- d) Net Kar Marjı (Net Profit Margin),

Diğer taraftan, likidite ve finansal kaldıraç oranları ise şu şekilde sıralanabilir;

a) Kaldıraç Oranı (Gearing Ratio),

b) Cari Oran (Current Ratio),

c) Likidite Oranı (Quick Assets Ratio)

3.2 Olay Çalışması Yöntemi (Event Study)

Bu yöntem ilk kez; Fama, Fisher, Jensen ve Roll tarafından 1969 yılında yapılan çalışmada kullanılmıştır. (The adjustment of stock prices to new information, International Economic Review 10(2):1-21). Yöntem daha sonraları hisse senetlerinin bir olay ya da duyuru karşısındaki fiyat değişikliği etkisini incelemek amacıyla kullanılan standart bir yöntem haline almıştır².

Bu yöntem temel olarak iki amaç için kullanılmaktadır;

1- Sıfır (Null) Hipotezini Test Etmek: Bu testte piyasada oluşan yeni bilgiye etkin bir biçimde uyum sağlanıp sağlanmadığı değerlendirilmektedir,

² Yöntem genellikle Fama Yöntemi-Yaklaşımı (Fama Approach) olarak adlandırılmaktadır.

2- Olayın ya da duyurunun gelir etkisini belirlemek: Bu işlem beklenmeyen olay ya da duyuru sonrasında hisse senetlerinde normal olmayan bir getirinin olup olmadığını değerlendirmektedir.

Buna göre alıcı ya da hedef durumunda olan şirketin fiyata ya da temettüye dayalı hisse senedi getirileri, piyasada yer alan diğer hisse senetlerinin getirileri (ya da piyasayı temsil eden portföyle örneğin fiyat endeksiyle) ile kıyaslanmaktadır. Alıcı ya da hedef durumunda olan firma getirilerinin piyasa getirilerine oranla farklılıkları belirli bir “dönem-olay penceresi (event window)” için hesaplanmaktadır. Bu hesaplama “olay - event” öncesi ve sonrasını kapsamakta olup belirli bir sayıda günü veya ayı içerebilir (Örneğin olay öncesi ve sonrası kırk gün).

Olay çalışması yönteminin uygulanmasında şu işlemler sırasıyla takip edilmektedir;

- 1- Olayın tanımı,
- 2- İnceleme yeri ve döneminin belirlenmesi,
- 3- Veri setinin oluşturulması ve verinin temini,
- 4- Olayın gerçekleştiği günün yahut günlerin belirlenmesi,
- 5- İnceleme dönemin (inceleme aralığı, olay penceresi - event window) belirlenmesi,
- 6- Tahmin aralığının (estimation period) ve varsa diğer aralıkların (örneğin birleşme sonrası incelenme aralığı - post merger period) belirlenmesi,

7- Getirilerin belirlenmesi,

- a) piyasa modeli metodu (market model method)
 - i. getirilerin (returns) hesaplanması
 - ii. alfa ve beta katsayılarının tahmini
 - iii. beklenen getirilerin (expected returns) hesaplanması
 - iv. (varsa) normal olmayan getirinin (abnormal returns) tespiti
 - v. (varsa) normal olmayan ortalama getirinin (average abnormal returns) tespiti
 - vi. (varsa) normal olmayan birikimli ortalama getirinin (cumulative average abnormal returns) tespiti
- b) ayarlanmış piyasa getirisi modeli (market-adjusted model)

Bu çalışmanın beşinci bölümde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na ilişkin olarak yapılacak ampirik çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılacak olup inceleme sırasında yukarıda belirtilen yöntem sırası kullanılacaktır.

3.3 Yöntemlerin Güçlü ve Zayıf Yönleri

Olay çalışması yöntemi uzun yıllardan beri kullanılmakta olan ve güvenilir bir araştırma yöntemidir. Buna göre birleşme ve devralmalarının gelir ya da kayıp etkisine yönelik olarak yapılan çalışmaların bir çoğunda bu yöntem kullanılmaktadır.

Ancak, hemen hemen her yöntemde olduğu gibi, gerek muhasebe ve mali tablolara ilişkin çalışma yönteminin gerekse olay çalışması yönteminin zayıf ve güçlü tarafları bulunmaktadır.

Muhasebe ve mali tablolara ilişkin çalışma yöntemi, bir takım beklentiler veya tahminler yerine birleşme ve devralmaların gerçek faaliyet performansı sonuçlarını değerlendirdiğinden daha güvenilir sayılabilir. Ancak gerçek performansın her zaman ve her şartta ekonomik anlamda doğru sonuçlar vereceğı de garanti edilememektedir.

Ayrıca muhasebe yöntemi diğer yöntemlere göre göreceli olarak daha kolay anlaşılmalıdır. Bunu sebebi ise bu yöntemin kişilerin daha fazla aşına oldukları muhasebe ve mali tablo verileri ile bu verilerden elde edilen finansal verilere dayanmasından kaynaklanmaktadır.

Ancak bu verilerin aynı zamanda tarihi ya da geçmiş dönemleri yansıtmada güvenilirlik sorunu bulunmaktadır. Bu sorun geçmişe yönelik olarak kullanılan tüm oranlar ve analizler için geçerlidir. Statik yaklaşımların hepsinde aynı sorun bulunmaktadır.

Buna ilave olarak birleşme veya devralma öncesi ve sonrası faaliyet performansında meydana gelen farklılar yalnızca bu işlemde de kaynaklanmayabilir. Diğer faktörlerin dikkate alınmaması ise sonuçların güvenilir olmamasına sebebiyet verebilir.

Olay alışması yöntemi diğer yönteme göre işlemin ya da olayın gerçek ekonomik etkilerinin tespitinde daha güvenilir bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun sebebi ise piyasa fiyatlarının kullanımının, potansiyel eksiklikleri bulunan muhasebe verilerinden daha güvenli olmasındandır.

Daha önce belirtildiği üzere, olay çalışması yöntemi belirli bir “dönem” için hesaplamayı ve analizi içermektedir. Ancak, bu dönemin belirlenmesi için bir standart bulunmamaktadır. Dolayısıyla olay çalışmasını inceleyen araştırmalarda kullanılan “dönemler”, daha önce verilen örneklerden de görülebileceği üzere, farklılık göstermektedir. Örneğin birleşme ve devralmaya ilişkin olarak yapılan kamuoyu duyurusu, yapılmadan önce piyasaya bununla ilgili bir bilgi sızması mümkündür. Bunun sonuçlarının tespiti için ne kadar zamanlık bir dönemin dikkate alınacağı incelemenin yapılacağı piyasaya bağlı olarak farklılık gösterebilir. Yeterli miktarda ve kalitede düzenlemenin ve denetimin yapılmadığı, görece olarak sığ ve gelişmemiş piyasalarda bu tür işlemlere ilişkin bilgilerin diğer piyasalara oranlara daha kolay ve fazla sızması mümkündür.

BÖLÜM IV

BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN GELİR ETKİLERİ

Bugüne kadar yapılmış olan çalışmaların bir çoğu hedef şirket hisse senetlerinin performansında meydana gelen olumlu gelişmelerin aksine, işlemde satın alan taraf pozisyonunda bulunan şirketlerin işlem sonucunda negatif ya da zayıf getiri elde ettiklerini göstermektedir.

Buna ilave olarak; bir takım çalışmalar da ödeme yöntemi v.b. diğer faktörlerin getiri üzerindeki etkileri de incelemiştir.

4.1 Kamuoyu Duyurusuna Yakın Günlerdeki Getiriler

Birleşme ve devralmaya ilişkin bir duyurunun hedef firma ve alıcı firmaya olan etkileri ve bu işleme ilişkin piyasa tepkisi ile ilgili olarak bugüne kadar bir çok araştırma yapılmıştır. Hatta yapılan ampirik çalışmaların bir çoğunun bu konuda yoğunlaştığını da söyleyebiliriz.

Tablo 1'den de gözükebileceği gibi hedef şirketlerin ortalama getirisi teklif veren firmaların ortalama getirisinden daha fazla olmaktadır. Bu konuda yapılan hemen hemen tüm çalışmalar da hedef durumda olan şirketlerin pay sahiplerinin getirisinin duyurunun yapıldığı günler civarında pozitif yönde olduğu görülmektedir. Bu sonucun kısaca teklifte bulunanların genellikle değerinden fazla ödeme yapması ile açıklanması mümkündür. Ancak alıcı durumundaki şirketler için sonuçlar ise ters yönde gelişmektedir.

Tablo:1 Birleşme ve Devralmaya İlişkin Duyurunun Yapıldığı Günler Civarında Hedef ve Alıcı Şirketlerin Getirileri

Araştırmacı	Piyasa	Dönem	Örneklem		Birleşme ya da Teklif	Gün Sayısı	Ortalama Getiri	
			Hedef	Alıcı (Teklif Veren)			Hedef	Alıcı (Teklif Veren)
Dodd & Rubback (1977)	A.B.D.	58-78	133	124	Teklif	(0,30)	+20.58	+2.83
Kummer & Hoffmeister (1978)	A.B.D.	56-74	50	17	Teklif	(0,30)	+16.85	+5.20
Bradley (1980)	A.B.D.	62-77	161	88	Teklif	(-20,20)	+32.18	+4.36
Dodd (1980)	A.B.D.	70-77	71	60	Birleşme	(-1,0)	+13.41	-1.09
Bradley, Desai & Kim	A.B.D.	62-80	162	161	Teklif	(-10,10)	+31.80	+2.35
Asquith (1983)	A.B.D.	62-76	211	196	Birleşme	(-1,0)	+6.20	+0.20
Malatesta 1983	A.B.D.	69-74	83	256	Birleşme	(0,30)	+16.8	+0.90

Kaynak: Tablo Tarafınca Yapılan Literatür Taraması ile Diğer Çalışmalarda Kullanılan Literatür Taramalarının Derlenmesi Sonucunda Oluşturulmuştur.

Yukarıda yer alan tabloyu daha detaylı olarak incelediğimizde konu ile ilgili olarak yapılan 8 ampirik incelemenin hepsinde hedef şirket getirilerinin artmış olduğu görülmektedir. Bu getiriler en düşük %6.20 olarak en yüksek ise %31.80 olarak gerçekleşmiştir.

Diğer taraftan, alıcı durumunda olan şirketlerin getirileri ile ilgili olarak kesin bir sonuç elde edilememektedir. Görülebileceği üzere alıcı şirket getirilerinin negatif olarak tespit edildiği ampirik çalışmalar (Dodd, 1980)

bulduğu gibi %5.20'lik pozitif etkinin saptandığı çalışmalarda (Kummer ve Hoffmeister, 1978) bulunmaktadır. Ancak, birleşme ve devralmalara ilişkin duyuruların yapıldığı günler civarında hedef şirketlerin getirilerinin alıcı şirket getirilerinden daha fazla olduğunu ise kesin bir şekilde ifade edebiliriz.

4.2 Kısa Dönemdeki Gelir Etkisi

Yukarıda ifade edilmeye çalışılan kamuoyu duyurusuna yakın günlerdeki etkiler dışında birleşme ve devralmaların kısa dönem etkileri ile ilgili de bir takım çalışmalar yapılmış olup buna ilişkin ampirik sonuçlar aşağıda yer alan tabloda (Tablo: 2) gösterilmiştir.

Tablonun incelenmesinden görülebileceği üzere ortalama getirilerin pozitif olduğunu gösteren çalışmaların yanı sıra negatif getirilerin elde edildiği çalışmalarda bulunmaktadır.

Tablo2: Birleşmeye ve Devralmanın Kısa Dönem Etkileri

Araştırmacı	Piyasa	Dönem	Örneklem	Birleşme/ Teklif	Ay Sayısı	Ortalama Getiri
Mandelker (1974)	A.B.D.	1941-1962	241	Birleşme	12	+0.60
Dodd ve Ruback (1977)	A.B.D.	1958-1978	124	Teklif	12	-1.32
Langestieg (1978)	A.B.D.	1929-1969	149	Birleşme	12	-6.59
Asquith (1983)	A.B.D.	1962-1976	196	Birleşme	8	-7.20
Malatesta (1983)	A.B.D.	1969-1974	121	Birleşme	12	-2.90
Malatesta (1983)	A.B.D.	1969-1974	59	Birleşme	12	-7.70
Malatesta (1983)	A.B.D.	1970-1974	75	Birleşme	12	-13.7
Agrawal, Jaffe ve Mandalkar (1992)	A.B.D.	1955-1987	765	Birleşme	12	-1.56

Kaynak: Tablo Tarafımca Yapılan Literatür Taraması ile Diğer Çalışmalarda Kullanılan Literatür Taramalarının Derlenmesi Sonucunda Oluşturulmuştur.

Ancak, temel olarak duyurunun yapılması ile birleşme veya devralmanın gerçekleşmesi arasındaki dönemi inceleyen bu çalışmalarda

elde edilen sonuçlar negatif olmaktadır. Buna göre yapılan 8 çalışmanın 7'sinde getiriler negatif olarak gerçekleşmekte olup, -%1.31 ile -%13.7 arasında değişiklik göstermektedir.

Jensen ve Ruback tarafından yapılan çalışmada (Jensen ve Ruback 1983) birleşme ve devralmaların kısa dönem etkileri ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sonuçlara ulaşılmıştır;

- 1) Hedef şirketlerin hissedarları başarılı birleşmeler sonucunda önemli ölçüde kısa dönem getirisi elde etmektedirler. Bu kazançlar birleşme yerine teklif olması durumunda daha fazla olmaktadır. Bu durum dostane bir biçimde gerçekleşen birleşmelerin dostane olmayan tekliflerden daha düşük bir fiyattan gerçekleşmesi sonucunda ortaya çıkabilir.
- 2) Alıcı şirketlerin hissedarları hedef şirket hissedarlarına kıyasla daha az getiri elde etmektedirler. Ayrıca, herhangi bir birleşmeye ilişkin bir duyurudan sonra alıcı şirket hissedarları önemli ölçüde kayıpla karşı karşıya kalmaktadırlar.
- 3) Başarısızlıkla sonuçlanmış bir birleşme ya da teklif sonucunda hedef şirket hissedarlarının getirileri negatif olmaktadır.

4.3 Birleşme Sonrası Dönem Getirileri (Uzun Dönem Etkileri)

Diğer taraftan, devralmayı takip eden durumlarda uzun dönem hisse getirisine ilişkin olaylar göstermektedir ki alıcı firmanın hisse senedi sahipleri ortalama negatif getiri elde etmektedirler.

Buna ilişkin ampirik sonuçlar aşağıda yer alan tabloda (Tablo:3) yer almaktadır.

Tablo 3: Birleşme ve Devralmaların Uzun Dönem Etkileri

Araştırmacı	Piyasa	Dönem	Örneklem Sayısı	Olay Ağırlığı	Ay Sayısı	Ortalama Getiri (%)
Mandalken (1974)	A.B.D.	1941-62	241	Birleşme	40	-2.0
Langetieg (1978)	A.B.D.	1929-69	149	Birleşme	60	Negatif
Dodd ve Ruback (1977)	A.B.D.	1958-76	124	Devralma	60	-5.9
Firth (1980)	A.B.D.	1969-75	434	Devralma	36	0.1
Barnes (1983)	A.B.D.	1962-76	196	Birleşme	60	6.3
Maggenheim ve Muller(1988)	A.B.D.	1976-81	51	Birleşme	36	-24.57
Franks ve Haris (1989)	İngiltere	1955-85	1058	Devralma	24	-12.6
Limmack (1991)	İngiltere	1977-86	448	Devralma	24	-14.96
Franks, Haris ve Tutman (1991)	A.B.D.	1975-84	399	Devralma	36	-3.96
Agrawal, Jaffe ve Mandalker (1992)	A.B.D.	1955-87	765	Birleşme	60	-10.26
Loderer ve Martin (1992)	A.B.D.	1966-86	1298	Devralma	40	0.75
Loughran ve Vijn (1997)	A.B.D.	1970-89	788	Birleşme	60	-15.90
Gregory (1997)	A.B.D.	1984-92	420	Devralma	24	-9.18
Rau ve Vermaelen (1998)	A.B.D.	1980-91	2823	Birleşme	36	-4.04
Higson ve Eliot (1998)	İngiltere	1975-90	722	Devralma	36	0.83
Mitchell ve Stafford (1998)	A.B.D.	1961-93	2767	Devralma	36	-2.0
Baker ve Limmack (1999)	A.B.D.	1977-90	595	Devralma	24	-12.77
Andrade, Mitchell ve Stafford (2000)	A.B.D.	1961-93	4300	Birleşme	36	-5.0
Pecherot (2001)	Fransa	1977-93	80	Devralma	36	-24.22

Kaynak: Tablo Tarafımca Yapılan Literatür Taraması ile Diğer Çalışmalarda Kullanılan Literatür Taramalarının Derlenmesi Sonucunda Oluşturulmuştur.

Tablonun incelenmesi neticesinde görülebileceği üzere, birleşme ve devralmaların uzun dönem etkileri genel anlamda negatif olmakla birlikte, pozitif getirinin elde edildiği ampirik çalışmalarda bulunmaktadır.

Loughran ve Vih (1997) tarafından yapılan araştırmaya göre, alıcı firmalar uzun dönemde negatif getiri elde etmektedirler.

Pecherot (2000) Fransa'da gerçekleştirmiş olduğu araştırmada alıcı firmaların devralmadan sonraki performanslarının negatif olduğu sonucuna varmıştır. Diğer bir deyişle bu işlem bir gelir kaybına yol açmaktadır.

4.4 deme Yöntemi

deme yöntemi birleşme ve devralmalarda çok önemli rol oynamaktadır. Buna göre, farklı ödeme yöntemleri alıcı ve hedef şirketler için farklı getiriler sağlamakta ve bu da doğal olarak şirketlerin hisse senedi sahiplerinin getirilerini etkilemektedir.

Birleşme ve devralmalarda temel olarak üç ödeme yöntemi bulunmaktadır. Bunlar; nakit, hisse senedi ve son olarak da borçtur. Ancak bu alternatif ödeme yöntemleri piyasa şartlarına, muhasebe ve vergi düzenlemelerine ve finansal stratejiye bağlı olarak farklılık göstermektedir.

Örneğin, Loughran ve Vih (1997) tarafından yapılan araştırmaya göre nakit içeren tekliflerin getirisi hisse senedi içeren tekliflerin getirisinden daha fazla olmaktadır. Asquith (1987), Travlos (1987), Franks (1988), Eckbo (1990), Carleton (1983), Agrawal (1992), Sullivan (1994), Limmack (2001) ve Andrade (2000) tarafından gerçekleştirilen araştırmalarda da aynı sonuca

ulaşmıştır. Bu araştırmacıların bulgularına göre, nakit içeren işlemlerde getiriler - % 1.4 ile % 33.27 arasında olurken hisse senedi içeren işlemlerde getiri - %75.52 ile % 6.35 arasında değişmektedir. Ancak getiriler aynı zamanda incelenen aralığa ve ülkeye bağlı olarak da farklılıklar gösterebilmektedir.

Loughran ve Vijh (1997) tarafından yapılan araştırmaya göre;

- ◆ Nakit ile gerçekleştirilen devralma işlemleri sonucunda hisse senedi fiyatları işlemi takip eden beş yıl içerisinde %113 oranında artış göstermektedir. Diğer taraftan, aynı işlemin hisse senedi ile gerçekleştirilmesi durumunda getiri %61 olarak gerçekleşmektedir,
- ◆ Dostça olmayan devralmaların dostça olanlara nazaran daha fazla getiri sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Hisse senedi ile gerçekleştirilen devralmaların daha az oranda getiri sağlamasının nedeni başka bir şirketin hisse senedi ile satın alınmasının piyasalar tarafından yöneticilerin hisse senedi fiyatlarının olduğundan fazla değerlendirilmiş olduğuna inandığını göstermesi ve bunun hisse senetleri fiyatlarında bir düzeltmeye yol açmasıdır.

Bir sonraki tabloda (Tablo:4) yukarıda bahsedilen ampirik sonuçlar özetlenmekte ve ayrıca bu çalışmaların detayları hakkında bilgi verilmektedir.

Travlos (1987) tarafından incelenen 167 şirket sonucuna göre hisse senedi ile yapılan ödemeler -% 1.60 ile sonuçlanırken nakit olması durumunda getiri pozitifte dönmekte ve % 0.13 olarak gerçekleşmektedir.

Limmack ve Baker (2001) yapılan çalışmada iki ödeme yönteminin getirisi arasındaki fark daha da artmaktadır. Buna göre; nakit ödeme durumunda getiri % 33.27 iken aynı sonuç hisse senedi ile ödeme durumunda -% 75.52 olarak gerçekleşmektedir.

Tablo 4: Birleşme ve Devralmalarda Ödeme Yönteminin Etkisi

Araştırmacı	Piyasa	Dönem	Örneklem Sayısı	İncelenen Aralık	Ortalama Getiri (%)
Travlos (1987)	A.B.D.	1972-81	167	10 gün	-1.60 hisse senedi / -0.13 nakit
Franks, Haris ve Mayer (1988)	İngiltere	1955-84	392	24 ay	-9.4 hisse senedi / +17.5 nakit
Franks, Haris ve Mayer (1988)	A.B.D.	1955-84	207	24 ay	-18 hisse senedi / +9.4 nakit
Loughran ve Vigh (1997)	A.B.D.	1970-89	947	50 ay	-24.2 hisse senedi / +18.5
Andrade, Mitchell (2000)	A.B.D.	1961-93	4300	36 ay	-1.4 nakit / -9 hisse senedi
Limmack ve Baker (2001)	İngiltere	1987-90	595	60 ay	33.27 nakit / - 75.52 hisse senedi

Kaynak: Tablo Tarafımca Yapılan Literatür Taraması ile Diğer Çalışmalarda Kullanılan Literatür Taramalarının Derlenmesi Sonucunda Oluşturulmuştur.

4.5 Hisse Başına Kazanç Miyopluğuna İlişkin Hipotez

Birleşme ve devralmaların finansal performanslarının ölçülmesine ilişkin olarak gerçekleştirilen araştırmaların bir çoğu hedef şirketlerin bu işlemler sonucunda pozitif getiri elde ettiklerini ortaya koymuştur. Bu durum alıcı tarafından hedef şirket için ödenen yüksek miktardaki ödeme ve

değerleme sırasında ele alınan hisse başına getirinin rolünden kaynaklanmaktadır.

Bu hipotez hisse başına kazanca pozitif etkide bulunacak olan birleşmelerin, diğer tüm şeyler sabit kalmak kaydıyla, en kötü performansı göstereceklerini öngörmektedir. Alıcı şirketin fiyat kazanç oranından daha düşük bir orana sahip bir şirketin alınması ve ödemenin hisse senedi ile yapılması satın alınan şirketin hisse başına kazancını artırabileceği gibi alıcı şirket yöneticisi için de işlemi haklı göstermesini sağlamasını kolaylaştıracaktır.

Rau ve Vermaelen (1998) tarafından gerçekleştirilen araştırmaya göre, bir devralmanın kısa dönemde hisse başına kazançta bir artış ile sonuçlanması durumunda yöneticiler bu işlem için daha yüksek miktar ödemeye istekli olmaktadır. Buna ilave olarak, piyasalar başlangıçta bu birleşmeleri ilk başta olduğundan daha fazla değerlemekte iken uzun dönemde düşük performans ile sonuçlanmaktadır.

Bu araştırmacılar birleşme sonrasında ve birleşmenin gerçekleşmemesi durumunda hisse başına kazancın büyümesi farklarını hesaplamışlardır. Buna göre, uzun dönemde hisse başına kazanca etkisinin önemli olmadığı sonucuna varmışlardır. Ancak bu sonuçlar, hisse başına kazanç miyopluğu hipotezini desteklememektedir.

4.6 Birleşme Sonrası Getirilerin Muhasebe ve Mali Tablolara Dayalı Olarak Analizi

Birleşme ve devralmaların etkilerinin mali tablolara dayanılarak da hesaplanması mümkün olmaktadır.

Aşağıda yer alan tabloda (Tablo:5) kamuoyuna açıklanan mali tablo sonuçlarına bağlı olarak gerçekleştirilen 8 çalışmanın özeti yer almaktadır. Bu analizler temel olarak kar marjına, büyüme hızına, aktiflerin getirisine, sermayenin getirisine ve özkaynak karlılığına bağlı olarak gerçekleştirilmiştir.

Tablo:5 Muhasebe ve Mali Tablolara Göre Sonuçlar

Araştırmacı	İnceleme Dönemi	Örneklem Sayısı	Temel Bulgular
Meeks (1977)	1964-72	233 Birleşme	Birleşik Krallıkta yer alan alıcı şirketlerin ROA'sında birleşme sonrası yıllarda düşüş gözlemlenmiştir.
Mueller (1980)	1962-72	287 Birleşme	ROE, ROA A.B.D.'de bulunan alıcı şirketler için daha düşük gerçekleşmiştir.
Ravenscraft & Scherer (1987)	1950-77	471 Birleşme	Hedef şirketlerin ROA'sında yıllık ortalama olarak %0.5'lik bir düşüş gerçekleşmiştir.
Hermaan & Lowenstein (1988)	1975-83	56 Dostça Olmayan Ele Geçirme	Alıcı şirketlerin ROC'u 1981 ile 1983 yılları arasında düşüş gösterirken 1975 ile 1978 yılları arasında %14.7'den %19.6'ya çıkmıştır.
Healy, Palepu & Ruback (1992)	1979-84	50 Birleşme	A.B.D.'de gerçekleşen en büyük 50 birleşme sonucunda varlıkların dönüş hızında iyileşmeler görülmekle birlikte nakit akımlarında bir iyileşme olmamıştır.
Chatterjee & Meeks	1977-90	144 Birleşme	Birleşik Krallıkta yer alan şirketler 1985 ile 1990 yılları arasındaki birleşme sonrasında karlılıkta kayda değer bir artış gösterirken aynı durum 1985 öncesi görülmemiştir.
Dickerson, Gibson & Tsakalatos (1977)	1948—77	613 Birleşme	Ele geçirme sonrası beş yıllık dönemde alıcı durumda olan şirketlerin ROA'sı olmayanlara göre %2 daha düşük gerçekleşmiştir.

Kaynak: Tablo Tarafımca Yapılan Literatür Taraması ile Diğer Çalışmalarda Kullanılan Literatür Taramalarının Derlenmesi Sonucunda Oluşturulmuştur.

ROA:Return On Assets: Varlıkların Getirisi
ROE:Return On Equity: Özkaynakların Getirisi
ROC:Return On Capital: Sermayenin Getirisi

Tablonun incelenmesinden görülebileceği üzere, Meeks (1977) alıcı durumunda bulunan İngiliz şirketlerin varlıklarının getirisinde birleşmeyi takip eden beş yıl içerisinde sürekli bir düşüş tespit etmiştir. Ayrıca, alıcı şirketlerin aynı zamanda birleşme sonrasında az miktarda bir kar düşüşü gerçekleşmiştir.

Müeller (1980), Amerika Birleşik Devletleri'nde yer alan şirketlerle ilgili olarak yapmış olduğu çalışmada bu şirketlerin özkaynaklarının ve varlıklarının getirilerinde bir düşüş tespit etmiş ancak anlamlı bir sonuca ulaşamamıştır.

BÖLÜM V

BİRLEŞME VE DEVRALMAYA İLİŞKİN KAMUOYUNA YAPILAN DUYURULARIN İ.M.K.B'YE KOTE ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİNİTKİSİ

Tezin asıl kısmını oluşturan bu bölümde birleşme ve devralmalara ilişkin olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olmuş şirketlerle ilgili yapılan ampirik çalışma yer almaktadır.

Yapılan ampirik çalışmanın sonuçları bir sonraki bölümde açıklanmaktadır.

5.1 Olayın Tanımı

Olay çalışmalarının (event study) ilk aşamasında olayın tanımlanması veya bir diğer ifadeyle amacın ortaya koyulması gerekmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere, bu çalışmada birleşme ve devralmalar incelenmektedir.

5.2 İnceleme Yeri Ve Döneminin Belirlenmesi,

Olayın tespit edilip ve amaçta belirlendikten sonra bu olayların nerede(hangi piyasa veya piyasalarda) ve hangi dönemler için araştırılacağıının tespit edilmesi gerekmektedir.

Bu çalışmada incelenecek veriler İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İ.M.K.B.) faaliyete başladığı yıl olan 1986 yılından 2005 yılı sonuna kadar geçen 20 yıllık süre içerisinde İ.M.K.B.'ye kote şirketlere ilişkin gerçekleşmiş olan birleşme ve devralmalara ilişkin kamuoyuna yapılan duyurulardır.

Birleşmeler ve devralmalar sonucunda meydana gelen getirilerinin tespiti ile ilgili olarak Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa'da bulunan şirketlere ilişkin bir çok inceleme yapılmıştır.

Daha önceki yıllarda yeterli sayıda olmamakla birlikte özellikle son birkaç yılda gelişmekte olan piyasalarda (emerging market) yer alan şirketlere ilişkin bir çok birleşme ve devralma işlemi gerçekleştirilmektedir. Bu çerçevede, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına (İ.M.K.B.) kote olan şirketlerin getirinin incelemesinin nedeni ise buna benzer bir çalışmanın hem İ.M.K.B için daha önce gerçekleştirilmemiş (event study) olması hem de İ.M.K.B.'nin gelişmekte olan bir ülke piyasası (emerging market) olmasıdır.

5.3 Veri Setinin Oluşturulması Ve Verinin Temini,

Veri setine dahil edilecek şirketlerle ilgili bilgiler İngiltere ve Türkiye'den temin edilmiştir. Bu çerçevede kullanılan temel veri tabanı kaynakları Datastream, Thomson ve Bloomberg isimli elektronik veri tabanlarıdır. Bununla birlikte İ.M.K.B. 100 Endeksine ilişkin veri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası(İ.M.K.B.)'sından temin edilmiştir. Ayrıca birleşme ve devralmaya ilişkin işlemlerin Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu iznine ve düzenlemesine tabi olması nedeniyle, elde edilen veriler Sermaye Piyasası Kurulu (S.P.K.) verileri ile karşılaştırılmak istenmiş olmakla birlikte tüm verilerin bire bir kontrolü için S.P.K.'dan yeterli sayıda resmi veri temin edilememiştir.

Thomson One Banker verilerine göre, 1 Ocak 1986 ile 31 Aralık 2005 tarihleri arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kote olan ve hedef (target) durumunda olan şirketlerle ilgili 134 adet birleşme ve devralma duyurusu yapılmıştır. Bu duyurulara konu olan şirketleri ve duyuru tarihlerini de içeren detaylı bilgiler ekte yer almakla birlikte (Ek:1) aşağıda yer alan tablodan da görülebileceği üzere bu 134 duyurunun 81'i tamamlanan, 26'sı askıda, 9'u durumu bilinmeyen, 8'i geri çekilen ve 10'u geçici olarak tanımlanmıştır.

Tablo: 6 Duyurusu Yapılan Birleşme ve Devralmalar (Hedef)

Birleşme ve Devralma Duyurusunun Durumu	İşlem Sayısı
Tamamlanan (Completed)	81
Askıda (Pending)	26
Durumu Bilinmeyen (Status Unknown)	9
Geri Çekilen (Withdrawn)	8
Geçici (Tentative)	10
TOPLAM	134

Kaynak: Thomson One Banker

Diğer taraftan, aynı dönemde yine İ.M.K.B.'ye kote olan şirketlerin alıcı durumunda olduğu 79 birleşme ve devralma duyurusu yapılmıştır ve bunlara ilişkin bilgilerde ekte yer almaktadır (Ek:2). Ayrıca aşağıda yer alan tablodan da görülebileceği üzere bu duyuruların 44'ü tamamlanan, 29'u askıda, 1'i durumu bilinmeyen, 1'i geri çekilen ve 4'ü geçici olarak tanımlanmaktadır.

Tablo: 7 Duyurusu Yapılan Birleşme ve Devralmalar (Alıcı)

Birleşme ve Devralmanın Duyurusunun Durumu	İşlem Sayısı
Tamamlanan (Completed)	44
Askıda (Pending)	29
Durumu Bilinmeyen (Status Unknown)	1
Geri Çekilen (Withdrawn)	1
Geçici (Tentative)	4
TOPLAM	79

Kaynak: Thomson One Banker

Bu çalışmada, 1 Ocak 1986 ile 31 Aralık 2005 tarihleri arasındaki verilerin seçimi sırasında yalnızca İ.M.K.B.'ye kote olan ve hedef (target) durumunda olan şirketler incelenmiştir. Yalnızca hedef konumunda olan şirketlerin incelenmesinin nedeni ise hem alıcı hem de hedef durumunda olan ve ayrıca İ.M.K.B.'ye kote olan şirket sayısının istatistiki anlamda yeterli olmamasından (30'dan az) kaynaklanmaktadır.

Ayrıca veri setinin dolayısıyla hedef şirketlerin sayısını azaltmamak için herhangi bir kısıt diğer bir deyişle bir eleme yapılmamıştır. Örneğin birleşme ve devralmaların parasal büyüklüğü, dostça ya da düşmanca olup olmadığı gibi hususlar dikkate alınmamıştır. Bu hususların yapılacak başka çalışmalarda ele alınabileceği düşünülmektedir.

Uluslararası yatırım bankacılığında yerleşik bir kavram olması nedeniyle de birleşme ve devralma terimi bir bütün olarak ele alınmış ve bu çalışmada ve yapılan ampirik inceleme de kavramlar arasında bir farklılaştırmaya gidilmemiştir. Ayrıca incelenen birleşme ve devralma duyurularının başarıya ulaşip ulaşmadığı veya sonucunun ne olduğu da inceleme sırasında dikkate alınmamıştır. Bunun nedeni yine veri setinin kısıtlı olmasından kaynaklanmaktadır.

Oysa ki, yapılan diğer araştırmaların bir çoğunda birleşme ve devralmaların başarıya ulaşip ulaşmadığı dikkate alınmakta ve özellikle başarılı olarak gerçekleşmiş işlemler incelenmektedir. Tamamlanmış işlemlerin incelenmesi uzun dönem analizleri yapmayı mümkün kılmaktadır.

Yukarıda verilen açıklamalar ve kısıtlamalar dahilinde incelemeye konu olan veri setindeki şirketlerin sayısı 73'tür.

Ancak 11 şirkete ait veride eksiklikler olması nedeniyle bu şirketler veri setine dahil edilmemiştir.

Sonuç olarak 62 şirket inceleme kapsamına alınmıştır. İncelenen şirket sayısının istatistiki anlamda yeterli olduğu düşünülmektedir.

5.4 Olayın Gerçekleştiği Günün Veya Günlerin Tespiti,

Olayın gerçekleştiği gün olarak birleşme ve devralmaya ilişkin duyuruların kamuoyuna açıklandığı (announcement day) gün kabul edilmektedir. Bu duyuru gününün belirlenmesinde Thomson One Banker³ verileri esas alınmıştır. Söz konusu veri tabanının kullanılmasının sebebi, tüm dünyada gerçekleşen birleşme ve devralmalara ilişkin duyurulara (announcement day) sistematik ve güvenilir bir biçimde ulaşılabilir olmasıdır.

Bu gün sıfırıncı gün (0. Gün - Day 0) olarak adlandırılmakta olup, genellikle birleşme ve devralmanın gerçekleştiği günü değil, buna ilişkin görüşmelerin veya tekliflerin kamuoyuna açıklandığı günü temsil etmektedir. Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemler genel olarak bu günden çok daha sonra gerçekleşmekte ve tamamlanma günü (completion date) olarak adlandırılmaktadır. Ancak bu çalışmada daha önce de belirtildiği üzere tamamlanma günü (completion date) belirlenmemiş ve dolayısıyla buna ilişkin herhangi bir çalışma veya analiz yapılmamıştır. Tekrar ifade etmek

³ Thomson One Banker, uluslararası yatırım bankacılarının ihtiyaç duyduğu önemli bilgi ve analiz araçlarını içeren web tabanlı bir elektronik veri tabanıdır. Bu çerçevede, dünya ölçeğinde gerçek zamanlı piyasa verilerine ve haberlerine ulaşmak mümkün olmaktadır.

gerekirse, tamamlanma günü uzun dönem analizler için gerekli olan bir kavramdır.

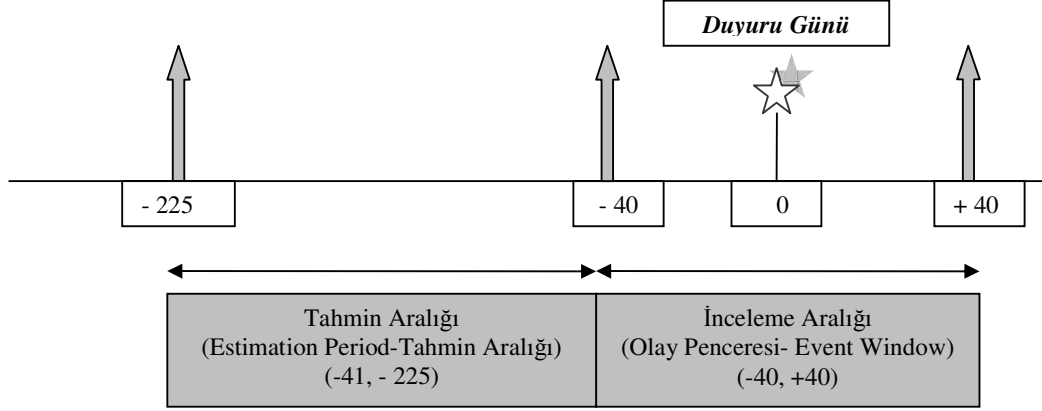
5.5 İnceleme Döneminin (Ya Da İnceleme Aralığı Veya Olay Penceresi - Event Window) Belirlenmesi

Daha sonra incelemeye konu olacak zaman aralığının tanımlanması gerekmektedir bu ise inceleme aralığı veya olay penceresi (event window) olarak adlandırılmaktadır.

Daha öncede belirtildiği üzere bu çalışmada birleşme ve devralmaların gerçekleşip gerçekleşmediği (completion date ve post-event window) dikkate alınmamakta ve yalnızca bu işlemlere ilişkin duyurunun yapıldığı günler (announcement date) dikkate alınmaktadır (pre-event window).

Şekilden de (Şekil:2) görülebileceği üzere; inceleme aralığı, duyurunun yapıldığı günden önceki 40 gün ile duyurunun yapılmasının takip eden 40 günü kapsamaktadır. Bu incelemenin yapılmasının sebebi hisse senedi fiyatı hareketlerinin en fazla bu dönem içerisinde görüleceğın tahmin edilmesi ve diğer buna benzer çalışmalardaki inceleme aralıklarının da benzer genişlikte ve hatta daha kısa olarak belirlenmiş olmasıdır. Geriye dönük sürenin ele alınmasının nedeni piyasada yer alan dedikoduların ve içeriden öğrenmeye ilişkin bilgilerin (insider trading) tepsi edilmesiyken ileriye yönelik inceleme ise piyasa etkinliğini test etmek amacıyla kullanılmaktadır.

Şekil: 2 Duyuru Günü , İnceleme ve Tahmin Aralığı



Kaynak: Şekil Tarafımca Oluşturulmuştur.

5.6 Tahmin Aralığının (Estimation Period) Ve Varsa Diğer Aralıkların (Örneğin Birleşme Sonrası İncelenme Aralığı - Post Merger Period) Belirlenmesi

Bu çalışmada tahmin aralığı olarak seçilen günler duyuru gününden önceki 41. ve 225. günler (-41, -225) arasını kapsayan 185 gündür. Bu dönemin olayın etkisinden bağımsız olabileceği diğer bir deyişle olayın etkisine maruz kalmayacağı kabul edilmektedir. Buna benzer diğer çalışmalarda yaklaşık olarak bu süre kullanılmıştır.

5.7 Getirilerin Belirlenmesi

Birleşme ve devralmanın etkilerini değerlendirebilmek ve normal ile normal olmayan (abnormal return) getirileri ölçebilmek için inceleme

dönemindeki getirilerin hesaplanması gerekmektedir. Weston, Siu ve Johson tarafından 2001 yılında gerçekleştirilen bir çalışmada normal ve normal olmayan getirilerin tespitinde kullanılan iki temel yöntem bulunmaktadır: piyasa modeli metodu (market model method) ve ayarlanmış piyasa getirisi modeli (market adjusted method) metodu.

5.7.1 Piyasa Modeli Metodu (Market Model Method)

Bu metod şirket getirilerinin bir eşik karşısındaki durumunu hesaplamak için bir regresyon analizi yapılmasını gerektirmektedir. Bu çalışmada kullanılacak olan eşik İ.M.K.B. Ulusal 100 endeksidir çünkü hedef durumda olan şirketlerin tümü İ.M.K.B.'ye kote olmuş şirketlerdir. Bu metodun uygulaması sırasında aşağıda yer alan aşamaların sıra ile takip edilmesi gerekmektedir.

5.7.1.1 Getirilerin (Returns) Hesaplanması

Teklif veren veya hedef (bu çalışmada yalnızca hedef durumda olan) durumda olan şirketlerin günlük getirileri ile piyasa endeksinin günlük getirileri şu formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Buna göre;

- R_{it} = Herhangi bir hisse senedi (i) veya piyasa endeksinin t günündeki getirisini,
- P_{it} = Herhangi bir hisse senedi (i) veya piyasa endeksinin t günündeki fiyatını,
- P_{it-1} = Herhangi bir hisse senedinin (i) veya piyasa endeksinin t-1. günündeki fiyatı (değeri)

ifade etmektedir.

5.7.1.2 α e β 'nin Tahmini

α ve β tahmin edilebilmesi için aşağıda yer alan regresyon formülünün her bir hisse senedi için hesaplanması gerekmektedir:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + E_t$$

Buna göre;

- α_i =Herhangi bir hisse senedinin(i) dönem içerisindeki, piyasa tarafından açıklanamayan, ortalama getirisini ölçmektedir,
- β_i =Herhangi bir hisse senedinin(i) piyasa hareketlerine/dalgalanmalarına karşı olan hassasiyetini ölçmektedir,
- R_{mt} = Piyasa endeksinin(m) t. günündeki getirisini ifade etmektedir,

- E_t = İstatistiki hatayı ifade etmektedir.

Bu formüle ilişkin hesaplama, olayı normal performansın etkisinden koruyabilmek amacıyla, inceleme aralığını içermeyen bir dönem için yapılmalıdır. Bu nedenle, bu çalışmada tahmin dönemi olarak adlandırılan ve inceleme aralığından 185 gün öncesini içeren dönemde (-225, -41) meydana gelen normal ve normal olmayan getiriler hesaplanmıştır.

α ve β her bir olay (event) yani birleşme ve devralma için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Olayın incelemeye dahil edilmesi sırasında ise t istatistiğinin (t-stat) mutlak değeri olarak 2'den büyük olmasına ve r karenin (R-Square) in ise %10'dan fazla olmasına dikkat edilmiştir. Aksi durumlardaki veriler (birleşme ve devralmaya ilişkin olaylar) incelemeye dahil edilmemiştir. Bu çerçevede incelmeye alınan toplam 62 şirketin verisinde azalama meydana gelmiş ve 8 şirket inceleme dışına çıkarılmıştır.

5.7.1.3 Beklenen Getirilerin (Expected Returns) Hesaplanması

α ve β tahmini değerlerini elde ettikten sonra, $\hat{\alpha}_i$ ve $\hat{\beta}_i$, her bir hisse senedinin (i) t zamanındaki beklenen getirisini aşağıda yer alan formül yardımı ile hesaplanmaktadır.

$$Er_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i * R_{mt}$$

Buna göre;

- ER_{it} = Herhangi bir hisse senedinin (i) t zamanındaki beklenen getirisini,
- $\hat{\alpha}_i$ = tahmini alfa değerini,
- $\hat{\beta}_i$ = tahmini beta değerini,
- R_{mt} = Piyasa endeksinin (m) t. gündeki getirisini

ifade etmektedir.

5.7.1.4 Varsa Normal Olmayan Getirinin (Abnormal Returns) Tespiti

Yukarıda yer alan işlemlerden ve hesaplamalardan sonra sıra, incelemenin temel noktalarından birisi olan ve herhangi bir hisse senedinin (i) t. gündeki fiili getirisi (gerçekleşen getirisi) ile beklenen getirisi arasındaki farkı ifade eden normal olmayan getiriyi (abnormal return) (varsa) hesaplamaya gelmektedir. Bu hesaplama sırasında aşağıda yer alan çıkarma formülü kullanılmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

Buna göre;

- AR_{it} = Herhangi bir hisse senedinin (i) t zamanındaki normal olmayan getirisini,

- R_{it} = Herhangi bir hisse senedinin (i) t zamanındaki gerçek getirisini,
- ER_{it} = Herhangi bir hisse senedinin (i) zamanındaki beklenen getirisini

ifade etmektedir.

5.7.1.5 Varsa Normal Olmayan Ortalama Getirinin (Average Abnormal Returns) Tespiti

Bundan sonraki adımda, normal olmayan getirilerin ortalaması hesaplanmakta olup bunun içinde aşağıda belirtilen basit aritmetik ortalama formülü kullanılmaktadır.

$$AAR_t = \frac{AR_{1t} + AR_{2t} + \dots + AR_{it} + \dots + AR_{nt}}{n}$$

Buna göre;

- AAR_t = Normal olmayan getirilerin ortalamasını,
- $AR_{1t} + AR_{2t} + \dots + AR_{it} + \dots + AR_{nt}$ = Hisse senetlerinin (1,2,i,...,n) t zamanındaki gerçek getirisini,
- n = İncelenen hisse senetlerinin (veri setine dahil senetlerin) sayısını

ifade etmektedir.

5.7.1.6 Varsa Normal Olmayan Birikimli Ortalama Getirinin Kümülatif (Cumulative Average Abnormal Returns) Tespiti

Bu metodun uygulanması ile ilgili olarak gerçekleştirilen son işlem ise birikimli ortalama getirinin hesaplanmasıdır. Bu inceleme aralığındaki normal olmayan birikimli getiri ortalamalarının toplanması ile edilmekte olup aşağıdaki formül ile ifade edilmektedir.

$$CAAR_{(-t, -t-1, \dots)} = AAR_t + AAR_{t-1} + \dots + AAR_{-t}$$

Bu çalışmada birikimli normal olmayan getirinin hesabı sırasında -40 ile + 40. günler arasında veriler toplama dahil edilmektedir.

5.7.2 Ayarlanmış Piyasa Getirisi Modeli (Market-Adjusted Model)

Bu yöntem diğer modele göre basit bir hesaplamayı içermektedir. Buna göre model her hisse senedinin alfasının sıfıra (0) ve betasının ise bire (1) eşit olduğunu varsaymaktadır. Ayrıca, her hisse senedinin beklenen getirilerinin piyasa endeksine eşit olduğu da varsayım olarak kabul edilmektedir. Bunun sonucunda her bir hisse senedinin normal olmayan getirileri aşağıda yer alan formül yardımıyla hesaplanmaktadır.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Bunun dışında diğerk yöntem için kullanılan aşamalar bu yöntemde de kullanılmaktadır.

Bu çalışmada ayarlanmış piyasa modeli getirisine ilişkin hesaplama yapılmamıştır. Zira bu çalışmada uygulanan yöntem (piyasa modeli metodu) ayarlanmış piyasa getirisi modeline kıyasla daha hassas bir hesaplamayı mümkün kılmaktadır.

5.8 Ampirik Bulgular

İ.M.K.B'ye kote şirketler ile ilgili yapılan ampirik incelemenin sonuçları Tablo 8'de gösterilmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere inceleme, piyasa modeli getirisi metodu (market-adjusted return method) ile yapılmıştır.

Aşağıda yer alan tablonun incelenmesinden görülebileceği üzere, duyuru öncesi 40 (-40) gün ile duyuru sonrası 40 gün (+40) arasında geçen günlerde elde edilen Kümülatif Normal Olmayan Getiri (KONOG) (Cumulative Average Abnormal Return-CAAR) %4.142924 olarak gerçekleşmiştir.

Tablonun oluşturulması sırasında her bir şirketin o gündeki getirileri toplanarak o gün için oluşan toplam getiri miktarı hesaplanmıştır.

KONOG' un en yüksek olarak gerçekleştiği gün duyuru sonrası ilk günde ortaya çıkmış (+1) ve %11.50842 olarak gerçekleşmiştir. Duyurunun yapıldığı gündeki normal olmayan kümülatif getiri ise %11.01975 olmuştur.

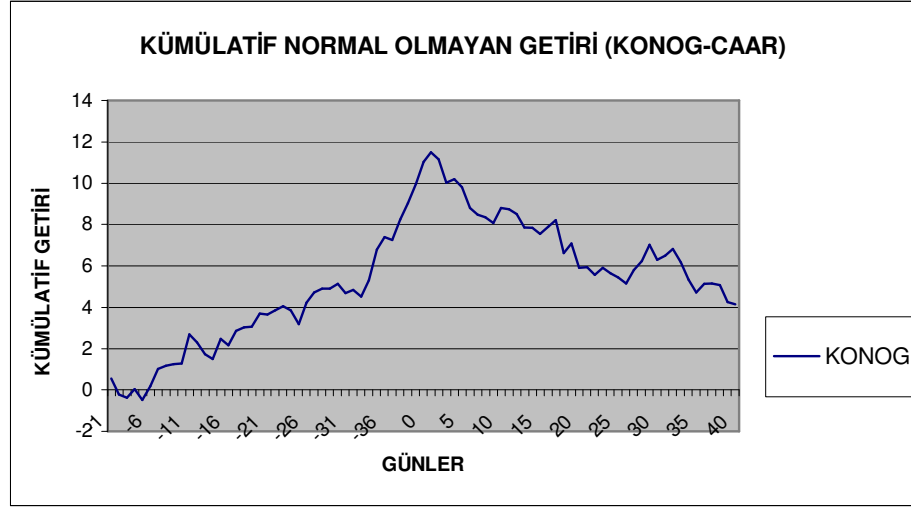
Tablodan görülebileceği üzere, normal olmayan kümülatif ortalama getiri duyuru öncesinde yer alan 34 gün önceden başlamakta (-6) ve duyuru gününe kadar bir artış trendine girmektedir. Duyurunun yapılmasını takip eden birinci günde (+1) en yüksek noktaya ulaşan getiri daha sonraları düşüşe geçmekte ve daha öncede belirtildiği üzere +40'ıncı günde %4.142924 olarak gerçekleşmektedir.

,

Tablo: 8 Piyasa Modeli Metodunun Uygulanması Sonucunda Elde Edilen Sonuçlar

GÜNLER	ONOG (-40,-1) (AAR) %	GÜNLER	ONOG (1, 40) (AAR) %	GÜNLER	KONOG (-40,-1) (CAAR)%	GÜNLER	KONOG (1, 40) (CAAR)%
-1	0,572683	1	0,488669	-1	0,572683	1	11,50842
-2	-0,80121	2	-0,36092	-2	-0,22852	2	11,1475
-3	-0,12994	3	-1,14726	-3	-0,35847	3	10,00024
-4	0,398513	4	0,187303	-4	0,040046	4	10,18755
-5	-0,52393	5	-0,37465	-5	-0,48389	5	9,812902
-6	0,659819	6	-1,01763	-6	0,175932	6	8,795273
-7	0,849873	7	-0,32953	-7	1,025805	7	8,465742
-8	0,138135	8	-0,118	-8	1,16394	8	8,347739
-9	0,094014	9	-0,26966	-9	1,257954	9	8,078083
-10	0,015127	10	0,706273	-10	1,273081	10	8,784356
-11	1,414756	11	-0,05685	-11	2,687837	11	8,727505
-12	-0,36833	12	-0,21812	-12	2,319503	12	8,509389
-13	-0,60723	13	-0,63831	-13	1,712274	13	7,871079
-14	-0,21192	14	-0,02963	-14	1,500352	14	7,84145
-15	0,974629	15	-0,29483	-15	2,474981	15	7,546621
-16	-0,30781	16	0,331418	-16	2,167169	16	7,878039
-17	0,685154	17	0,338076	-17	2,852323	17	8,216114
-18	0,178236	18	-1,59131	-18	3,030559	18	6,624807
-19	0,038363	19	0,462971	-19	3,068922	19	7,087778
-20	0,625183	20	-1,17712	-20	3,694105	20	5,910654
-21	-0,0422	21	0,028756	-21	3,651908	21	5,93941
-22	0,193871	22	-0,38958	-22	3,845778	22	5,549827
-23	0,198314	23	0,354224	-23	4,044092	23	5,904051
-24	-0,19624	24	-0,25666	-24	3,847847	24	5,647387
-25	-0,67093	25	-0,19756	-25	3,176914	25	5,449824
-26	1,049	26	-0,2963	-26	4,225914	26	5,153526
-27	0,499832	27	0,631282	-27	4,725746	27	5,784808
-28	0,162302	28	0,438784	-28	4,888048	28	6,223592
-29	0,002508	29	0,800925	-29	4,890557	29	7,024517
-30	0,231129	30	-0,72769	-30	5,121686	30	6,296829
-31	-0,44281	31	0,185718	-31	4,67888	31	6,482547
-32	0,171185	32	0,333573	-32	4,850065	32	6,81612
-33	-0,33638	33	-0,65405	-33	4,513688	33	6,162068
-34	0,800146	34	-0,83256	-34	5,313834	34	5,329505
-35	1,469712	35	-0,60432	-35	6,783546	35	4,725186
-36	0,59971	36	0,395894	-36	7,383256	36	5,12108
-37	-0,14637	37	0,044146	-37	7,236884	37	5,165226
-38	1,009851	38	-0,09163	-38	8,246735	38	5,073596
-39	0,786907	39	-0,81959	-39	9,033642	39	4,254001
-40	0,932742	40	-0,11108	-40	9,966384	40	4,142924
Duyuru Günü (0. Gün)		1,053368 (%)		Duyuru Günü (0. Gün)		11,01975 (%)	

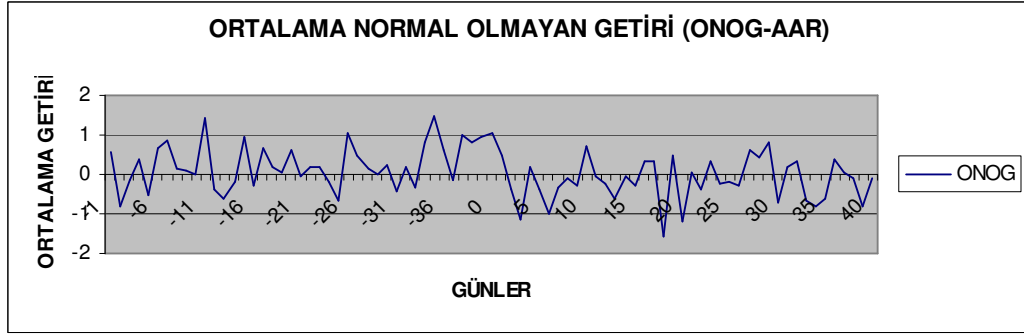
Şekil 3: Kümülatif Normal Olmayan Getiri (KONOG—CAAR)



Yukarıda yer alan şekil (Şekil:3) Tablo 8’de yer alan veriler kullanılarak oluşturulmuştur. Daha önce belirtildiği üzere, duyurunun yapıldığı günler civarındaki getiri en yüksek değerine ulaşmakta ve daha sonra azalarak duyuru sonrasındaki 40. günde % 4.142924 olarak gerçekleşmektedir.

Olaya ortalama normal olmayan getiri (Average Abnormal Return - AAR) olarak baktığımızda ise en yüksek günlük getirinin duyuru öncesi 5. günde (-35) ortaya çıkmakta ve %1.469712 olmaktadır. Duyuru günündeki normal olmayan ortalama getiri 1,053368 olarak gerçekleşmiştir. Tablonun incelenmesi ile ortaya çıkan diğer bir sonuç ise duyuru gününü takip eden 1. günden sonra (+1) normal olmayan getirinin negatif bir trend takip etmesidir.

Şekil 4: Ortalama Normal Olmayan Getiri (ONOG-AAR)



Yukarıda yer alan şekil (Şekil: 4), Tablo 8'de yer alan veriler dikkate alınarak çizilmiştir. Daha önce de belirtildiği üzere duyuru öncesindeki 40 gün ile duyuru sonrasındaki 40 günlük süre içerisinde ortalama normal olmayan getiriler yer almaktadır.

5.9 Test Yöntemi

Yapılan çalışma sonucunda elde edilen verilerin test edilmesi gerekmektedir. Test için kullanılacak olan hipotez normal olmayan getirilerin sifıra eşit olduğudur. Bunun için Weston et. al (2001) tarafından açıklanan yöntem kullanılmıştır.

$$ARt / S = ARt / [1/184 \sum_{-186}^{-41} ARt (ARt - \overline{AR})^2]$$

$$n-1 = 185-1 = 184$$

Burada $\overline{AR} = 1/185 \sum_{-186}^{-41} AR_t$ olarak ifade edilmektedir.

Kümülatif normal olmayan getiriye ilişkin istatistik ise aşağıdaki formül ile ifade edilmektedir.

$$CAR / S^{\wedge}(CAR) = \sum_m^n AR_t / \sum_m^n S^{\wedge}(AR) = \sum_m^n AR_t / \sqrt{k} S^{\wedge}(AR)$$

Bu çalışmada kullanılan güven aralığı %95'tir ve böylece sıfırdan farklı normal olmayan getiri elde etmek için test istatistiğinin mutlak değerinin 1.96 dan büyük olması gerekmektedir. Yapılan test sonucunda, normal olmayan getirilerin sıfıra eşit olduğua ilişkin hipotez red edilmiştir.

SONUÇ

Bu çerçevede İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İ.M.K.B.) ilişkin olarak yapılan incelemenin sonucu diğer ülkelerde yapılan analiz sonuçları ile tutarlılık arz etmektedir. Diğer bir deyişle İ.M.K.B.'ye kote olan ve hedef durumunda (target) şirketlere ilişkin olarak yapılan birleşme ve devralmaya ilişkin duyurular, bu duyurular civarındaki günlerde (-40,+40) bu hisse senetlerine pozitif etki yaratmakta ve dolayısı ile bu senetlerinin sahiplerinin gelirlerini artırmaktadır.

Diğer taraftan alıcı (bidder) şirketlerinin sahiplerinin bu duyurular sonucunda ne şekilde etkilendiği, her iki tarafında uzun dönem gelir etkilerinin ne olduğu ve yapılan işlemlerin özelliklerine bağlı olarak ne şekilde sonuçlarla karşılaştığı bu çalışmada ele alınmamış olmakla birlikte bu konuların diğer araştırmacılar tarafından incelenebileceği ve diğer ülke örneklerinde olduğu gibi Türk finans sektörüne ilişkin ampirik çalışmaların artabileceği düşünülmektedir.

Tabii ki tüm ampirik çalışmalarda olduğu gibi, yukarıda belirtilen çalışmaların yapılabilmesinin temel şartı da gerekli sayıda ve güvenli veriye kolay bir şekilde ulaşılabilmesidir.

Ne yazık ki, bu tür verilere ülkemizde etkin ve sistematik bir şekilde ulaşılamamakta olup, daha önce çalışma içerisinde belirtildiği üzere, bu

Çalışmaya dayanak teşkil eden veriler İngiltere kaynaklı veri tabanlarından (Datastream, Thomson One Banker) elde edilmiştir.

EK-1			
Kamuoyuna Açıklandığı Tarih	Hedef Şirket	Alıcı Şirket	İşlemin Durumu
21.10.2005	EFES Sınai Yatirim Holdings AS	Coca Cola Icecek Uretim AS	Tamamlandı
21.10.2005	EFES Sınai Yatirim Holdings AS	Coca Cola Icecek Uretim AS	Beklemede
12.10.2005	Petrol Ofisi AS	Dogan Sirketler Grubu	Tamamlandı
04.10.2005	Erdemir	Ordu Yardimlasma Kurumu	Beklemede
23.09.2005	Izmir Demir Celik Sanayi AS	Sahin-Koc Celik Sanayi	Beklemede
21.10.2005	Turkiye Garanti Bankasi AS	GE Consumer Finance	Beklemede
21.10.2005	Turkiye Garanti Bankasi AS	GE Consumer Finance	Tamamlandı
16.08.2005	Tansas Izmir Buyuksehir	Arayan Yatirimcilar	Arama
16.06.2005	Erdemir	Arayan Yatirimcilar	
15.06.2005	Sekerbank TAS	Rabobank	Beklemede
10.06.2005	Turcas Petrol AS	Aksoy Petrol Dagitim	Tamamlandı
07.06.2005	Global Menkul Degerler AS	Banca IMI	Tamamlandı
03.05.2005	Gima	Carrefour SA	Tamamlandı
31.01.2005	Yapi Ve Kredi Bankasi AS	Koc Finansal Hizmetler	Niyet
01.01.2005	Uzel Makina Sanayii AS	Uzel Holding AS	Tamamlandı
29.03.2004	Turkiye Garanti Bankasi AS	Banca Intesa SpA	Çekildi
11.11.2003	Kipa Kitle Pazarlama Ticaret	Tesco PLC	Niyet
09.10.2003	BSH Profilo SA	Deutsche Bank AG	Tamamlandı
07.10.2003	USAS	Arayan Yatirimcilar	Arama
11.08.2003	Turk Hava Yollari AO	Arayan Yatirimcilar	Arama
02.06.2003	Turk Tuborg Bira ve Malt	Carlsberg Breweries A/S	Beklemede
27.02.2003	Kipa Kitle Pazarlama Ticaret	Tesco PLC	Tamamlandı
27.02.2003	Bagfas	Recep Gencer	Tamamlandı
24.02.2003	Koza Davetiyeleri	Ipek Matbaacilik	Tamamlandı
31.01.2003	Toprak Finansal Kiralama AS	Arayan Yatirimcilar	Arama
29.08.2002	Turk Tuborg Bira ve Malt	Yasar Holding AS	Beklemede
03.04.2002	Alternatifbank AS	Credit Agricole Indosuez	Beklemede
18.03.2002	Petrol Ofisi AS(Turkey)	Açıklanmayan Alıcı	Tamamlandı
12.02.2002	Atakule GYO AS	Vakifbank	Tamamlandı
17.01.2002	Yapi Kredi Sigorta	Muenchener Rueckversich	Beklemede
02.01.2002	Kipa Kitle Pazarlama Ticaret	Tesco PLC	Çekildi
02.01.2002	Tekstilbankasi AS	GSD Holding AS	Tamamlandı
30.10.2001	Finansbank AS	Fiba Holding AS	Tamamlandı
23.10.2001	Kerevitas Gida Sanaya	Nestle SA	Tamamlandı
22.10.2001	Marmaris Altinyunus	Koc Holding AS	Beklemede
05.10.2001	Petrol Ofisi AS(Turkey)	Investors	Beklemede
27.09.2001	Alternatifbank AS	Anadolu Endustri Holding	Tamamlandı
07.09.2001	Turk Tuborg Bira ve Malt	Carlsberg Breweries A/S	Tamamlandı
06.09.2001	Yapi Ve Kredi Bankasi AS	ABN-AMRO Bank NV	Niyet
23.08.2001	Alcatel Teletas Telekomunikasy	Arayan Yatirimcilar	Arama
16.08.2001	Penguen Gida Sanayi AS	DEG	Tamamlandı
20.07.2001	Turk Tuborg Bira ve Malt	Carlsberg A/S	Tamamlandı
09.07.2001	Penguen Gida Sanayi AS	Globus Rt	Beklemede
02.07.2001	Finansbank AS	BNP Paribas SA	Tamamlandı
29.06.2001	Bolu Cimento Sanayii AS	Dogus Holding AS	Tamamlandı
29.06.2001	Tansas Izmir Buyuksehir	Dogus Otomotiv AS	Tamamlandı

Kamuoyuna Açıklandığı Tarih	Hedef Şirket	Alıcı Şirket	İşlemin Durumu
05.06.2001	Alternatif Yatırım Ortaklığı	Arayan Yatırımcılar	Arama
04.06.2001	Türkiye Garanti Bankası AS	IntesaBci SpA	Çekildi
31.05.2001	Türk Tuborg Bira Ve Malt	Carlsberg Breweries A/S	Tamamlandı
02.05.2001	Türkiye Garanti Bankası AS	Dogus Insaat ve Ticaret AS	Tamamlandı
14.03.2001	Ege Gubre Sanayi	Bagfas	Tamamlandı
14.02.2001	Ege Gubre Sanayi	Gencer Holding	Tamamlandı
02.02.2001	EGS Gayrimenkul Yatırım	Sanko Textile AS	Tamamlandı
23.01.2001	Zorlu Enerji Elektrik Üretimi	Merrill Lynch & Co Inc	Beklemede
22.12.2000	Türk Hava Yolları AO	Arayan Yatırımcılar	Arama
15.06.2000	Tofas Oto Ticaret	Tofas Türk Otomobil	Tamamlandı
13.03.2000	Bolu Cimento Sanayii AS	Arayan Yatırımcılar	Arama
13.03.2000	Afyon Cimento	Arayan Yatırımcılar	Arama
21.02.2000	Tansas İzmir Büyükşehir	Start Investments Ltd	Tamamlandı
10.06.1999	Turcas Petrol AS	Tabas Petrolculuk AS	Beklemede
03.02.1999	Türk Siemens(Pirelli&Co. SpA)	Pirelli Cable (Pirelli)	Beklemede
29.07.1998	Meges Boya Sanayi Ve Ticaret	SKW Bauchemie Holding	Tamamlandı
13.04.1998	EGS Gayrimenkul Yatırım	Trammell Crow International	Beklemede
27.03.1998	Kerevitas Gıda Sanaya	Schoeller Holding GmbH	Beklemede
20.03.1998	Marshall Boya Ve Vernik	Akzo Nobel NV	Tamamlandı
02.01.1998	Hurriyet Gazetecilik Ve	Investor Group	Tamamlandı
08.08.1997	Çelik Halat Ve Tel Sanayi ve	Doğan Şirketler Grubu	Tamamlandı
01.11.1996	Konya Cimento Sanayii AS	Arayan Yatırımcılar	Arama
06.09.1996	Turcas Petrolculuk	Tabas Petrolculuk AS	Tamamlandı
28.08.1996	Alternatif Yatırım Ortaklığı	Tarbes Tarım Ürünleri	Tamamlandı
27.08.1996	Alternatif Yatırım Ortaklığı	Erciyas Biracılık ve Malt	Tamamlandı
01.08.1996	Türk Hava Yolları AO	Arayan Yatırımcılar	Arama W
31.05.1996	Turcas Petrolculuk	Tabas Petrolculuk AS	Tamamlandı
11.04.1996	Transturk Fren Donanım	Robert Bosch GmbH	Beklemede
04.04.1996	Akcimento Ticaret AS	Cimenteries CBR	Tamamlandı
16.02.1996	Turcas Petrolculuk	Turkpetrol International Inc	Tamamlandı
10.10.1995	Kaplamın Ambalaj Sanayi	BMC Sanayi ve Ticaret AS	Tamamlandı
02.10.1995	BSH Profilo SA	BSH Bosch und Siemens	Tamamlandı
24.04.1995	Erdemir	Investors	Bilinmiyor
24.04.1995	Tofas Türk Otomobil Fabrikası	Investors	Bilinmiyor
14.04.1995	Simko Ticaret ve Sanayi(Sieme)	Siemens AG	Bilinmiyor
27.02.1995	Abana Elektromekanik Sanayii	Ar Holdings AS	Tamamlandı
23.01.1995	Tofas Türk Otomobil Fabrikası	Koc Holding AS	Tamamlandı
30.11.1994	Turcas Petrolculuk	Burmah Castrol PLC	Tamamlandı
30.06.1994	Hurriyet Gazetecilik Ve	AD Holdings Inc	Tamamlandı
06.05.1994	Türk Hava Yolları AO	Investors	Bilinmiyor
31.12.1993	Hurriyet Gazetecilik Ve	İktisat Bank	Tamamlandı
14.12.1993	Netas Northern Telekomunik	Investors	Tamamlandı
18.10.1993	USAS	Investors	Bilinmiyor
14.10.1993	Hektas Ticaret AS	Tam Sigorta AS	Tamamlandı
12.10.1993	Çelik Halat Ve Tel Sanayi ve	Tam Sigorta AS	Tamamlandı
19.08.1993	Türkiye İs Bankası AS	Investors	Niyet

Kamuoyuna Açıklandığı Tarih	Hedef Şirket	Alıcı Şirket	İşlemin Durumu
18.08.1993	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi	Investors	Tamamlandı
12.08.1993	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi	Investors	Niyet
12.08.1993	Erdemir	Arayan Yatırımcılar	Arama
05.03.1993	Cukurova Elektrik TAS	Akbank AS	Çekildi
04.03.1993	Cukurova Elektrik TAS	Rumeli Elektrik Yatirim AS	Çekildi
11.02.1993	Netas Northern Telekomunik	Investors	Tamamlandı
11.02.1993	Netas Northern Telekomunik	Northern Telecom Ltd	Tamamlandı
11.02.1993	Cukurova Elektrik TAS	Rumeli Elektrik Yatirim AS	Tamamlandı
29.01.1993	Sekerbank TAS	Undisclosed Acquiror	Tamamlandı
03.04.1992	Turkiye Is Bankasi AS	Republic of Turkey	Tamamlandı
21.01.1992	Global Menkul Degerler AS	Investor Group	Tamamlandı
17.01.1992	Tekstilbankasi AS	Giyim Sanayicileri Dernegi	Tamamlandı
12.07.1991	Konya Cimento Sanayii AS	Vicat SA	Tamamlandı
25.09.1990	Turk Hava Yollari AO	Investors	Bilinmiyor
30.07.1990	Hurriyet Gazetecilik Ve	Mirror Group Newspapers	Bilinmiyor
14.12.1989	Finansbank AS	Commercial Union Ass.	Tamamlandı
Kaynak: Thomson One Banker			

EK-2			
Kamuoyuna Açıklandığı Tarih	Hedef Şirket	Alıcı Şirket	İşlemin Durumu
12.10.2005	Petrol Ofisi AS(Turkey)	Dogan Sirketler Grubu Holding	Tamamlandı
08.06.2005	Cobafi	Sabancı Holding AS	Tamamlandı
30.03.2005	Dupont Sabancı Intl LLC	Sabancı Holding AS	Askıda
14.02.2005	Zsa Zsa Lawinsky	Arat Tekstil San Tic AS	Tamamlandı
27.01.2005	BNP-AK Bankasi AS	Akbank AS	Askıda
06.01.2005	TEDAS	Sabancı Holding AS	Askıda
22.10.2004	Winsa	Ege Profil(Deceunick Plastics)	Tamamlandı
08.10.2004	DuPontSA	Sabancı Holding AS	Tamamlandı
29.12.2003	Vestel White Goods	Vestel Elektronik Sanayii	Tamamlandı
27.12.2003	Simge Yayıncılık ve Dağıtım AS	Milliyet Gazetecilik	Tamamlandı
26.09.2003	TSD Tekstil Sanayileri	Bisas Tekstil Sanayi ve Ticaret	Askıda
21.08.2003	Anadolu Cam Sanayii AS	Türkiye Sise Cam Fabrikalari	Askıda
14.07.2003	Tutas Turk Turizm AS	Marmaris Altinyunus	Askıda
25.06.2003	Dogan Muzik Kitap Magazicilik	Dogan Yayin Holding AS	Askıda
10.06.2003	Rock of Ages-Cemeteries,KY	Sabancı Holding AS	Tamamlandı
15.04.2003	Toprak Hayat Sigorta AS	Global Menkul Degerler AS	Tamamlandı
11.02.2003	Storko AD	Penguen Gida Sanayi AS	Askıda
22.10.2002	Toprak Bank-Brançhes(9)	Finansbank AS	Tamamlandı
14.10.2002	Sabah	Dogan Holdings AS	Dedikodu
26.08.2002	Hedef Menkul Degerler	Global Menkul Degerler AS	Askıda
22.07.2002	Yazsan Sinai Yatirim	Yazicilar Holding	Askıda
07.02.2002	Temel Ticaret ve Yatirim	Koc Holding AS	Tamamlandı
25.12.2001	Hedef Menkul Degerler	Global Menkul Degerler AS	Tamamlandı
21.12.2001	Ege Yatirim As	Global Menkul Degerler AS	Tamamlandı
30.11.2001	Sakosa Tire Cord	Sabancı Holding AS	Tamamlandı
07.11.2001	Groupe Sep Istanbul Ev	Yapi Ve Kredi Bankasi AS	Tamamlandı
22.10.2001	Marmaris Altinyunus	Koc Holding AS	Askıda
16.10.2001	Osmanli Bankasi AS	Türkiye Garanti Bankasi AS	Tamamlandı
16.10.2001	Pamukbank TAS	Yapi Ve Kredi Bankasi AS	Çekildi
05.10.2001	Milliyet Daily(Dogan Holdings)	Dogan Yayin Holding AS	Askıda
05.10.2001	Sigma Yayıncılık	Dogan Yayin Holding AS	Askıda
24.08.2001	LBE(COST Targoviste SA)	Erdemir	Tamamlandı
27.07.2001	Efes Pazarlama(Anadolu Efes)	Anadolu Efes	Tamamlandı
10.07.2001	Yasar Yatirim Menkul Degerler	Global Menkul Degerler AS	Askıda
03.07.2001	Olmuksa International Paper	Olmuksa Makavva Sanayi Ve	Askıda
20.06.2001	Dia Supermarketleri	Sabancı Holding AS	Tamamlandı
24.04.2001	Benkar Tüketici Fin.ve Kart	Akbank AS	Askıda
19.03.2001	Cabot Communications Ltd	Vestel Elektronik Sanayii	Askıda
14.03.2001	Ege Gubre Sanay	Bagfas	Tamamlandı
18.01.2001	Bilikom DOO	Koc Holding AS	Askıda
14.12.2000	Bayek Tedavi Saglik Hizmetleri	Türkiye Is Bankasi AS	Askıda
10.10.2000	Isdemir(Turkey)	Erdemir	Tamamlandı
11.09.2000	Beroe Football Club of Stara	Akrilik Kimya Sanyii AS	Tamamlandı
15.06.2000	Tofas Oto Ticaret	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi	Tamamlandı
03.04.2000	Infoshop	Dogan Holdings AS	Tamamlandı

Kamuoyuna Açıklandığı Tarih	Hedef Şirket	Alıcı Şirket	İşlemin Durumu
03.02.2000	Akdemir Celik Sanayi	Izmir Demir Celik Sanayi AS	Tamamlandı
11.01.2000	Makro Center	Tansas Izmir Buyuksehir	Tamamlandı
11.01.2000	Makro Center	Tansas Izmir Buyuksehir	Askıda
07.01.2000	Banca de Credit Industrial	Finansbank AS	Tamamlandı
22.09.1999	Turk Nokta Net Bilgi	Sabancı Holding AS	Tamamlandı
22.09.1999	Turk Nokta Net Bilgi	Sabancı Holding AS	Askıda
18.05.1999	Gar Koza In San Ve Tic	Koc Holding AS	Askıda
22.12.1998	Trakya Cam Sanayii A.S.	Türkiye Is Bankasi AS	Askıda
24.04.1998	Toros Biracilik-Certain Assets	Erciyas Biracilik ve Malt	Tamamlandı
08.08.1997	Celik Halat Ve Tel Sanayi ve	Dogan Sirketler Grubu Holding	Tamamlandı
26.06.1997	PKM(Profilo Holding AS)	Koc Holding AS	Tamamlandı
16.06.1997	SEK Sat Endastrisi Kurumu	Koc Holding AS	Askıda
23.05.1997	Koc Yatirim	Koc Holding AS	Askıda
06.05.1997	Azomures SA(Romania)	Global Menkul Degerler AS	Tamamlandı
27.08.1996	Alternatif Yatirim Ortakligi	Erciyas Biracilik ve Malt	Tamamlandı
11.07.1996	Akcimento(Cimenteries CBR)	Canakkale Cimento Sanayii AS	Tamamlandı
18.04.1996	Atlantic Inds-Undis TK Drink B	Erciyas Biracilik ve Malt	Askıda
18.04.1996	Atlantic Inds-Undis TK Drink D	Erciyas Biracilik ve Malt	Askıda
18.04.1996	Atlantic Inds-Undis TK Fizzy D	Erciyas Biracilik ve Malt	Askıda
18.04.1996	Coca-Cola Pazarlama Dagitim	Erciyas Biracilik ve Malt	Askıda
23.12.1995	Foron Hausgeraete GmbH	Koc Holding AS	Status Unknown
23.12.1995	Foron Hausgeraete GmbH	Koc Holding AS	Çekildi
19.10.1995	PastaVilla Kartal Makarnacilik	Koc Holding AS	Tamamlandı
18.08.1995	British Petroleum-Ambarli Oil	Turcas Petrolculuk	Tamamlandı
23.01.1995	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi	Koc Holding AS	Tamamlandı
17.10.1994	Turk dis Ticaret Bankasi AS	Dogan Sirketler Grubu Holding	Tamamlandı
02.05.1994	Bankekspres Garanti	Türkiye Garanti Bankasi AS	Tamamlandı
31.01.1994	Gazal AS	Koc Holding AS	Tamamlandı
31.01.1994	Aygaz AS	Koc Holding AS	Tamamlandı
05.03.1993	Cukurova Elektrik TAS	Akbank AS	Çekildi
07.01.1993	Ankara Gas AS	Koc Holding AS	Tamamlandı
08.05.1992	Ray Sigorta AS	Dogan Sirketler Grubu Holding	Tamamlandı
05.02.1991	Koc-Amerikan Bank AS	Koc Holding AS	Dis Dedikodu
16.04.1990	PBG Privatbank Geneve	Finansbank AS	Tamamlandı
Kaynak: Thomson One Banker			

KAYNAKÇA

Agrawal, A., Jaffe, J.F. Mandalker, G.N.,(1992), The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly, The Journal of Finance (No:4, September), 1605-1621

Agrawal, A., Jaffe, J.F. (2000), The post-merger performance puzzle, In: A. Gregory (Ed.), Advances in Mergers and Acquisitions (Vol. 1, 7-41), Elsevier Science.

Agrawal, A., J.F., Mandalker, (1987), Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, Journal of Finance 42 (No:4, September), 823-837

Asquith, P.,R. Bruner, and D. Mullins, Jr., (1983), The Gains to Bidding Firms from Merger, Journal of Financial Economics 11 (No.1, April), 121-139

Andrade, G., Mitchell, M., Stafford E. (2001), New Evidence and Perspective On Mergers, University Paper, Harvard University.

Baker, R.D., Limmack, R.J. (2001), UK Takeovers and Acquiring Company Wealth Changes: The Impact of Survivorship and Other Potential Selection Biases on Post Outcome Performance, University Paper, University of Stirling

Barnes, P., (1983), The Effect of a Merger On the Share Price of The Attacker, Revisites, Accounting and Business Research 15., 45-49

Bradley, M., (1980) Interfirm Tender Offers and The Market For Corporate Control, Journal Of Business 53(4):345-376

Bradley, M., Desai, A., Kim, E.H., (1982), Specialized Resources and Competition In The Market For Corporate Control, University of Michigan Paper

Brealey, R.A. and Myers, S.C. (2003) Principles of Corporate Finance, 7th Edition, The United States, Mc Graw Hill

Bruner, R., (2002), Does M&A pay ? A Survey of Evidence for Decision Maker, Journal of Applied Finance 12 (Spring/Summer), 46-48

Chatterjee, R. ve Meeks, G. (1996) The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation, Journal of Business Finance & Accounting, 23 (No.5/6)

Damadaran, A. (2001) Damadaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, The United States, John Wiley & Sons, Inc.

Dodd, P., Ruback, R. (1977) Tender Offers and Stockholders Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*. 5(3):351-374

Dodd, P., (1980), Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, 8, 105-138

DeLong, G., (2001), Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers, *Journal of Financial Economics* 59 (2, February), 221-252

Dickerson, A., Gibson, H. ve Tsakalotos, E. (1997) The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of U.K. Firms, *Oxford Economic Papers*. 49(3):344-361

Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll, (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, 10 (February), 1-21

Frank, J., Harris, R., (1989), Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. experience 1955-1985, *Journal of Economics*, 23, 225-249

Franks, J.R., Harris, R.S., Mayer C. (1988), Means of Payment in Takeovers: Results For The United Kingdom and The United States, Edited by A.J. Auerbach

Gaughan, P. A., (2002), Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, 3rd Edition, New York, John Wiley & Sons Inc.)

Georgen, M., L. Renneboog, (2003), Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids, European Corporate Governance Institute (January), Finance Working Paper No: 08/2003

Gregory A., (1997), An Examination of The Long Run Performance of U.K. Acquiring Firms, Journal of Business Finance and Accounting 24 (7/8, September) 971-1002

Jensen, M.C., Ruback, R.S. (1983) The Market For Corporate Control, Journal of Financial Economies.11:5-50

Hayward, M.L., Hambrick, D.C. (1995) Explaining Premiums Paid For Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris, Unpublished Manuscript, July, The United States, Columbia University

Herman, E, Lowenstein, L. (1988), The Efficiency Effect of Hostile Takeovers, Edited by J.C. Coffee, L. Lowenstein, S.Rose-Ackerman, New York, Oxford University Press

Healy P., K. Palepu, R. Ruback, (1992), Does Corporate Performance Improve After Mergers?, Journal of Financial Economics, 31, 135-175

Jensen, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review. 76 (2): 323-329

Kummer, Donald. R., J.R.Hoffemeister, (1978), Valuation Consequences of Cash Tender Offers, Journal of Finance, Vol.XXXIII, No:2, 505-516

Langetieg, T. (1978) An Application of a Three-Factor Performance Index To Measure Stockholders Gains From Merger, Journal of Financial Economics. 6 (4):365-384

Limmack, R.J. (1991) Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects:1977-1986, Accounting and Business Research. 21(3):69-79

Loughran, T. ve Vijn. A. (1997)., Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisition, Journal of Finance 52,

Loderer, C. Ve Martin K., (1992), Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms, Financial Management, 21, 69-79

Mandelker, G., (December 1974) Risk and Return: The Case of Merging Firms, Journal of Financial Economics, ., 303-335

Malatesta, P.H., (1983) The Wealth Effect of Merger Activity and The Objective Functions of Merging Firms "Journal of Financial Economics (11).

Meeks, G. (1977) Dissappointing Marriage: A Study Of The Gains From Merger (Cambridge:MA Cambridge University Pres.)

Mitcheell, M.L. ve Stafford. E., (October 1999) Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance, University Paper, Harvard Business School,

Mueller, D. (1980) The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparision (Cambridge:MA, Oelgeschlager, Gunn &Hain)

Pecherot, B.P., (November 2000)The Long Horizon Performance of Acquiring Firms: The French Evidence, University Paper, Thunderbird University,

Parino, J.D. ve Harris R.S. (2001) Business Linkages and Post-Merger Operating Performance, University of Virginia Working Paper.

Ravenscraft, D. Ve Scherer, F.M. (1987) Mergers, Sell-Offs, & Economic Efficiency (Washington D.C.:The Brookings Institute)

Rau, R.P., Vermaelen, T. (1998), Glamour, Value and The Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*. 49(2):223-253

Roll, R. (1986) *The Hubris Hypothesis of Corporate Finance*, 6th Edn, The United States, Mc. Graw Hill

Ross, S.A., Westerfield, R.W. and Jaffe, J.F.(2002) *Corporate Finance*, 6th Edition, The United States:Mc Graw Hill

Travlos, N., (1987), Corporate Takeover Bids, Method Of Payment, And Bidding Firm's Stock Returns, *Journal Of Finance*. September:943-963

Weston, J. F., Siu, J. A. and Johnson, B.A., "Takeovers, Restructring and Coprporate Governance",