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

Yüksek Lisans Tezi

Mustafa Hamamcıoğlu

Ankara-2006
BİRLEŞMELER ve DEVRALMALARIN GELİR ETKİSİ ve İ.M.K.B’YE İLİŞKİN AMPİRİK BİR İNCELEME

Yüksek Lisans Tezi

Mustafa Hamamcioğlu

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Güven Sayılıgan

Ankara-2006
BİRLEŞMELER ve DEVRALMALARIN
GELİR ETKİSİ ve
İ.M.K.B’YE İLİŞKİN AMPİRİK BİR İNCELEME

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı : Doç Dr. Güven Saylıgan

Tez Jürisi Üyeleri

<table>
<thead>
<tr>
<th>Adı ve Soyadı</th>
<th>İmzası</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>.................................................................</td>
<td>..................................................</td>
</tr>
<tr>
<td>.................................................................</td>
<td>..................................................</td>
</tr>
<tr>
<td>.................................................................</td>
<td>..................................................</td>
</tr>
<tr>
<td>.................................................................</td>
<td>..................................................</td>
</tr>
<tr>
<td>.................................................................</td>
<td>..................................................</td>
</tr>
<tr>
<td>.................................................................</td>
<td>..................................................</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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 SENETLERİİNİN 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 YA DA 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 YÖNETİMÎN KİŞÎSEL ÇIKARLARI ................................18
2.1.12 ÜÇÜNCÜ TARAFLARDAN KAYNAKLANAN MOTİVASYONLAR ........19
2.2 BİRLEŞME VE DEVRALMA BAŞARISIZLİKLARININ NEDENLERİ ..............19
2.2.1 İŞLEMDEN SONRASI İÇİN YAPILAN PLANLARIN EKSİKLİĞİ YA DA YETERSİZLİĞİ 20
2.2.2 GÜVENILİRliğe İLİŞKİN SORUNLAR ..................................20
2.2.3 YÖNETİMÎN EGOSUNDAN KAYNAKLANAN PROBLEMLER ................21
2.2.4 DIŞSAL FAKTÖRLERÎN VE SINIRLAMALARIN GÖZ ÖNÜNE ALINMASINDAKİ EKSİKLİKLER VE HATALAR ........................................21
2.2.5 KÜLTÜR FARKLILIKÇI 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 ETKÎSÎNİN HESABINDA KULLANILAN YÖNTEMLER

3.1 MUHASEBE VE MALÎ TABLOLARA İLİŞKÎ ÇALIŞMA YÖNTEMI (ACCOUNTING STUDY) 26
3.2 OLAY ÇALIŞMASI YÖNTEMI (EVENT STUDY) ..................................27
3.3 YÖNTEMLERÎN GÜÇLÜ VE ZAYIF YÖNLERİ ......................................29
BÖLÜM IV
BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN
GELİR ETKİLERİ

4.1 KAMUOYU DUYURUSUNA YAKIN GÜNLERDEKİ GETİRLER ………………….32
4.2 KISA DÖNEMDEKİ GELİR ETKİSİ …………………………………………….34
4.3 BİRLEŞME SONRASI DÖNEM GETİRLERİ (UZUN DÖNEM) ………………….36
4.4 ÖDEME YÖNTEMİ …………………………………………………………………37
4.5 HİSSE BAŞINDA KAZANÇ MIYOPLUĞUNA İLİŞKİN HİPOTEZ ………………….39
4.6 BİRLEŞME SONRASI GETİRLERİN MALİ TABOLARA DAYALI OLARAK ANALİZİ

BÖLÜM V
BİRLEŞME VE DEVRALMAYA
İLİŞKİN KAMUOYUNA YAPILAN DUYURULARIN
İ.M.K.B’YE KOTE ŞİRKETLERİN HİSSE SENETLERİNE ETKİSİ

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Tablo Adı</th>
<th>Sayfa Numarası</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Tablo 1: Birleşme ve Devralmaya İlişkın Duyurunun Yapildiği Günler Cıvarında HeDEF ve Alici Şirketlerin Getİrİleri</td>
<td>33</td>
</tr>
<tr>
<td>Tablo 2: Birleşmeye ve Devralmanın Kısa Dönem Etkİleri</td>
<td>34</td>
</tr>
<tr>
<td>Tablo 3: Birleşme ve Devralmaların Uzun Dönem Etkİleri</td>
<td>36</td>
</tr>
<tr>
<td>Tablo 4: Birleşme ve Devralmalarda Ödeme Yönteminin Etkİşi</td>
<td>39</td>
</tr>
<tr>
<td>Tablo 5: Muhasebe ve Mali Tablolara Göre Sonuçlar</td>
<td>41</td>
</tr>
<tr>
<td>Tablo: 6: Duyurusu Yapılan Birleşme ve Devralmalar (HeDEF)</td>
<td>46</td>
</tr>
<tr>
<td>Tablo: 7: Duyurusu Yapılan Birleşme ve Devralmalar (Alici)</td>
<td>46</td>
</tr>
<tr>
<td>Tablo: 8: Piyasa Modeli Metodunun Uygulanması Sonucunda Elde Edilen Sonuçlar</td>
<td>59</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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


Peki şirketler niçin birleşme veya devralma işlemlerine girişmektedirler? Bununla ilgili olarak söylenebilecek bir çok şey olmakla birlikte temel neden gelirin artırmak 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 gün ve sonrasında hedef firma hisse senetlerinin bu işleme ilgili olarak olumlu yönden etkilendiğini ortaya koymaktadır. Ancak birleşme ve devralmalarla ilgili olarak yapılan araştırmalarla temel sorun, bu olayların hedef ve yatırımcı şirket ortaklarının gelirlerinde bir artışa mı yoksa bir azalısa mı yol açtığıının 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 gerek ki birleşme ve devralmaların ilksin olarak yapılan bir çok çalışmada “birleşme” ve “devralma” kavramları birbirlerinin yerine kullanılabilmektedir. 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 gerçeklestonmekte ve bazen birisi tarafından yönlendirirse bile taraflar birleşmeye ilişkin karara karşılıklı olarak katılmaktadırlar."Devralma-Acquisition" ise genellikle bir şirketin diğer 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 yapılmakta ve birbirlerinin yerine kullanılmaktadır.

Ele geçirme/edinme (takeover) kavramı bir şirketin kontrolünün bir grup hisse senedi sahibinden diğer bir tarafe 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 bulunulmaktadır. Teklifin kabul edilmesi durumunda ise, hedef konumunda bulunan şirketin hisse senetleri ya da menkul kıymetleri üzerindeki kontrol hakkı karşı tarafına (teklif sahibine) geçmektedir.

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 geçmek üzere yeni yöneticiler atamak yönünde çaba göstermektedirler.

1.1.2. Halka Kapanma (Going Private)

Halka açık durumda olan bir şirketin hisselerinin tamamının dışındaki 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)


Konsolidasyon (consolidation) da ise işlem sonucunda tamamıyla yeni olan bir şirket ortaya çıkmaktadır. Böylelikle hem alıcı hem de hedef durumunda alan 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 farlı olarak şirketlerin yönetim ve karar mercileri işleme dahil olmamaktadırlar. Bu çeşitli işlemler genellikle dostça olarak gerçekleşmemekte (unfriendly) ve tüm şirketin elde edilmesi mümkün olmamaktadır. İşlemenin 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; conglomorate birleşme ve devralmalar
1.2.1 Yatay Birleşme ve Devralmalar


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 devralmaları örnek verilebilir.

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 bulundukları 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 tüketiciyle 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 sağlamak amacıyla çalışmalarında çalışmaktadırırlar. Örneğin Walt Disney, ABC isimli televizyon kanalını satın alarak üretmiş olduğu filmleri ve diğer yayınları izleyicilere daha kolay bir şekilde ulaş PMC’ya hedeflemiştir.

1.2.3 Bütünleşme (Conglomorate) Birleşme ve Devralmalar

Bu tarz birleşme ve devralmalar ise diğerlerinden farklı olarak farklı iş alanlarında faaliyette bulunan şirketler arasında gerçekleştirmektedir. Bu firmalar birbirleri ile rekabet etmedikleri gibi birbirlerinin alicısı 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.
2.1 BİRLEŞME VE DEVRALMAYA SEBEBİYET VEREN FAKTÖRLER

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

2.1.1 Büyüme yada Coğrafi Genişleme

Bir şirketin belirli bir pazaraya girebilmesinin veya bir pazarada büyüyebilmesinin en kolay yöntemlerinden birisi o pazarda ya da coğrafi
alanda halen 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 gözlemlemektediz.

Bu stratejinin diğerlerinden farklı 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 dolaysıyla da kar fırsatı görmesi durumunda bu şirketin yeni pazar veya coğrafi alana girebilmesi için, birçok bilgiye ve tecrübeye sahip olması, elemanlar istihdam etmesi ve dil, mevzuat, bürokrasi ve gümrük işlemlerini gibi zorlukların ve görünmez engellerin üzerinden gelmesi gerekmektedir. İşte bu sebepten dolayı o alan ya da coğrafiada 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 (operasjonal synergy) ve finansal sinerji (financial synergy) olarak ikiye ayrılmaktadır.

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

2.1.2.2 Finansal sinerji = Finansal sinerjinin gerçekleştirilme 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 olan ancak yeterli içsel kaynağı bulunmayan şirketlerin ise ilave finansmana ihtiyacı bulunduğu aşıldır. Farklı durumlarda ve şartlarda
bulunan bu tür şirketlerin birleşmesi ise iç kaynakların düşük maliyet avantajı sonucunu doğurabilir.

2.1.3 Riskin Dağıtılması /Çeşitlendirme

2.1.4 Ölçek Ekonomileri

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

2.1.5 Deregülasyonun Etkisi

Birleşme ve devralmalara sebebiyet veren faktörlerden birisi deregülasyon sürecidir. 1980’li yıllardan sonra düzenlemelerde meydana gelen değişiklikler de bu süreçte 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

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

2.1.9 Yönetimsel Sebebiyetler


2.1.10 Olduğundan Daha Az (Undervalued) Değerlenen Şirketler


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

2.1.11 Yönetimin Kişisel Çıkarları

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

2.1.12 Üçüncü Taraflardan Kaynaklanan Motivasyonlar


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 toplamanın ikiden daha büyük olabileceği belirtilmiştir. Ancak pratik hayatta olaylar her zaman umulduğu ya da planlandığı gibi cereyan etmeye ylimekte 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.

Ayrica 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 gerektmektedir. Bu plan yapılmadığıında ya da eksik yapıldığı durumda ise birleşme ve devralmalar istenen etkiye yaratamayabilmektedir.

2.2.2 Güvenirliliğe İlişkin Sorunlar (Lack of Accountability)

Bir çok yönetici ve çalışan, birleşme ve devralmaya ilişkin duyuruların yapılması ertesinde işleme yapacakları katkını ve olaya katılmalarını 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 davranmaktadır.
2.2.3 Yönetimin Egosundan Kaynaklanan Problemler


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 planlanmanın, sendikaların veya diğer yetkili kurumların etkisiyle hayata geçirilmemesi mümkündür.

2.2.5 Kültür Farklılığı ya da Kültür Şoku

Birleşme ve devralmaya ilişkin işlemler gerçekleştiğinden 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

Ayrıca hedef durumunda bulunan şirket çalışanları, organizasyonun yönetim yapısının veya kültürünün değişmesi sonucunda işlerini ya da mevcut pozisyonlarını kaybetmeleri de mümkündür. Bu ise en iyimser olarak çalışanların işe konsantrasyonunu ve verimliliğini azaltmaktadır.

2.2.6 Yüksek Fiyat (Winner’s Curse) Sorunu

Eğer teklife bulunan şirket hedef şirket için yüksek miktarda bir ödeme yapmış ise birleşen firmaların hisse sahiplerinin gelirlerinin artması ihtimali çok düştür. 

2.2.7 Aşırı İyimserlik

Roll (1986) yöneticilerin fırsatları, piyasa şartlarını, rekabet durumunu ve işlemlerin sinerji etkisini değerendirirken kendi kabilietlerine olan aşırı güvenden dolayı aşırı iyimser bir biçimde değerlendirebileceklerini ileri sürmektedir. Yöneticiler bazı durumlarda ise karşılaşılacak olan maliyetleri olduğundan daha az değerlendirmektedirler. Roll bu hipotezi yöneticilerin niçin şirketlere değerlerinden daha fazla fiyat ödediklerini açıklamak için

2.2.8 Yetersiz Ön İnceleme (Due Diligence)

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

2.2.9 Birleşme ve Devralmalarında 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.
BÖLÜM III

BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN
GELİR ETKİSİİNİN 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 öncedefe belirtildiği üzere literatürde bunun tespiti için kullanılan iki temel yöntem bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla: Muhasebe ve Finansal Tablolarla İlişkin Çalışma Yöntemi (Accounting Study) ve Olay Çalışması Yöntemi (Event Study)

1 Bunun dışında literatürde yer alan ancak analizlerde fazlaça kullanılmayan iki yöntem daha bulunmaktadır: surveys of executives ve clinical studies
3.1 Muhasebe ve Mali Tablolara İlişkin Çalışma Yöntemi (Accounting Study)


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 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-Yaklaşıması (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 değerlendirilmektedir.


Olay çalışması yönteminin uygulanmasında şu işlemler sırasıyla takip edilmektedir;

1- Olayın tanımı,
2- İnceleme yeri ve dönemin belirlenmesi,
3- Veri setinin oluşturulması ve verinin temini,
4- Olayın gerçekleştiği günün yaht günlerin belirlenmesi,
5- İnceleme dönemin (inceleme aralığı, olay penceresi - event window) belirlenmesi,
6- Tahmin aralığının (estimation period) ve varsa diğer aralıkların (örneğin birleşme sonrası incelemme 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. (varsı) normal olmayan getirinin (abnormal returns) tespiti
      v. (varsı) normal olmayan ortalama getirinin (average abnormal returns) tespiti
      vi. (varsı) normal olmayan birikimli ortalama getirinin (cumulative average abnormal returns) tespiti
   b) ayarlanmış piyasa getiri 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 vereceği de garanti edilememektedir.

Ayrıca muhasebe yöntemi diğer yöntemle göre göreceli olarak daha kolay anlaşılmaktadır. 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 yansıtasında güvenirlik sorunu bulunmaktadır. Bu sorun geçmişe yönelik olarak kullanılan tüm oranlar ve analizler için geçerlidir. Statik yaklaşımın hepsinde aynı sorun bulunmaktadır.

Buna ilave olarak birleşme veya devralma öncesi ve sonrası faaliyet performansında meydana gelen farklılar yalnızca bu işlemden de kaynaklanmaya bilir. Diğer faktörlerin dikkate alınmaması ise sonuçların güvenilir olmamasına sebebiyet verebilir.
Olay çalışması yöntemi diğer yöntemle 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.

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 yoğunlaştırığını 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 yaptığı günler civarında pozitif yönde olduğu görülmektedir. Bu sonucun kısaca teklifde bulunanların genellikle değerinden fazla ödeme yapması ile açıklanması mümkündür. Ancak alıcı durumındaki şirketler için sonuçlar ise ters yönde gelişmektedir.

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Araştırmacı</th>
<th>Piyasa</th>
<th>Dönem</th>
<th>Örnekleme</th>
<th>Birleşme ya da Teklif</th>
<th>Gün Sayısı</th>
<th>Ortalama Getiri</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Dodd &amp; Rubback (1977)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>58-78</td>
<td>133 124</td>
<td>Teklif (0,30)</td>
<td></td>
<td>20.58 +2.83</td>
</tr>
<tr>
<td>Kummer &amp; Hoffmeister (1978)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>56-74</td>
<td>50 17</td>
<td>Teklif (0,30)</td>
<td></td>
<td>16.85 +5.20</td>
</tr>
<tr>
<td>Dodd (1980)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>70-77</td>
<td>71 60</td>
<td>Birleşme (-1,0)</td>
<td></td>
<td>13.41 -1.09</td>
</tr>
<tr>
<td>Bradley, Desai &amp; Kim (1982)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>62-80</td>
<td>162 161</td>
<td>Teklif (-10,10)</td>
<td></td>
<td>31.80 +2.35</td>
</tr>
<tr>
<td>Asquith (1983)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>62-76</td>
<td>211 196</td>
<td>Birleşme (-1,0)</td>
<td></td>
<td>6.20 +0.20</td>
</tr>
<tr>
<td>Malatesta 1983</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>69-74</td>
<td>83 256</td>
<td>Birleşme (0,30)</td>
<td></td>
<td>16.8 +0.90</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Tablo Tarafiçma 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)
bulunduğu gibi %5.20 ’lik pozitif etkinin saptandığı çalışmalarında (Kummer ve Hoffmeister, 1978) bulunmaktadır. Ancak, birleşme ve devralmalarla ilişkin duyarlarını 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 edilmiş kamuyu 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 çalışmalarında bulunmaktadır.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Araştırmacı</th>
<th>Pişman</th>
<th>Dönem</th>
<th>Örneklem</th>
<th>Birleşme/ Teklif</th>
<th>Ay Sayısı</th>
<th>Ortalama Getiri</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Mandelker (1974)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>1941-1962</td>
<td>241</td>
<td>Birleşme</td>
<td>12</td>
<td>+0.60</td>
</tr>
<tr>
<td>Agrawal, Jaffe ve Mandelker</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>1955-1987</td>
<td>765</td>
<td>Birleşme</td>
<td>12</td>
<td>-1.56</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Tablo Tarafıma Yapılan Literatür Taraması ile Diğer Çalışmalarla 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 aşağıdaki belirtilen sonuçlara ulaşılmıştır;

1) Hedef şirketlerin hissedarlarını başarılı birleşmeler sonucunda önemli ölçüde kısa dönem getirisi elde etmektedir. Bu kazançlar birleşme yerine teklif olması durumunda daha fazla olmaktadır. Bu durum dostane bir biçimde gerçekleşen birleşmelerin dostane olmayan tekliflerden daha düşük bir fiyatın gerçekleşmesi sonucunda ortaya çıkabilir.

2) Alıcı şirketlerin hissedarlarını 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) Başarısız,:), sonuçlanmıştır 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 etmekteydiler.

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Araştırmacı</th>
<th>Piyasa</th>
<th>Dönem</th>
<th>Örneklem Sayısı</th>
<th>Olay Ağırlığı</th>
<th>Ay Sayısı</th>
<th>Ortalama Getiri (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Langsetieg (1978)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>1929-69</td>
<td>149</td>
<td>Birleşme</td>
<td>60</td>
<td>Negatif</td>
</tr>
<tr>
<td>Dodd ve Ruback (1977)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>1958-76</td>
<td>124</td>
<td>Devralma</td>
<td>60</td>
<td>-5.9</td>
</tr>
<tr>
<td>Firth (1980)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>1969-75</td>
<td>434</td>
<td>Devralma</td>
<td>36</td>
<td>0.1</td>
</tr>
<tr>
<td>Franks ve Haris (1989)</td>
<td>İngiltere</td>
<td>1955-85</td>
<td>1058</td>
<td>Devralma</td>
<td>24</td>
<td>-12.6</td>
</tr>
<tr>
<td>Loderer ve Martin (1992)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>1966-86</td>
<td>1298</td>
<td>Devralma</td>
<td>40</td>
<td>0.75</td>
</tr>
<tr>
<td>Higson ve Elliot (1998)</td>
<td>İngiltere</td>
<td>1975-90</td>
<td>722</td>
<td>Devralma</td>
<td>36</td>
<td>0.83</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Tablo Tarafımda 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 Vijh (1997) tarafından yapılan araştırmaya göre, alıcı firmalar uzun dönemde negatif getiri elde etmektedirler.


4.4 Ödeme Yöntemi

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


ulaşılmıştır. 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 işlemler sonucunda hisse senedi fiyatları işlemi takip eden beş yıl içerisinde %113 oranında artış göstermektedir. Diğer taraftan, aynı işlemin hisse senedi ile gerçekleştirilmişesi 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 inandığı 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 pozitife 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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Araştırmacı</th>
<th>Piyasa</th>
<th>Dönem</th>
<th>Ömeklem Sayısı</th>
<th>İncelenen Aralık</th>
<th>Ortalama Getiri (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Travlos (1987)</td>
<td>A.B.D.</td>
<td>1972-81</td>
<td>167</td>
<td>10 gün</td>
<td>-1.60 hisse senedi /- 0.13 nakit</td>
</tr>
<tr>
<td>Limmack ve Baker (2001)</td>
<td>İngiltere</td>
<td>1987-90</td>
<td>595</td>
<td>60 ay</td>
<td>33.27 nakit / - 75.52 hisse senedi</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Tablo Tarafından 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 işlemleri sonucunda pozitif getiri elde ettiklerini ortaya koymuştur. Bu durum alicı 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 ödememin hisse senedi ile yapılmış satın alınan şirketin hisse başına kazancını artırabileceği gibi alıcı şirket yöneticisi için de işlemi hakkı göstermesini sağlaması kolaylaştıracaktır.


Bu araştırmacılar birleşme sonrasında ve birleşmenin gerçekleşmemesi durumunda hisse başına kazancın büyümesi farklarını hesaplamışlardı. 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 Tablolarla Dayalı

Olarak Analizi

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

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

<table>
<thead>
<tr>
<th>Araştırmacı</th>
<th>İnceleme Dönemi</th>
<th>Orneklem Sayısı</th>
<th>Temel Bulgular</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Ravenscraft &amp;</td>
<td>1950-77</td>
<td>471 Birleşme</td>
<td>Hedef şirketlerin ROA’sında yıllık ortalama olarak %0.5’tik bir düşüş gerçekleşmiştir.</td>
</tr>
<tr>
<td>Ruback (1992)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Chatterjee &amp;</td>
<td>1948—77</td>
<td>613 Birleşme</td>
<td>Ele geçiş sonrası beş yıllık dönemde alıcı durumda olan şirketlerin ROA’sı olmayanlara göre %2 daha düşük gerçekleşmiştir.</td>
</tr>
<tr>
<td>Meeks</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Tablo Tarafından Yapılan Literatür Taraması ile Diğer Çalışmalarda Kullanılan Literatür Taramalarının Derlenmesi Sonucunda Oluşturulmuştur.
Tablonun incelenmesinden görülebileceği üzere, Meeks (1977) alıcı durumunda bulunan İngiliz şirketlerin varlıklarının getirisinde birleşmeye takip eden beş yıl içerisinde sürekli bir düşüş tespit etmiştir. Ayrıca, alıcı şirketlerin aynı zamanda birleşme sonrasında az miktarda bir kar düşüşü gerçekleştmiştir.

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
SENETLERİNETKİSİ

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 belirlendiğten sonra bu olayların nerede (hangi piyasa veya piyasalarda) ve hangi dönemler için araştırılacağını tespit edilmesi gerekmektedir.


Birleşmeler ve devralmalar sonucunda meydana gelen getirilirinin 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.KB.) 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,


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 almaktadır. (Ek:1) aşağıdaki yer alan tablodan da görülebileceği üzere bu 134 duyurun 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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Birleşme ve Devralma Duyurusunun Durumu</th>
<th>İşlem Sayısı</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Tamamlanan (Completed)</td>
<td>81</td>
</tr>
<tr>
<td>Askıda (Pending)</td>
<td>26</td>
</tr>
<tr>
<td>Durumu Bilinmeyen (Status Unknown)</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>Geri Çekilen (Withdrawn)</td>
<td>8</td>
</tr>
<tr>
<td>Geçici (Tentative)</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>TOPLAM</strong></td>
<td><strong>134</strong></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Thomson One Banker

Diğer taraftan, aynı dönemde yine İ.M.K.B.’ye kote olan şirketlerin alıcı durumda 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)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Birleşme ve Devralmanın Duyurusunun Durumu</th>
<th>İşlem Sayısı</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Tamamlanan (Completed)</td>
<td>44</td>
</tr>
<tr>
<td>Askıda (Pending)</td>
<td>29</td>
</tr>
<tr>
<td>Durumu Bilinmeyen (Status Unknown)</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>Geri Çekilen (Withdrawn)</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>Geçici (Tentative)</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>TOPLAM</strong></td>
<td><strong>79</strong></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Thomson One Banker

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 çalışmalarında ele alınabileceği düşünülmektedir.

Uluslararası yatırım bankacılığında yerleşik bir kavram olması nedeniyle de birleşme ve devralama 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 ulaşıp ulaşmadığı veya sonucunun ne olduğu da inceleme sırasında dikkate alınmıştır. Bunun nedeni yine veri setinin kısıtlı olmasıından kaynaklanmaktadır.

Oysa ki, yapılan diğer araştırmaların bir çoğunda birleşme ve devralmaların başarıya ulaşıp 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 istatistikti anlamda yeterli olduğu düşünülmektedir.

5.4 Olayın Gerçekleştirilmiş Günün Veya Günlerin Tespiti,

Olayın gerçekleştiği gün olarak birleşme ve devralmaya ilişkin duyuruların kamuyuna açıklandığı (announcement day) gün kabul edilmektedir. Bu duyuru gününün belirlenmesinde Thomson One Banker verileri esas alınmıştır. Söz konusu veri tabanın kullanılmasının sebebi, tüm dünyada gerçekleşen birleşme ve devralmalarla 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 kamuyoyuna açıklandığı günü temsili etmekte ve devralmaya ilişkin işlemler genel olarak bu günden çok daha sonra gerçekleşmekte ve tamamlanma günü (completion date) olarak adlandırılmaktadır. Ancak bu çalışmada daha önce belirtildiği üzere tamamlanma günü (completion date) belirlenmemiş ve dolayısıyla buna ilişkin herhangi bir çalışma veya analiz yapılmamıştır. Tekrar ifade etmek

Thomson One Banker, uluslararası yatırım bankacılarının ihtiyaç duyduğu önemli bilgi ve analiz araçlarını içeren web tabanlı bir elektronik veri tabanıdır. Bu çerçevede, dünya ölçüne göre 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 devrilmaların 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 yapılmasını takip eden 40 günü kapsamaktadır. Bu incelemenin yapılmasını sebebi hisse senedi fiyatları hareketlerinin en fazla bu dönemde içerisinde görüleceğin 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.
5.6 Tahmin Aralığının (Estimation Period) Ve Varsa Diğer Aralıkların (Örneğin Birleşme Sonrası İnceleme Aralığı - Post Merger Period) Belirlenmesi

Bu çalışmada tahmin aralığı olarak seçilen günler duyuru günden 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 çalışmalarla yaklaştırılacak olarak bu süre kullanılmıştır.

5.7 Getirilerin Belirlenmesi

Birleşme ve devralmanın etkilerini değerlendirebilmek ve normal ile normal olmayan (abnormal return) getirileri ölçübilmek 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)


5.7.1.1 Getirilerin (Returns) Hesaplanması

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

\[ R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \]

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 $t-1$. günde k fiyat (degeri)

ifade etmektedir.

5.7.1.2 $\alpha$ e $\beta$'nin Tahmini

$\alpha$ ve $\beta$ tahmin edilebilmesi için aşağıda yer alan regresyon formülünün her bir hisse senedi için hesaplanması gerekmektedir:

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

Buna göre;

• $\alpha_i$=Herhangi bir hisse senedinin(i) dönem içerisindeki, piyasa tarafından açıklanamayan, ortalama getirisini ölçmektedir,
• $\beta_i$=Herhangi bir hisse senedinin(i) piyasa hareketlerine/dalgalanmalarına karşı olan hassasiyetini ölçmektedir,
• $R_{mt}$ = Piyasa endeksinin(m) t. günde k getirisini ifade etmektedir,
\[ E_t = \text{İstatistikî hatayı ifade etmektedir.} \]

Bu formüle ilişkin hesaplama, olayı normal performansın etkisinden koruyabilmek amacıyla, inceleme aralığı 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.

\( \alpha \) ve \( \beta \) her bir olay (event) yani birleşme ve devralma için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Olayın incelemesi dahil edilmesi sırasında ise t istatistiğinin (t-stat) mutlak değer olarak 2’den büyük olmasını ve \( r \) karenin (R-Square) ise \( \%10\)’dan fazla olmasını dikkat etmektedir. Aksi durumlarındaki veriler (birleşme ve devralmaya ilişkin olaylar) incelemeye dahil edilmemişdir. Bu çerçevede incelemeye alınan toplam 62 şirketin verisinde azalama meydana gelmiş ve 8 şirket inceleme dışına çıkarılmıştır.

5.7.1.3 Beklenen Getirilerin (Expected Returns) Hesaplanması

\( \alpha \) ve \( \beta \) tahmini değerlerini elde ettikten sonra, \( ^\wedge \alpha_i \) ve \( ^\wedge \beta_i \), her bir hisse senedinin (i) t zamanındaki beklenen getirisini aşağıda yer alan formül yardımcı ile hesaplanmaktadır.

\[ Er_{it} = ^\wedge \alpha_i + ^\wedge \beta_i * R_{mt} \]
Buna göre;

- \( E_{rit} \) = Herhangi bir hisse senedinin (i) t zamanındaki beklenen getirisini,
- \( ^\alpha_i \) = tahmini alfa değerini,
- \( ^\beta_i \) = 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 sıra, incelemenin temel noktalarından birisi olan ve herhangi bir hisse senedinin (i) t. gündeki fakti getirisini (gerçekleşen getiris) ile beklenen getiris arasındaki farkı ifade eden normal olmayan getiriyi (abnormal return) (varsay) hesaplamaya gelmektedir. Bu hesaplama sırasında aşağıda yer alan çıkarma formülü kullanılmaktadır.

\[
AR_{it} = R_{it} - E_{rit}
\]

Buna göre;

- \( AR_{it} \) = Herhangi bir hisse senedinin (i) t zamanındaki normal olmayan getirisini,
• $R_t$ = 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.

\[
AAR_t = \frac{AR_{1t} + AR_{2t} + \ldots + AR_{it} + \ldots AR_{nt}}{n}
\]

Buna göre;

• $AAR_t$ = Normal olmayan getirilerin ortalamasını,
• $AR_{1t} + AR_{2t} + \ldots + AR_{it} + \ldots AR_{nt}$ = 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 metodu uygulandığına ilişkin 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.

\[ \text{CAAR}_{(-t, -t-1, \ldots)} = \text{AAR}_t + \text{AAR}_{t-1} + \ldots + \text{AAR} \]

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 endeksiye eşit olduğu da varsayım olarak kabul edilmektedir. Bunun sonucunda her bir hisse senedinin normal olmayan getirileri aşağıda yer alan formül yardımcıla hesaplanmaktadır.

\[ \text{AR}_{it} = \text{R}_{it} - \text{R}_{mt} \]
Bunun dışında diğer 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 Getirî (KONOG) (Cumulative Avarage Abnormal Return-CAAR) %4.142924 olarak gerçekleşmiştir.

Tablonun oluşturulmasında her bir şirketin ogendeki 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 noktası ulaştı getiri daha sonrasına düşüşe geçmekte ve daha öncede belirtildiği üzere +40’inci günde %4.142924 olarak gerçekleşmektedir.
Tablo: 8 Piyasa Modeli Metodunun Uygulanması Sonucunda Elde Edilen Sonuçlar

<table>
<thead>
<tr>
<th>Duyuru Günleri</th>
<th>ONOG (-40, -1) (AAR) %</th>
<th>GÜNLER</th>
<th>ONOG (1, 40) (AAR) %</th>
<th>GÜNLER</th>
<th>KONOG (-40, -1) (CAAR) %</th>
<th>GÜNLER</th>
<th>KONOG (1, 40) (CAAR) %</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-1</td>
<td>0,572683</td>
<td>1</td>
<td>0,408669</td>
<td>1</td>
<td>0,572683</td>
<td>1</td>
<td>11,50842</td>
</tr>
<tr>
<td>-2</td>
<td>-0,80121</td>
<td>2</td>
<td>-0,36092</td>
<td>2</td>
<td>-0,22852</td>
<td>2</td>
<td>11,1475</td>
</tr>
<tr>
<td>-3</td>
<td>-0,12994</td>
<td>3</td>
<td>-1,14726</td>
<td>3</td>
<td>-0,35847</td>
<td>3</td>
<td>10,00024</td>
</tr>
<tr>
<td>-4</td>
<td>0,398513</td>
<td>4</td>
<td>0,187303</td>
<td>4</td>
<td>0,040046</td>
<td>4</td>
<td>10,18755</td>
</tr>
<tr>
<td>-5</td>
<td>-0,52393</td>
<td>5</td>
<td>-0,37465</td>
<td>5</td>
<td>-0,48389</td>
<td>5</td>
<td>9,812902</td>
</tr>
<tr>
<td>-6</td>
<td>0,659819</td>
<td>6</td>
<td>-1,01763</td>
<td>6</td>
<td>0,175932</td>
<td>6</td>
<td>8,795273</td>
</tr>
<tr>
<td>-7</td>
<td>0,849873</td>
<td>7</td>
<td>-0,32953</td>
<td>7</td>
<td>1,025805</td>
<td>7</td>
<td>8,465742</td>
</tr>
<tr>
<td>-8</td>
<td>0,138135</td>
<td>8</td>
<td>0,118</td>
<td>8</td>
<td>1,16394</td>
<td>8</td>
<td>8,347739</td>
</tr>
<tr>
<td>-9</td>
<td>0,094014</td>
<td>9</td>
<td>-0,29696</td>
<td>9</td>
<td>0,125795</td>
<td>9</td>
<td>8,078083</td>
</tr>
<tr>
<td>-10</td>
<td>0,015127</td>
<td>10</td>
<td>0,706273</td>
<td>10</td>
<td>1,273081</td>
<td>10</td>
<td>8,784356</td>
</tr>
<tr>
<td>-11</td>
<td>1,414756</td>
<td>11</td>
<td>-0,05685</td>
<td>11</td>
<td>2,687837</td>
<td>11</td>
<td>8,727505</td>
</tr>
<tr>
<td>-12</td>
<td>-0,36933</td>
<td>12</td>
<td>-0,21812</td>
<td>12</td>
<td>2,319503</td>
<td>12</td>
<td>8,509389</td>
</tr>
<tr>
<td>-13</td>
<td>-0,60723</td>
<td>13</td>
<td>-0,63831</td>
<td>13</td>
<td>1,712274</td>
<td>13</td>
<td>7,871079</td>
</tr>
<tr>
<td>-14</td>
<td>-0,21192</td>
<td>14</td>
<td>0,02963</td>
<td>14</td>
<td>1,500352</td>
<td>14</td>
<td>7,84145</td>
</tr>
<tr>
<td>-15</td>
<td>0,974629</td>
<td>15</td>
<td>0,29483</td>
<td>15</td>
<td>2,474981</td>
<td>15</td>
<td>7,546621</td>
</tr>
<tr>
<td>-16</td>
<td>-0,30781</td>
<td>16</td>
<td>0,331418</td>
<td>16</td>
<td>2,167169</td>
<td>16</td>
<td>7,878039</td>
</tr>
<tr>
<td>-17</td>
<td>0,685154</td>
<td>17</td>
<td>0,338076</td>
<td>17</td>
<td>2,852323</td>
<td>17</td>
<td>8,216114</td>
</tr>
<tr>
<td>-18</td>
<td>0,178236</td>
<td>18</td>
<td>-1,59131</td>
<td>18</td>
<td>3,030559</td>
<td>18</td>
<td>6,624807</td>
</tr>
<tr>
<td>-19</td>
<td>0,038363</td>
<td>19</td>
<td>0,462971</td>
<td>19</td>
<td>3,068922</td>
<td>19</td>
<td>7,087778</td>
</tr>
<tr>
<td>-20</td>
<td>0,625183</td>
<td>20</td>
<td>-1,17712</td>
<td>20</td>
<td>3,694105</td>
<td>20</td>
<td>5,910654</td>
</tr>
<tr>
<td>-21</td>
<td>-0,40422</td>
<td>21</td>
<td>0,028756</td>
<td>21</td>
<td>3,651908</td>
<td>21</td>
<td>5,93941</td>
</tr>
<tr>
<td>-22</td>
<td>0,193871</td>
<td>22</td>
<td>-0,39558</td>
<td>22</td>
<td>3,845778</td>
<td>22</td>
<td>5,49827</td>
</tr>
<tr>
<td>-23</td>
<td>0,198314</td>
<td>23</td>
<td>0,354224</td>
<td>23</td>
<td>4,044092</td>
<td>23</td>
<td>5,904051</td>
</tr>
<tr>
<td>-24</td>
<td>-0,19624</td>
<td>24</td>
<td>-0,25666</td>
<td>24</td>
<td>3,847847</td>
<td>24</td>
<td>5,647387</td>
</tr>
<tr>
<td>-25</td>
<td>-2,70933</td>
<td>25</td>
<td>-0,19756</td>
<td>25</td>
<td>3,176914</td>
<td>25</td>
<td>5,449824</td>
</tr>
<tr>
<td>-26</td>
<td>1,049</td>
<td>26</td>
<td>-0,2963</td>
<td>26</td>
<td>4,229516</td>
<td>26</td>
<td>5,155326</td>
</tr>
<tr>
<td>-27</td>
<td>0,499832</td>
<td>27</td>
<td>0,631282</td>
<td>27</td>
<td>4,725746</td>
<td>27</td>
<td>5,784808</td>
</tr>
<tr>
<td>-28</td>
<td>0,162302</td>
<td>28</td>
<td>0,43874</td>
<td>28</td>
<td>4,888048</td>
<td>28</td>
<td>6,23592</td>
</tr>
<tr>
<td>-29</td>
<td>0,002508</td>
<td>29</td>
<td>0,800925</td>
<td>29</td>
<td>4,890557</td>
<td>29</td>
<td>7,024517</td>
</tr>
<tr>
<td>-30</td>
<td>0,231129</td>
<td>30</td>
<td>-0,72769</td>
<td>30</td>
<td>5,121686</td>
<td>30</td>
<td>6,298829</td>
</tr>
<tr>
<td>-31</td>
<td>-0,44281</td>
<td>31</td>
<td>0,185718</td>
<td>31</td>
<td>4,67888</td>
<td>31</td>
<td>6,482547</td>
</tr>
<tr>
<td>-32</td>
<td>0,171185</td>
<td>32</td>
<td>0,333573</td>
<td>32</td>
<td>4,850065</td>
<td>32</td>
<td>6,81612</td>
</tr>
<tr>
<td>-33</td>
<td>-0,33638</td>
<td>33</td>
<td>0,65405</td>
<td>33</td>
<td>4,513688</td>
<td>33</td>
<td>6,162068</td>
</tr>
<tr>
<td>-34</td>
<td>0,800146</td>
<td>34</td>
<td>-0,83256</td>
<td>34</td>
<td>5,313834</td>
<td>34</td>
<td>5,329505</td>
</tr>
<tr>
<td>-35</td>
<td>1,469712</td>
<td>35</td>
<td>-0,60432</td>
<td>35</td>
<td>6,783546</td>
<td>35</td>
<td>4,725186</td>
</tr>
<tr>
<td>-36</td>
<td>0,59971</td>
<td>36</td>
<td>0,395894</td>
<td>36</td>
<td>7,383256</td>
<td>36</td>
<td>5,12108</td>
</tr>
<tr>
<td>-37</td>
<td>-0,14637</td>
<td>37</td>
<td>0,044146</td>
<td>37</td>
<td>7,236884</td>
<td>37</td>
<td>5,165226</td>
</tr>
<tr>
<td>-38</td>
<td>1,009851</td>
<td>38</td>
<td>-0,09163</td>
<td>38</td>
<td>8,246735</td>
<td>38</td>
<td>5,073596</td>
</tr>
<tr>
<td>-39</td>
<td>0,786907</td>
<td>39</td>
<td>-0,81959</td>
<td>39</td>
<td>9,036462</td>
<td>39</td>
<td>4,254001</td>
</tr>
<tr>
<td>-40</td>
<td>0,932742</td>
<td>40</td>
<td>-0,11108</td>
<td>40</td>
<td>9,966384</td>
<td>40</td>
<td>4,142924</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| Duyuru Günleri (0. Gün) | 1,053368 (%) | Duyuru Günleri (0. Gün) | 11,01975 (%) | 59 |
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 (Avarage 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 çizilmştir. Daha önce de belirtildiği üzere duyuru öncesindeki 40 gün ile duyuru sonrasında 40 günlük süre içerisinde ortalama normal olmayan getiriler yer almaktadır.

5.9 Test Yöntemi


\[
\frac{AR_t}{S} = \frac{AR_t}{1/184 \sum_{-186}^{-1} AR_t (AR_t - \overline{AR})^2}
\]

\[n-1 = 185-1 = 184\]
Burada \( \overline{AR} = \frac{1}{185} \sum_{-186}^{-41} AR_t \) olarak ifade edilmektedir.

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

\[
\text{CAR} / S^2 (\text{CAR}) = \frac{\sum_{m} m \ AR_t}{\sum_{m} S^2 (AR)} = \frac{\sum_{m} m \ AR_t}{\sqrt{k} \ S^2 (AR)}
\]

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 gerektiğini gerekmektedir. Yapılan test sonucunda, normal olmayan getirilerin sıfıra eşit olduğunu 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 karşılaşıldığı bu çalışmada ele alınmamış olmakla birlikte bu konuların diğer araştırmacilar tarafından incelenebileceği ve diğer ülke örneklerinde olduğu gibi Türk finans sektörü ilişkin ampirik çalışmaların artabileceği düşünülmektedir.

Tabii ki tüm ampirik çalışmalarında olduğu gibi, yukarıda belirtilen çalışmaları 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 kaynağı veri tabanlarından (Datastream, Thomson One Banker) elde edilmiştir.
<table>
<thead>
<tr>
<th>Tarih</th>
<th>Kamuoyuna Açıklandığı Şirket</th>
<th>Hedef Şirket</th>
<th>Alıcı Şirket</th>
<th>İşlemin Durumu</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>21.10.2005</td>
<td>EFES Sinai Yatırım Holdings AS</td>
<td>Coca Cola İçecek Uretim AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>21.10.2005</td>
<td>EFES Sinai Yatırım Holdings AS</td>
<td>Coca Cola İçecek Uretim AS</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12.10.2005</td>
<td>Petrol Ofisi AS</td>
<td>Doğan Sirketler Grubu</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>04.10.2005</td>
<td>Erdemir</td>
<td>Ordu Yardımlasma Kurumu</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>23.09.2005</td>
<td>İzmir Demir Çelik Sanayi AS</td>
<td>Sahin-Koc Çelik Sanayi</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>21.10.2005</td>
<td>Türkiye Garanti Bankası AS</td>
<td>GE Consumer Finance</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>21.10.2005</td>
<td>Türkiye Garanti Bankası AS</td>
<td>GE Consumer Finance</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>16.08.2005</td>
<td>Tansas İzmir Buyuksehir</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>16.06.2005</td>
<td>Erdemir</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>15.06.2005</td>
<td>Sekerbank TAS</td>
<td>Rabobank</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>10.06.2005</td>
<td>Turcas Petrol AS</td>
<td>Aksoy Petrol Dağitim</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>07.06.2005</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Banca IMI</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>03.05.2005</td>
<td>Gima</td>
<td>Carrefour SA</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31.01.2005</td>
<td>Yapı Kredi Bankası AS</td>
<td>Koc Finansal Hizmetler</td>
<td>Niyet</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>01.01.2005</td>
<td>Uzel Makina Sanayi AS</td>
<td>Uzel Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>29.03.2004</td>
<td>Türkiye Garanti Bankası AS</td>
<td>Banca Intesa SpA</td>
<td>Çekildi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11.11.2003</td>
<td>Kipa Kitle Pazarlama Ticaret</td>
<td>Tesco PLC</td>
<td>Niyet</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>09.10.2003</td>
<td>BSH Profilo SA</td>
<td>Deutsche Bank AG</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>07.10.2003</td>
<td>USAS</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11.08.2003</td>
<td>Turk Hava Yollari AO</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.06.2003</td>
<td>Turk Tuborg Bira ve Malt</td>
<td>Carlsberg Breweries A/S</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27.02.2003</td>
<td>Kipa Kitle Pazarlama Ticaret</td>
<td>Tesco PLC</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27.02.2003</td>
<td>Bagfas</td>
<td>Recop Gencer</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>24.02.2003</td>
<td>Koza Davetiyeleri</td>
<td>İpek Matbaacilik</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31.01.2003</td>
<td>Toprak Finansal Kiralama AS</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>29.08.2002</td>
<td>Turk Tuborg Bira ve Malt</td>
<td>Yasar Holding AS</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>03.04.2002</td>
<td>Alternatifbank AS</td>
<td>Credit Agricole Indosuez</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>18.03.2002</td>
<td>Petrol Ofisi AS (Turkey)</td>
<td>Açıklanmayın Alıcı</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12.02.2002</td>
<td>Atakule GYO AS</td>
<td>Vakifbank</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>17.01.2002</td>
<td>Yapı Kredi Sigorta</td>
<td>Muenchener Rueckversich</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.01.2002</td>
<td>Kipa Kitle Pazarlama Ticaret</td>
<td>Tesco PLC</td>
<td>Çekildi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.01.2002</td>
<td>Tekstilbankasi AS</td>
<td>GSD Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30.10.2001</td>
<td>Finansbank AS</td>
<td>Fiba Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>23.10.2001</td>
<td>Kerevitas Gida Sanaya</td>
<td>Nestle SA</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>22.10.2001</td>
<td>Marmaris Altinyunus</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>05.10.2001</td>
<td>Petrol Ofisi AS (Turkey)</td>
<td>Investors</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27.09.2001</td>
<td>Alternatifbank AS</td>
<td>Anadolu Endustri Holding</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>07.09.2001</td>
<td>Turk Tuborg Bira ve Malt</td>
<td>Carlsberg Breweries A/S</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>06.09.2001</td>
<td>Yapı Ve Kredi Bankası AS</td>
<td>ABN-AMRO Bank NV</td>
<td>Niyet</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>23.08.2001</td>
<td>Alcatel Teletas Telekomunikasy</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>16.08.2001</td>
<td>Penguen Gida Sanayi AS</td>
<td>DEG</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>20.07.2001</td>
<td>Turk Tuborg Bira ve Malt</td>
<td>Carlsberg A/S</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>09.07.2001</td>
<td>Penguen Gida Sanayi AS</td>
<td>Globus Rt</td>
<td>Bekledi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.07.2001</td>
<td>Finansbank AS</td>
<td>BNP Paribas SA</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>29.06.2001</td>
<td>Bolu Cimento Sanayi AS</td>
<td>Dogus Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>29.06.2001</td>
<td>Tansas İzmir Buyuksehir</td>
<td>Dogus Otomotiv AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Kamuoyuna Açıklandığı Tarih</td>
<td>Hedef Şirket</td>
<td>Alıcı Şirket</td>
<td>İşlemin Durumu</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>---------------------------</td>
<td>-------------</td>
<td>--------------</td>
<td>---------------</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>05.06.2001</td>
<td>Alternatif Yatırım Ortaklığı</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>04.06.2001</td>
<td>Türkiye Garanti Bankası AS</td>
<td>IntesaBci SpA</td>
<td>Çekildi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31.05.2001</td>
<td>Turk Tuborg Bira Ve Malt</td>
<td>Carlsberg Breweries A/S</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.05.2001</td>
<td>Türkiye Garanti Bankası AS</td>
<td>Dogus Insaat ve Ticaret AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14.03.2001</td>
<td>Ege Gubre Sanayi</td>
<td>Bagfas</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14.02.2001</td>
<td>Ege Gubre Sanayi</td>
<td>Gencer Holding</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.02.2001</td>
<td>EGS Gayrimenkul Yatırım</td>
<td>Sanko Textile AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>23.01.2001</td>
<td>Zorlu Enerji Elektrik Üretimi</td>
<td>Merrill Lynch &amp; Co Inc</td>
<td>Beklmede</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>22.12.2000</td>
<td>Turk Hava Yolları AO</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>15.06.2000</td>
<td>Tofas Oto Ticaret</td>
<td>Tofas Turk Otomobil</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>13.03.2000</td>
<td>Bolu Cimento Sanayii AS</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>13.03.2000</td>
<td>Aylon Cimento</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>21.02.2000</td>
<td>Tansas İzmir Buyuksehir</td>
<td>Start Investments Ltd</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>10.06.1999</td>
<td>Turcas Petrol AS</td>
<td>Tabas Petrolculuk AS</td>
<td>Beklmede</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>03.02.1999</td>
<td>Turk Siemens(Pirelli&amp;Co. SpA)</td>
<td>Pirelli Cable (Pirelli)</td>
<td>Beklmede</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>29.07.1998</td>
<td>Meges Boya Sanayi Ve Ticaret</td>
<td>SKW Bauchemie Holding</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>13.04.1998</td>
<td>EGS Gayrimenkul Yatırım</td>
<td>Trammell Crow International</td>
<td>Beklmede</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27.03.1998</td>
<td>Kerevitas Gida Sanaya</td>
<td>Schoeller Holding GmbH</td>
<td>Beklmede</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>20.03.1998</td>
<td>Marshall Boya Ve Vernik</td>
<td>Akzo Nobel NV</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.01.1998</td>
<td>Hurriyet Gazetecilik Ve</td>
<td>Investor Group</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>08.08.1997</td>
<td>Celik Halat Ve Tel Sanayi ve</td>
<td>Dogan Sirketler Grubu</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>01.11.1996</td>
<td>Konya Cimento Sanayii AS</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>06.09.1996</td>
<td>Turcas Petrolculuk</td>
<td>Tabas Petrolculuk AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>28.08.1996</td>
<td>Alternatif Yatırım Ortaklığı</td>
<td>Tarbes Tarım Ürûnleri</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27.08.1996</td>
<td>Alternatif Yatırım Ortaklığı</td>
<td>Erciyes Bircılık ve Malt</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>01.08.1996</td>
<td>Turk Hava Yolları AO</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama W</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31.05.1996</td>
<td>Turcas Petrolculuk</td>
<td>Tabas Petrolculuk AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11.04.1996</td>
<td>Transturk Fren Donanim</td>
<td>Robert Bosch GmbH</td>
<td>Beklmede</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>04.04.1996</td>
<td>Akcimento Ticaret AS</td>
<td>Cimenteries CBR</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>16.02.1996</td>
<td>Turcas Petrolculuk</td>
<td>Turkpetrol International Inc</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>10.10.1995</td>
<td>Kaplanin Ambalaj Sanayi</td>
<td>BMC Sanayi ve Ticaret AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02.10.1995</td>
<td>BSH Profilo SA</td>
<td>BSH Bosch und Siemens</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>24.04.1995</td>
<td>Erdemir</td>
<td>Investors</td>
<td>Bilinmiyor</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>24.04.1995</td>
<td>Tofas Turk Otomobil Fabrikası</td>
<td>Investors</td>
<td>Bilinmiyor</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14.04.1995</td>
<td>Simko Ticaret ve Sanayi(Sieme)</td>
<td>Siemens AG</td>
<td>Bilinmiyor</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27.02.1995</td>
<td>Abana Elektromekanik Sanayii</td>
<td>Ar Holdings AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>23.01.1995</td>
<td>Tofas Turk Otomobil Fabrikası</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30.11.1994</td>
<td>Turcas Petrolculuk</td>
<td>Burmah Castrol PLC</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30.06.1994</td>
<td>Hurriyet Gazetecilik Ve</td>
<td>AD Holdings Inc</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>06.05.1994</td>
<td>Turk Hava Yolları AO</td>
<td>Investors</td>
<td>Bilinmiyor</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31.12.1993</td>
<td>Hurriyet Gazetecilik Ve</td>
<td>İktisat Bank</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14.12.1993</td>
<td>Netas Northern Telekomunik</td>
<td>Investors</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>18.10.1993</td>
<td>USAS</td>
<td>Investors</td>
<td>Bilinmiyor</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14.10.1993</td>
<td>Hektas Ticaret AS</td>
<td>Tam Sigorta AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12.10.1993</td>
<td>Celik Halat Ve Tel Sanayi ve</td>
<td>Tam Sigorta AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>19.08.1993</td>
<td>Turkiye Is Bankası AS</td>
<td>Investors</td>
<td>Niyet</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Kamuoyuna Açıklandığı Tarih</td>
<td>Hedef Şirket</td>
<td>Alıcı Şirket</td>
<td>İşlemin Durumu</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-----------------------------</td>
<td>------------------------------</td>
<td>------------------------------</td>
<td>----------------</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>18.08.1993</td>
<td>Tofas Turk Otomobil Fabrikası</td>
<td>Investors</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12.08.1993</td>
<td>Tofas Turk Otomobil Fabrikası</td>
<td>Investors</td>
<td>Niyet</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12.08.1993</td>
<td>Erdemir</td>
<td>Arayan Yatırımcılar</td>
<td>Arama</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>05.03.1993</td>
<td>Cukurova Elektrik TAS</td>
<td>Akbank AS</td>
<td>Çekildi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>04.03.1993</td>
<td>Cukurova Elektrik TAS</td>
<td>Rumeli Elektrik Yatırım AS</td>
<td>Çekildi</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11.02.1993</td>
<td>Netas Northern Telekomunik</td>
<td>Investors</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11.02.1993</td>
<td>Netas Northern Telekomunik</td>
<td>Northern Telecom Ltd</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11.02.1993</td>
<td>Cukurova Elektrik TAS</td>
<td>Rumeli Elektrik Yatırım AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>29.01.1993</td>
<td>Sekerbank TAS</td>
<td>Undisclosed Acquiror</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>03.04.1992</td>
<td>Turkiye İş Bankası AS</td>
<td>Republic of Turkey</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>21.01.1992</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Investor Group</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>17.01.1992</td>
<td>Tekstilbankası AS</td>
<td>Giyim Sanayicileri Derneği</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12.07.1991</td>
<td>Konya Cimento Sanayii AS</td>
<td>Vicat SA</td>
<td>Tamamlandı</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>25.09.1990</td>
<td>Türk Hava Yolları AO</td>
<td>Investors</td>
<td>Bilinmiyor</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30.07.1990</td>
<td>Hurriyet Gazetecilik Ve</td>
<td>Mirror Group Newspapers</td>
<td>Bilinmiyor</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Thomson One Banker
<table>
<thead>
<tr>
<th>Kamuoyuna Açıklandığı Tarih</th>
<th>Hedef Şirket</th>
<th>Alıcı Şirket</th>
<th>İşlemen Durumu</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>12.10.2005</td>
<td>Petrol Ofisi AS(Turkey)</td>
<td>Dogan Sirketler Grubu Holding</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>08.06.2005</td>
<td>Cobafi</td>
<td>Sabanci Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>30.03.2005</td>
<td>DuPont Sabanci Intl LLC</td>
<td>Sabanci Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>14.02.2005</td>
<td>Zsa Zsa Lawinsky</td>
<td>Arat Tekstil San Tic AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>27.01.2005</td>
<td>BNP-AK Bankası AS</td>
<td>Akbank AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>06.01.2005</td>
<td>TEDAS</td>
<td>Sabanci Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>22.10.2004</td>
<td>Winsa</td>
<td>Ege Profil(Deceunick Plastics)</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>08.10.2004</td>
<td>DuPontSA</td>
<td>Sabanci Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>27.12.2003</td>
<td>Simge Yayincilik ve Dagitim AS</td>
<td>Milliyet Gazetecilik</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>26.09.2003</td>
<td>TSD Tekstil Sanayileri</td>
<td>Bisas Tekstil Sanayi ve Ticaret</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>21.08.2003</td>
<td>Anadolu Cam Sanayii AS</td>
<td>Turkiye Sise Cam Fabrikalari</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>14.07.2003</td>
<td>Tutas Turk Turizm AS</td>
<td>Marmaris Altinyunus</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>25.06.2003</td>
<td>Dogan Muzik Kitap Magazicilik</td>
<td>Dogan Yayin Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>10.06.2003</td>
<td>Rock of Ages-Cemeteries,KY</td>
<td>Sabanci Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>15.04.2003</td>
<td>Toprak Hayat Sigorta AS</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>11.02.2003</td>
<td>Storko AD</td>
<td>Penguin Gida Sanayi AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>22.10.2002</td>
<td>Toprak Bank-Branches(9)</td>
<td>Finansbank AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>14.10.2002</td>
<td>Sabah</td>
<td>Dogan Holdings AS</td>
<td>Dedikodu</td>
</tr>
<tr>
<td>26.08.2002</td>
<td>Hedef Menkul Degerler</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>22.07.2002</td>
<td>Yazsan Sinai Yatirim</td>
<td>Yazicilar Holding</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>07.02.2002</td>
<td>Temel Ticaret ve Yatirim</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>25.12.2001</td>
<td>Hedef Menkul Degerler</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>21.12.2001</td>
<td>Ege Yatirim As</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>30.11.2001</td>
<td>Sakosa Tire Cord</td>
<td>Sabanci Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>07.11.2001</td>
<td>Groupe Sep Istanbul Ev</td>
<td>Yapı Ve Kredi Bankasi AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>22.10.2001</td>
<td>Marmaris Altinyunus</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>16.10.2001</td>
<td>Osmanli Bankasi AS</td>
<td>Turkiye Garanti Bankasi AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>16.10.2001</td>
<td>Pamukbank TAS</td>
<td>Yapı Ve Kredi Bankasi AS</td>
<td>Çekildi</td>
</tr>
<tr>
<td>05.10.2001</td>
<td>Milliyet Daily(Dogan Holdings)</td>
<td>Dogan Yayin Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>05.10.2001</td>
<td>Simga Yayincilik</td>
<td>Dogan Yayin Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>24.08.2001</td>
<td>LBE(COST Targoviste SA)</td>
<td>Erdemir</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>27.07.2001</td>
<td>Efes Pazarlama(Anadolu Efes)</td>
<td>Anadolu Efes</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>10.07.2001</td>
<td>Yasar Yatirim Menkul Degerler</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>03.07.2001</td>
<td>Olmuksa International Paper</td>
<td>Olmuksa Makavva Sanayi Ve</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>20.06.2001</td>
<td>Dia Supermarketleri</td>
<td>Sabanci Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>24.04.2001</td>
<td>Benkar Tuketici Fin.ve Kart</td>
<td>Akbank AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>19.03.2001</td>
<td>Cabot Communications Ltd</td>
<td>Vestel Elektronik Sanayi</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>14.03.2001</td>
<td>Ege Gubre Sanay</td>
<td>Baglas</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>18.01.2001</td>
<td>Bilikom DOO</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>10.10.2000</td>
<td>Isdemir(Turkey)</td>
<td>Erdemir</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>11.09.2000</td>
<td>Beroe Football Club of Stara</td>
<td>Akrilik Kimya Sanyii AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>15.06.2000</td>
<td>Tofas Oto Ticaret</td>
<td>Tofas Turk Otomobil Fabrikasi</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>03.04.2000</td>
<td>Infoshop</td>
<td>Dogan Holdings AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>Kamuoyuna Açıklandıği Tarih</td>
<td>Hedef Şirket</td>
<td>Aliç Şirket</td>
<td>İşlemin Durumu</td>
</tr>
<tr>
<td>-------------------------------</td>
<td>-------------</td>
<td>------------</td>
<td>---------------</td>
</tr>
<tr>
<td>03.02.2000</td>
<td>Akdemir Celik Sanayi</td>
<td>İzmir Demir Celik Sanayi AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>11.01.2000</td>
<td>Makro Center</td>
<td>Tansas İzmir Buyukşehir</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>11.01.2000</td>
<td>Makro Center</td>
<td>Tansas İzmir Buyukşehir</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>07.01.2000</td>
<td>Banca de Credit Industrial</td>
<td>Finansbank AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>22.09.1999</td>
<td>Türk Nokta Net Bilgi</td>
<td>Sabancı Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>22.09.1999</td>
<td>Türk Nokta Net Bilgi</td>
<td>Sabancı Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>18.05.1999</td>
<td>Gar Koza In San Ve Tic</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>22.12.1998</td>
<td>Trakya Cam Sanayii A.S.</td>
<td>Türkiye İş Bankası AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>24.04.1998</td>
<td>Toros Biracilik-Certain Assets</td>
<td>Erciyas Biracilik ve Malt</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>08.08.1997</td>
<td>Celik Halat Ve Tel Sanayi ve</td>
<td>Dogan Sirketler Grubu Holding</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>26.06.1997</td>
<td>PKM(Profilo Holding AS)</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>16.06.1997</td>
<td>SEK Endastrisi Kurumu</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>23.05.1997</td>
<td>Koc Yatirim</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>06.05.1997</td>
<td>Azomures SA(Romania)</td>
<td>Global Menkul Degerler AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>27.08.1996</td>
<td>Alternatif Yatirim Ortaklığı</td>
<td>Erciyas Biracilik ve Malt</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>11.07.1996</td>
<td>Akmimento(Cimenteries CBR)</td>
<td>Canakkale Cimento Sanayii AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>18.04.1996</td>
<td>Atlantic Inds-Undis TK Drink B</td>
<td>Erciyas Biracilik ve Malt</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>18.04.1996</td>
<td>Atlantic Inds-Undis TK Drink D</td>
<td>Erciyas Biracilik ve Malt</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>18.04.1996</td>
<td>Atlantic Inds-Undis TK Fizzy D</td>
<td>Erciyas Biracilik ve Malt</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>18.04.1996</td>
<td>Coca-Cola Pazarlama Dagıtım</td>
<td>Erciyas Biracilik ve Malt</td>
<td>Askıda</td>
</tr>
<tr>
<td>19.10.1995</td>
<td>PastaVilla Kartal Maknakcilik</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>18.08.1995</td>
<td>British Petroleum-Ambarli Oil</td>
<td>Turcas Petrolculuk</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>23.01.1995</td>
<td>Tofas Türk Otomobil Fabrikası</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>17.10.1994</td>
<td>Türk dis Ticaret Bankası AS</td>
<td>Dogan Sirketler Grubu Holding</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>02.05.1994</td>
<td>Bankekspres Garanti</td>
<td>Turkiye Garanti Bankası AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>31.01.1994</td>
<td>Gazal AS</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>31.01.1994</td>
<td>Ayyaz AS</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>05.03.1993</td>
<td>Cukurova Elektrik TAS</td>
<td>Akbank AS</td>
<td>Çekildi</td>
</tr>
<tr>
<td>07.01.1993</td>
<td>Ankara Gas AS</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>08.05.1992</td>
<td>Ray Sigorta AS</td>
<td>Dogan Sirketler Grubu Holding</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
<tr>
<td>05.02.1991</td>
<td>Koc-Amerikan Bank AS</td>
<td>Koc Holding AS</td>
<td>Dis Dedikodu</td>
</tr>
<tr>
<td>16.04.1990</td>
<td>PBG Privatbank Geneve</td>
<td>Finansbank AS</td>
<td>Tamamlandı</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Kaynak: Thomson One Banker


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


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


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


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


